

NATIONALEKONOMISKA INSTITUTIONEN

Uppsala Universitet

Uppsats fortsättningskurs C

Författare: Erik Höglin

Maria Lindström

Handledare: Nils Gottfries

VT 2001

Skuldkrishantering i EMU

– är förbudet mot monetär finansiering trovärdigt?

Sammanfattning

Uppsatsen behandlar huruvida förbudet mot monetär finansiering är trovärdigt, givet en skuldkris i EMU. Förbudet mot monetär finansiering finns inskrivet i Maastrichtfördraget och syftar till att utgöra ett incitament för medlemsstater i EMU att inte överskuldsetta sig samt att förhindra att ECB frångår sitt mål om prisstabilitet. Om högt skuldsatta länder ställer in betalningarna på sina statsskulder riskerar krisen att sprida sig till banksystemet i andra länder. I värsta fall kollapsar betalningssystemet. Tar man hänsyn till att ECB har som underordnat mål att främja ett väl fungerande betalningssystem visar det sig att monetär finansiering kan motiveras av ECB:s mål. Man kan dock tänka sig att ECB, vid en skuldkris, väljer att hålla fast vid förbudet mot monetär finansiering om det finns något alternativ som både genomförbart, tillräckligt för att upphäva en skuldkris och bättre än monetär finansiering. De alternativ som kan komma i fråga är: åtstramande finanspolitik, statsbankrutt med efterföljande bankkris, fiskal bail-out från EU eller enskilda medlemsstater samt lån från IMF. Det visar sig att inget av alternativen uppfyller kraven på att vara ett genomförbart, entydigt bättre och tillräckligt alternativ till monetär finansiering. Slutsatsen blir därför att förbudet mot monetär finansiering inte kan betraktas som trovärdigt.

1. INLEDNING	4
2. NO-BAIL-OUT-REGLN – EN BAKGRUND	5
2.1 SKULDKRIS	6
2.2 MONETÄR FINANSIERING	7
2.3 FÖRBUDET MOT MONETÄR FINANSIERING	7
3. MONETÄR FINANSIERING AV ECB	8
3.1 ÄR BAIL-OUT FÖRENLIGT MED ECB:S MÅLFUNKTION?	9
3.1.1 ECB:s mål	9
3.1.2 En enkel modell för ECB:s mål	11
3.1.3 Hur påverkar betalningssystemet ECB:s val av inflationsnivå?	14
3.1.4 Vad gör ECB om en skuldcris riskerar leda till ett sammanbrott i betalningssystemet?	15
3.2 ÅBEROPANDE AV SOLIDARITETSPRINCIPEN – ATT GÖRA MONETÄR FINANSIERING LEGITIMT?	17
3.3 ECB:S OBEROENDE – POLITISKA PÅTRYCKNINGAR FÖR MONETÄR FINANSIERING?	18
3.4 SLUTSATS OM MONETÄR FINANSIERING	20
4. ALTERNATIV TILL MONETÄR FINANSIERING VID EN SKULDKRIS	21
4.1 ÅTSTRAMANDE FINANSPOLITIK	22
4.2 STATSANKRUTT MED EFTERFÖLJANDE BANKKRIS	25
4.2.1 Hur kan skuldcriser orsaka bankcris?	25
4.2.2 Konsekvenser av bankcris	27
4.3 FISKAL BAIL-OUT AV EU ELLER ÖVRIGA EMU-MEDLEMMAR	28
4.3.1 Fiskal bail-out av Europeiska unionen	29
4.3.2 Fiskal bail-out av enskilda medlemsstater	30
4.4 LÅN FRÅN IMF	31
5. FÖRHINDRANDE AV SKULDKRIS	33
5.1 KAN MARKNADEN FÖRHINDRA ATT SKULDKRIS UPPKOMMER?	33
5.2 KAN STABILITETSPAKTEN FÖRHINDRA ATT SKULDKRIS UPPKOMMER?	35
6. SAMMANFATTANDE DISKUSSION OCH SLUTSATSER	35
LITTERATURFÖRTECKNING	38

1. Inledning

I Maastrichtfördraget, som trädde i kraft 1993, fastslås bildandet av en monetär union i Europa, EMU. För att säkra den ekonomiska stabiliteten i unionen inrättades regler för medlemsländernas ekonomiska politik. Dessa regler preciseras i stabilitetspakten från 1997 som innehåller stränga bestämmelser gällande bl. a högsta tillåtna skuldkvot och budgetunderskott i relation till BNP. Tanken bakom en högsta tillåtna skuldkvot är att man vill undvika att ett land råkar in i en skuldcris. I en monetär union kan inte ett enskilt land betala sina skulder via sedelpressarna, vilket kan öka risken för att landet blir oförmöget att betala skulden. För att ytterligare avhålla länder från för hög skuldsättning stadgas i Maastrichtfördraget, i den så kallade no-bail-outregeln, att medlemsstaterna själva ansvarar för sina skulder och att ECB är förbjudet att köpa skuldförbindelser direkt från det utgivande landet och på så sätt monetärt finansiera skulden. Motivet till no-bail-outregeln är att en skuldcris som löses av ECB betalas av hela unionen i form av högre inflation i hela området och inte bara i det skuldsatta landet. Det stadgas även att varken EU eller medlemsländerna skall hjälpa ett skuldrabbat land att lösa sin skuldcris. Utan regeln skulle det kunna finnas incitament för medlemsländerna att bedriva ansvarslös finanspolitik, då en eventuell skuldcris betalas gemensamt i unionen. No-bail-out-regeln är till för att upphäva incitamenten för ansvarslös finanspolitik och att förhindra att ECB frångår sitt mål om prisstabilitet. Skulle det visa sig att ECB:s no-bail-out-utfästelse inte är trovärdig kan risken för ökad skuldsättning och en skuldcris dock finnas kvar trots regeln.

Syftet med uppsatsen är att undersöka huruvida no-bail-out-regeln är trovärdig och kan förväntas förhindra monetär finansiering vid en skuldcris.

För att analysera denna fråga går vi tillväga som följer. Inledningsvis förklaras de viktiga begreppen och bakgrunden till no-bail-out-regeln presenteras. Därefter tittar vi på hur no-bail-out-regeln står i relation till ECB:s mål. Till stor del används Maastrichtfördraget för att identifiera ECB:s mål och regler rörande no-bail-out. Med ECB:s mål som utgångspunkt formuleras en enkel modell för ECB:s agerande. Med modellen som bakgrund diskuterar vi om monetär finansiering är förenligt med ECB:s mål eller ej. Om det visar sig att monetär finansiering kan motiveras utifrån målen gör det regeln mindre trovärdig. En diskussion

rörande ECB:s oberoende följer varpå vi utreder huruvida ECB kan påverkas till monetär finansiering av andra skäl än sina mål.

Sedan övergår vi till att redogöra för de alternativa lösningar som står till buds vid en skuldskris. Vi diskuterar huruvida alternativen är troliga samt om de är möjliga att genomföra. Om vi finner att alternativen inte är troliga, i bemärkelsen att de medför alltför svåra konsekvenser eller är svåra att genomföra, tyder detta på att monetär finansiering trots sina konsekvenser är att föredra och att no-bail-out-regeln därför inte är trovärdig. Finner vi däremot en annan lösning på skuldskrisen som är ett rimligt alternativ till en monetär finansiering talar det för regelns trovärdighet. Uppsatsen avslutas med en sammanfattande diskussion och slutsatser där vi försöker besvara frågan om regeln är trovärdig samt förklarar varför.

2. No-bail-out-regeln – en bakgrund

Maastrichtfördragets kärna är en plan för införandet av en monetär union. Fördraget innehåller bl.a. flera bestämmelser som reglerar de offentliga finanserna hos blivande EMU-länder. Syftet är att värna om stabila statsfinanser inom EMU och lägga grunden för stabilitet och tillväxt i unionen. För att tillåtas inträde i den monetära unionen var länderna tvungna att uppfylla konvergenskriterier gällande prisstabilitet, långa räntor, växelkursstabilitet och offentliga finanser. Budgetunderskottet fick inte överstiga 3 procent av BNP, och den offentliga skulden skulle inte vara högre än 60 procent av BNP. Dessa regler, som syftar till finanspolitisk disciplin, gäller även efter inträdet i EMU. Trots stadgade regler beviljades elva länder medlemskap i unionen fastän bara tre – Luxemburg, Finland och Frankrike – uppfyllde samtliga konvergenskriterier. Övriga medlemsländer hade samtliga en offentlig skuld som översteg 60 procent av BNP. (Hix, 1999, s. 286)

Före bildandet av EMU hade länderna incitament att minska statsskuld och budgetunderskott – konvergenskriterierna sades ju vara nödvändiga att uppfylla för att få träda in i unionen. För att ge reglerna trovärdighet även efter ländernas inträde i EMU beslutade man att införa sanktioner i form av böter vid regelbrott. Man ville på detta sätt åstadkomma finanspolitisk disciplin och därigenom hålla statsskulderna på en så låg nivå att skuldskriser inte skulle uppkomma. Sanktionerna fungerar som ett komplement till no-bail-out-regeln.

2.1 Skuldkris

Vi definierar skuldkris som oförmåga att, i en given tidpunkt, betala löpande räntor och amorteringar på statsskulden. Det går inte att på förhand säga vid vilken nivå på statsskulden som situationen blir ohållbar. Exempelvis drabbades Mexico 1995 av en skuldkris trots att statsskulden endast motsvarade 50 procent av BNP (Sachs m.fl. 1996) Även om höga skulder medför kostnader och imperfektioner¹ är det inte i sig ett akut problem så länge man kan göra de löpande ränte- och amorteringsbetalningarna. Utan att gå in på varför stater ökar sina skulder², vilket ligger utanför uppsatsens ramar, kan ändå en kortfattad redogörelse för hur en skuldkris skulle kunna uppkomma vara på sin plats. Den omedelbara orsaken till skuldkriser är ofta ökade kostnader för upplåning eller, med andra ord, högre räntor på statsskulden. De högre räntorna beror i allmänhet på att marknaden kräver högre riskpremier. Detta kommer ofta av att man förväntar sig en devalvering och således säljer statspapper som man tror skall sjunka i värde i och med devalveringen.

I en valutaunion är inte devalvering möjlig av ett enskilt land, varför andra förklaringar till ökade riskpremier är orsaken till ränteökningar. Saknas devalveringsrisk kan riskpremierna öka kraftigt om finansmarknaden av någon anledning³ tror att staten står i begrepp att bli insolvent. Riskpremierna stiger då som en konsekvens av ökad risk för betalningsinställelse. När räntan stiger blir utgifterna för statsskulden högre. De ökade utgifterna kan då ge ytterligare försämrat förtroende och ännu högre räntor. Om staten har en betydande del av skulden i statspapper med kort löptid måste skulden omsättas till en så hög ränta att utgifterna för statsskuldförvaltningen skenar. För att det ska bli en skuldkris måste utgifterna till slut bli så höga att man inte längre klarar av att betala dem.

Konsekvenser av skuldkris kommer att behandlas i kapitel 4.2. Risk för skuldkris kommer att diskuteras ytligt i kapitel 5.

¹ Ökad räntekänslighet i statsfinanserna, reducerad effektivitet i penningpolitiken och ökade statliga utgifter genom att räntan stiger är kostnader för att ha höga statsskulder. (Eichengreen & Wyplosz, 1998, s. 76)

² Se Alesina & Perotti (1995) för en översiktlig genomgång över varför OECD-länder ackumulerat skulder under efterkrigstiden.

³ T. ex. kraftig lågkonjunktur, politisk instabilitet eller höga skuldnivåer.

2.2 Monetär finansiering

Så länge ett land har en egen valuta och landets regering kontrollerar landets centralbank kan staten alltid låna pengar i centralbanken för att finansiera räntebetalningar och amorteringar på statsskulden. I realiteten innebär detta att centralbanken trycker pengar för att köpa skuldebrev av staten. Att staten lånar pengar av centralbanken på detta sätt för att finansiera sina utgifter kallas för monetär finansiering eller finansiering via sedelpressarna. Risken för att betalningarna av statsskulden ska ställas in är mycket liten när man har tillgång till monetär finansiering. För det första eftersom regeringen via centralbanken har obegränsad tillgång till medel att betala statsskulden. Dessutom hålls efterfrågan på landets statspapper uppe vilket håller räntorna nere. För det andra leder monetär finansiering till ökad penningmängd och ökad inhemsk inflation. Den ökade penningmängden leder till att statsskulden minskar genom att realvärdet på skulder i inhemsk valuta urholkas. Denna utväg är normalt att föredra framför betalningsinställelse p.g.a. de skadliga följdverkningar en sådan medför (se avsnitt 4.2).

2.3 Förbudet mot monetär finansiering

I en valutaunion har man gemensam centralbank och penningpolitik. De enskilda länderna har således inte den kontroll över sina centralbanker som krävs för att förmå dessa till monetär finansiering vid en skuldskris, helt enkelt eftersom de nationella centralbankerna som tillhör ECB-systemet inte får ge ut sedlar på eget bevåg. Även en gemensam centralbank har dock möjlighet att monetärt finansiera ett enskilt lands statsskuld, men de negativa effekterna i form av hög inflation drabbar hela unionen, inte bara landet vars skuld finansieras. Det man fruktade i och med bildandet av EMU var att enskilda länder skulle överskuldsätta sig och låta andra länder delvis bära kostnaderna i form av högre inflation, om den gemensamma centralbanken monetärt finansierar landets skuld vid en eventuell skuldskris. För att undvika ett sådant scenario stiftades i Maastrichtfördragets artikel 104 en regel som förbjuder monetär finansiering.

”Det är förbjudet för ECB och även medlemsstaternas centralbanker (härefter kallade ’nationella centralbanker’) att ge gemenskapsinstitutioner eller gemenskapsorgan, nationella regeringar, regionala, lokala eller andra myndigheter eller andra organ eller företag inom den offentliga sektorn i medlemsstaterna rätt att övertrassera sina konton eller andra former av krediter, och detsamma gäller ECB:s och de nationella centralbankernas köp av skuldebrev direkt från dessa.”

Artikel 104 är alltså ett explicit förbud mot monetär finansiering. Denna regel har kommit att kallas för no-bail-out-regeln. Syftet med regeln är att säkerställa att ECB inte kommer att frångå sin princip om låg inflation genom inflationshöjande monetär finansiering, och att utgöra ett incitament för EMU-länderna att hålla skuldnivåerna låga och på så sätt minska risken för ohållbara skuldsituationer. Tanken är att länderna kommer att undvika alltför hög skuldsättning om det är helt säkert att centralbanken eller någon annan aktör inte kommer till undsättning när skulden blir ett allvarligt problem.

Med monetär finansiering avses här köp av skuldebrev direkt från medlemsländerna. Teoretiskt sett kan risk för skuldkris minska även om ECB köper ett lands skuldebrev på sekundärmarknaden. ECB är tillåtet att köpa skuldebrev på sekundärmarknaden, men detta är strikt reglerat (Vesterlund, 2001). Köpen får inte påverka räntebildningen och det finns gränser för hur stora inköpen får vara per månad. Köp på sekundärmarknaden är alltså reglerat på ett sådant sätt att en skuldkris inte kan förhindras därigenom. Man kan förvisso ifrågasätta även denna regels trovärdighet. ECB skulle kunna tänkas omfördela sitt innehav av europeiska statspapper och därigenom hålla efterfrågan på ett krisdrabbat lands statspapper uppe så att en skuldkris förhindras, utan att man ökar penningmängden. Vi kommer i uppsatsen inte att behandla ECB:s köp på sekundärmarknaden som en alternativ lösning på en skuldkris.

3. Monetär finansiering av ECB

Vid en skuldkris har ECB två olika handlingsalternativ. Antingen, i form av monetär finansiering, att bryta mot no-bail-out-regeln eller att hålla fast vid no-bail-out-regeln. Vi avser att först utreda hur de olika handlingsalternativen står i relation till ECB:s mål. För att kunna göra detta identifierar vi ECB:s huvudmål samt dess underordnade målvariabler. Vi

utformar sedan en enkel modell för ECB:s mål. Denna modell ligger till grund för analys av huruvida handlingsalternativen är förenliga med målfunktionen. Om bail-out skulle visa sig vara förenligt med målfunktionen försvagar detta no-bail-out-regelns trovärdighet. Visar sig däremot bail-out vara oförenlig med ECB:s mål stärker det trovärdigheten hos regeln. Sedan analyseras EU:s solidaritetsprincips betydelse för ECB. Kapitlet går vidare med att ECB:s oberoende diskuteras. Vi försöker här utröna om det finns risk för att ECB genom t. ex. politiska påtryckningar – oavsett dess officiellt fastställda mål – kan påverkas att genomföra en monetär finansiering vid en skuldkris. Kapitlet avslutas med en slutsats.

3.1 Är bail-out förenligt med ECB:s målfunktion?

3.1.1 ECB:s mål

I den europeiska monetära unionen har det Europeiska centralbankssystemet, ECBS, som består av ECB och de nationella centralbankerna, ansvaret för penningpolitiken. I Maastrichtfördraget artikel 105 specificeras vilka mål ECBS⁴ har att eftersträva.

”Huvudmålet för ECBS skall vara att upprätthålla prisstabilitet. Utan att prisstabilitetsmålet åsidosätts skall ECBS stödja den allmänna ekonomiska politiken inom gemenskapen i syfte att bidra till att förverkliga gemenskapens mål enligt artikel 2.”

Enligt artikel 2 har gemenskapen uppgiften att främja en

”...harmonisk och väl avvägd utveckling av näringslivet inom gemenskapen som helhet, en hållbar och icke-inflatorisk tillväxt som tar hänsyn till miljön, en hög grad av ekonomisk konvergens, en hög nivå i fråga om sysselsättning och socialt skydd, en höjning av levnadsstandarden och livskvaliteten samt ekonomisk och social sammanhållning och solidaritet mellan medlemsstaterna.”

Vidare anges i artikel 105 att en av ECBS grundläggande uppgifter ska vara att

”... medverka till att betalningssystemet fungerar väl.”

⁴ Vi kommer i fortsättningen att använda ECB och ECBS synonymt.

Med betalningssystem avses banker och andra finansiella institutioner i euroområdet. Det råder inget tvivel om att prisstabilitet är det huvudsakliga målet, men i uppsatsens analys kommer vi att granska betydelsen av att Maastrichtfördraget ålägger ECB att även verka för ett väl fungerande betalningssystem.

Betalningssystemet kan förväntas fungera väl så länge bankerna är solventa. Solvensen beror i sin på om bankerna har likviditet nog att betala sina skulder. Vi kommer endast att behandla de fall där insolvens hos bankerna beror på betalningsinställelse av en medlemsstat i EMU. Detta bygger på det rimliga antagandet att bankerna i medlemsstaterna har väsentliga delar av sina tillgångar bestående av medlemsstaternas statsskulder. Om bankernas tillgångar, i form av statspapper, förlorar sitt värde p.g.a. att ett land ställer in betalningarna innebär det givetvis en förlust för banken och en risk för insolvens och bristande likviditet hos densamma när den inte får betalt för sina fordringar. Därtill kommer också en risk för att allmänheten tar ut sina pengar från banken om den ser att bankens solvens hotas vilket förvärrar insolvensproblemen ytterligare. Om dessutom bankerna har betydande skulder hos varandra finns risk för en dominoeffekt som hotar hela betalningssystemet. Detta behandlas vidare i avsnitt 4.2 om bankkriser.

Vad som exakt avses med prisstabilitet framgår inte av Maastrichtfördraget utan detta skall beslutas av ECB. ECB har definierat sitt prisstabilitetsmål som att inflationen inte skall överstiga 2 procent på medellång sikt. Centralbankschefen Duisenberg har uttryckt att formuleringen *överstiger* utesluter att deflation är förenligt med målet och visar att man har ett mål på mellan 1 och 2 procents prisökningstakt per år, mätt som årlig ökning av HICP⁵ (Svensson, 1999, s. 94). Svensson (1999, s.93) menar att detta kan tolkas som ett inflationsmål om 1 procent per år med ett toleransintervall på ± 1 procent.

Man har också ett pennigmängdsmål om penningmängdstillväxt på 4,5 procent per år. Detta menar Svensson (1999) indikerar en målinflation om 1,5 procent⁶. Det finns således motstridiga uppgifter om ECB:s inflationsmål. Då vår kvalitativa analys inte påverkas av

⁵ Harmonized Index of Consumer Prices

⁶ Framräknat genom antagandet att trendtillväxten i real BNP är 2-2,5 procent per år, omloppshastigheten på pengar antas trendmässigt minska 0,5-1 procent per år. Om man adderar de två intervallen får man 3 procent. För att detta ska vara konsistent med penningmängdsökning på 4,5 procent per år måste inflationsmålet vara 1,5 procent per år.

oklarheten beträffande inflationsmålet lämnas denna därefter även om det vid en kvantitativ analys torde få viss betydelse för slutsatsen.

Att inflationsmålet ska nås på medellång sikt verkar rimligt med tanke på att penningpolitiken verkar med tidseftersläpning varför kortsiktiga prisfluktuationer blir svåra att kontrollera (Svensson, 1997, s. 1112). Detta tyder på att ECB skulle kunna välja att göra kortsiktiga avsteg från inflationsmålet till förmån för sysselsättningsstabilisering vid exempelvis utbudsschocker⁷. Svensson (1999, s. 96) finner också att målhorisonten kan tolkas som att ECB lägger viss vikt vid den reala ekonomin. Att ECB skulle kunna tänkas ta hänsyn till den reala ekonomin stöds också av det faktum att ECB är ålagd att verka för gemenskapens sysselsättningsmål enligt artikel 2 i Maastrichtfördraget.

Vid en första anblick kan en bail-out i form av monetär finansiering från ECB vid skuld kris tyckas vara oförenligt med ECB:s huvudmål om prisstabilitet. Detta eftersom monetär finansiering leder till högre inflation, som nämnts ovan. Von Hagen (1997, s. 21) hävdar dock att det faktum att ECB även har att medverka till att främja ett väl fungerande betalningssystem mycket väl kan leda till att ECB frångår principen om no-bail-out om en skuld kris hotar att medföra allvarliga konsekvenser i form av att en betydande del av banksystemet går under. Är bail-out oförenligt med ECB:s målfunktion när hänsyn tas även till de underordnade målen, såsom betalningssystemets stabilitet? Kommer uppgiften att verka för betalningssystemets stabilitet att inverka på ECB:s agerande vid en skuld kris? I nästa stycke formuleras en enkel modell för ECB:s mål för att därpå med modellen som bakgrund diskutera ECB:s handlingsalternativ och följder vid en skuld kris i EMU-området.

3.1.2 En enkel modell för ECB:s mål

Som vi tidigare sett har alltså ECB ett överordnat mål om prisstabilitet. Utan att åsidosätta detta mål skall ECB enligt Maastrichtfördraget även ta hänsyn till EU:s övergripande ekonomiska mål om hög sysselsättning, ekonomisk konvergens och höjning av levnadsstandarden samt verka för ett säkert betalningssystem i unionen. Vi definierar ett säkert betalningssystem som att det finns minimal risk för sammanbrott i betalningssystemet. Detta antar vi i sin tur beror på förekomsten av skuld kris som beror positivt på de reala

⁷ Vid t ex en oljeprishöjning, som ökar både inflationen och arbetslösheten, skulle en räntehöjning för att få ner inflationen förvärja sysselsättningssituationen ytterligare.

statsskulderna och negativt på om ECB monetärt finansierar skulder. Detta eftersom betalningsinställelse hos ett land dels är mer sannolik ju högre skulden är och dels kan få värre effekter ju större del av skulden som finns i betalningssystemet. Det är därför trivialt att desto högre statsskulder bankerna håller desto större risk för sammanbrott i betalningssystemet om ett land ställer in betalningarna, allt annat lika. Ju större lån ECB ger det skuldkrishotade landet genom monetär finansiering, desto mindre risk för sammanbrott i betalningssystemet.

Om vi gör förenklingen att de realekonomiska målen sammanfattas som ett mål om full sysselsättning kan man således identifiera tre målvariabler som ECB skall ta hänsyn till: inflation, sysselsättning och real skuld i betalningssystemet⁸. Vi anser att Maastrichtfördraget artikel 105 och det sätt som ECB preciserat sina mål⁹ motiverar att man, trots prisstabilitetsmålet, även bör ta med sysselsättningen och betalningssystemet vid en formalisering av ECB:s mål.

När vi formaliserar ECB:s preferenser tar vi i likhet med Svensson (1999) och Barro & Gordon (1983) inflationen som en målvariabel. Till skillnad från Svensson använder vi, i likhet med Barro & Gordon och för enkelhets skull, arbetslöshet som den realekonomiska variabeln med den ytterligare förenklingen att arbetslöshet och sysselsättning har ett utbytesförhållande ett till ett, d.v.s. ett arbetslöshetsmål som ett implicit sysselsättningsmål. Vi utökar även modellen med en variabel som uttrycker de reala statsskulderna i betalningssystemet. Detta tjänar som ett förenklat mått på hur säkert betalningssystemet är vid en skuldcrisis. ECB antas ha målpunkter för inflation och arbetslöshet och avvikelser från dessa anses försämra ECB:s nytta. Vidare antas målpunkten för reala statsskulder i betalningssystemet vara noll. ECB:s mål blir därför att minimera avvikelserna från målpunkterna. Av detta kan man formulera ECB:s förlustfunktion enligt:

$$L = \frac{1}{2}(\pi - \pi^*)^2 + \frac{1}{2}\alpha_\mu (\mu - \mu^*)^2 + \alpha_\gamma \gamma \quad (1)$$

Där π är inflation, μ är arbetslöshet och γ är reala statsskulder i betalningssystemet. Vidare är π^* , μ^* är de optimala värdena på inflation och arbetslöshet och α_μ , α_γ är vikter på variablerna

⁸ Med detta menas skulder som hålles av andra banker än ECB.

⁹ Inflationsmål på 0-2 procent på medellång sikt.

d.v.s. speglar vilken betydelse ECB fäster vid arbetslöshet och betalningssystemet.¹⁰ Eftersom samtliga variabler i ekvation 1 förutsätts minska ECB:s nytta antas α_μ och α_γ tills vidare vara större än noll. Vad gäller de optimala värdena antas μ^* vara unionens arbetslöshetsmål och π^* är ECB:s inflationsmål. μ^* och π^* antas vara strikt större än noll.

Inflationen antas för enkelhets skull vara en linjär funktion av penningmängdsökningen,

$$\pi = m\delta^{-1} \quad (2)$$

eller $m = \delta\pi \quad (3)$

Arbetslösheten antas vara en funktion av naturlig arbetslöshet och överraskande inflation på kort sikt. Detta fångas i en utbudsfunktion som är identisk med Barro & Gordon (1983), där arbetslöshet bestäms av naturlig arbetslöshet och oväntad inflation,

$$\mu = \mu^n - \beta(\pi - \pi^e), \quad (4)$$

där μ är arbetslöshet, μ^n är naturlig arbetslöshet och $(\pi - \pi^e)$ är överraskande inflation, d.v.s. avvikelse från förväntad inflation. β är en konstant som bestämmer philipskurvans lutning.

Real skuld i betalningssystemet approximeras som den totala statsskulden justerat approximativt för prisnivåförändringar för att få uttrycket i reala termer samt minskat med det värde ECB monetärt finansierar.

$$\gamma = B(1 - \pi) - \lambda m \quad (5)$$

B är nominell statsskuld. $B(1 - \pi)$ är en approximation på real statsskuld. λm är monetär finansiering, som antas vara en linjär funktion av penningmängdsökning. Här ser vi att ECB kan minska γ genom två kanaler: dels genom att skulden inflateras ner, d.v.s. det reala värdet på skulderna minskar när inflationen stiger och dels genom monetär finansiering då ECB köper statspapper direkt från länderna. Landet kan då med lånen från ECB betala av en del av

¹⁰ Ett högre värde på en vikt än en annan skall inte tolkas som att det ena målet skulle vara mer betydelsefullt. Detta eftersom målvariablerna mäts i olika skalor. Förändringar i vikterna kan däremot tolkas som förändringar i

skulden till affärsbankerna, och risken för sammanbrott i betalningssystemet minskar. Vi antar att $\pi < 1$ och att $B(1-\pi) \geq \lambda m$.¹¹

Om vi substituerar ekvation 3, 4 och 5 i ekvation 1 får vi

$$L = \frac{1}{2} [(\pi - \pi^*)^2 + \alpha_\mu [\mu^n - \beta(\pi - \pi^e) - \mu^*]^2] + \alpha_\gamma [B(1-\pi) - \lambda\delta\pi]. \quad (7)$$

Målet för ECB blir att minimera ekvation 7. Vi gör härvid det förenklade antagandet att ECB kan välja inflationsnivån π ,¹² vilket påverkar även övriga variabler. ECB väljer då π så att ekvation 7 minimeras.

3.1.3 Hur påverkar betalningssystemet ECB:s val av inflationsnivå?

Om vi återigen tar ekvation 7, som ECB skall minimera genom att välja π .

$$L = \frac{1}{2} [(\pi - \pi^*)^2 + \alpha_\mu [\mu^n - \beta(\pi - \pi^e) - \mu^*]^2] + \alpha_\gamma [B(1-\pi) - \lambda\delta\pi].$$

Genom att derivera (7) m.a.p. π erhålls första ordningens villkor

$$(\pi - \pi^*) - \beta\alpha_\mu [\mu^n - \beta(\pi - \pi^e) - \mu^*] - \alpha_\gamma(B + \lambda\delta) = 0. \quad (8)$$

Om vi löser ut π erhålls

$$\pi = \pi^* + \frac{\alpha_\mu\beta}{1 + \alpha_\mu\beta^2} (\mu^n - \mu^*) + \frac{\alpha_\mu\beta^2}{1 + \alpha_\mu\beta^2} (\pi^e - \pi^*) + \frac{\alpha_\gamma}{1 + \alpha_\mu\beta^2} (B + \lambda\delta). \quad (9)$$

Om vi studerar ekvation 9 kan vi dra slutsatser om vilken inverkan γ har på ECB:s val av π .

den relativa betydelse ECB anser att de olika variablerna har.

¹¹ Vi inser att detta är en grov approximation. Då de kvalitativa slutsatserna inte torde påverkas nöjer vi oss emellertid med denna förenkling emedan modellen ej lämpar sig för kvantitativ analys.

¹² Det egentliga antagandet är att ECB kontrollerar penningmängden. Då $m = \delta\pi$ blir resultatet att ECB även kontrollerar inflationen

Om vi sätter $\alpha_\gamma=0$, vilket motsvarar att ECB inte tar hänsyn till betalningssystemets stabilitet, och återigen, på samma sätt som tidigare, härleder ECB:s optimala val av inflation erhålls

$$\pi_{\alpha_\gamma=0} = \pi^* + \frac{\alpha_\mu\beta}{1 + \alpha_\mu\beta^2} (\mu^n - \mu^*) + \frac{\alpha_\mu\beta^2}{1 + \alpha_\mu\beta^2} (\pi^e - \pi^*). \quad (10)$$

Skillnaden i inflation som ECB väljer är differensen mellan ekvation 9 och ekvation 10. Skillnaden utgörs av sista termen i ekvation 9 alltså

$$\frac{\alpha_\gamma}{1 + \alpha_\mu\beta^2} (B + \lambda\delta). \quad (11)$$

Ekvation 11 är entydigt positiv enligt våra specifikationer då B antas vara större än noll. Detta implicerar att ECB väljer en högre inflation om hänsyn skall tas till betalningssystemet än om motsatsen gäller. Ekvation 11 är växande i B och i α_γ vilket innebär att om skulderna ökar eller vikten ECB fäster vid betalningssystemet stiger så motiverar det en högre inflation, vilket även skulle kunna motivera monetär finansiering.

3.1.4 Vad gör ECB om en skuldskris riskerar leda till ett sammanbrott i betalningssystemet?

Här analyserar vi ECB:s handlingsalternativ vid en skuldskris som om hänsyn tas bara till målen och inte till förbudet mot monetär finansiering. Detta gör vi genom att anta att ECB väljer det bästa alternativet enligt sin målfunktion, d.v.s. det alternativ som minimerar L, oavsett om det innebär monetär finansiering eller ej. På så sätt möjliggörs en diskussion om handlingsalternativens följder för ECB:s mål. Vi kommer med vår enkla modell som utgångspunkt att resonera om vilket alternativ ECB föredrar.

Antag att finansmarknaden tror att ett EMU-land löper ökad risk att ställa in betalningarna. Antag vidare att landet har stor del av sin statsskuld utställd med korta löptider. När landet måste omsätta sin skuld är efterfrågan på landets statspapper lägre d.v.s. det måste betala högre ränta på sin statsskuld. När räntan stiger ökar utgifterna för landets statsskuldsförvaltning och därmed budgetunderskottet. Därmed ökar risken för att landet ställer in betalningarna vilket ger ytterligare försämrat förtroende hos finansmarknaden och

ännu högre ränta. Den skenande räntan gör att skulderna ökar¹³ och landet får svårigheter att betala räntor och amorteringar på statskulden och hamnar i en skuldkris. En betydande del av landets statspapper hålls av banker i EMU-medlemsstater. Om landet ställer in betalningarna blir alltså stora delar av bankernas tillgångar värdelösa. Detta kan leda till stora problem för bankerna och skulle kunna utmynna i en bankkris i euroområdet.

När skulderna ökar så ökar B . Om vi återigen ser till ekvation 9 implicerar detta att ECB skall välja en högre inflation. I detta avseende är det liktydigt med att monetär finansiering kan motiveras utifrån ECB:s mål. Hur mycket högre inflation ECB ska välja, med andra ord hur stor del av landets skuld som ECB kan monetärt finansiera inom ramen för sina mål, beror på parametrarna i modellen samt hur stor B blir. Hur ECB, om man enbart ser till förlustfunktionen, skall ställa sig till den trade-off som finns mellan inflation och risken för sammanbrott i betalningssystemet beror alltså till stor del av vilken vikt man sätter på de olika variablerna.

För att bestämma parametrarnas storlek kan man använda olika utgångspunkter. En känd modell inom området är Rogoffs (1985) konservativa centralbankschef. Tanken är att man har en centralbankschef vars inflationsaversion överstiger samhällets. Om man tillsätter en ultrakonservativ centralbankschef som endast bryr sig om inflationen motsvaras det i vår modell av att α_μ , och α_γ båda antar värdet 0. Tillämpar man detta på första ordningens villkor i ekvation 8 är det lätt att se att första ordningens villkor är uppfyllt endast när $\pi=\pi^*$. Detta innebär att monetär finansiering är uteslutet.

En annan variant, som vi i detta fall anser vara mer rimlig, inbegriper att fler variabler beaktas. Svensson (1999) gör på detta sätt men har förvisso inte med en variabel för betalningssystemet i sin modell, men hävdar dock att ECB:s medelfristiga inflationsmål implicerar att vissa realekonomiska hänsyn tas vilket tar sig uttrycket att $\alpha_\mu > 0$. Denna specifikation är ekvivalent med π i ekvation 10.

Vi delar Svenssons uppfattning och anser att den stöds ytterligare av Maastrichtfördraget artikel 105 i kombination med artikel 2. Vi menar också att den explicita formuleringen (artikel 105) om betalningssystemet tyder på att även α_γ bör vara större än noll. Med

¹³ När räntan stiger ökar statsutgifterna varför skulden också stiger, allt annat lika.

utgångspunkt från att α_μ och $\alpha_\gamma > 0$ håller implikationen att ECB bör tillåta en högre inflation än π^* samt högre än i ekvation 10.

Sammanfattningsvis anser vi att modellen implicerar att ECB mycket väl skulle kunna tillgripa monetär finansiering av ett lands skuld om risk för sammanbrott i betalningssystemet inträder. Slutsatsen bygger på att ECB förutom det överordnade målet om prisstabilitet har att ta hänsyn till målen om stabil realekonomisk utveckling och ett säkert betalningssystem enligt Maastrichtfördraget. Detta gäller dock under förutsättningen, vilken hela modellen bygger på, att ECB endast tar hänsyn till sina mål som den ges i Maastrichtfördraget och att ingen hänsyn tas till förekomsten av no-bail-out-regeln när ECB fattar beslut om inflationsnivån.

3.2 Åberopande av solidaritetsprincipen – att göra monetär finansiering legitimt?

Det finns dessutom ytterligare anledning att tro att ECB möjligtvis skulle kunna monetärt finansiera skuldkriser i EMU, alldeles oavsett påtryckningar från utomstående. Detta bygger på EU:s princip om solidaritet och stärkande av den ekonomiska och sociala sammanhållningen mellan medlemsländerna som återfinns i artikel A i EU:s fördrag. Eichengreen & von Hagen (1996, s. 5) menar att just sådan EU-solidaritet mycket väl kan legitimera monetär finansiering. Att låta ett land genomgå en skuldkris skulle kunna betraktas som ett brott mot ovanstående principer menar Eichengreen & von Hagen.

Man kan tänka sig följande scenario: ett stort EMU-land råkar in i en skuldkris med risk för bankkras i en stor del av Europa som följd. Flera andra EMU-länder vädjar till ECB att monetärt finansiera skulden. ECB betraktar hotet om ett sammanbrott i betalningssystemet som ett större ont än den högre inflation som monetär finansiering skulle medföra, men vill inte förlora trovärdighet genom att bryta mot regeln om no-bail-out. Man kan i denna situation tänka sig att ECB ändå genomför en monetär finansiering, och säger sig göra det i solidaritetens och konvergensens namn för att på så sätt rättfärdiga sitt agerande.

3.3 ECB:s oberoende – politiska påtryckningar för monetär finansiering?

På senare tid har vikten av centralbankens oberoende för att kunna genomföra trovärdig låginflationspolitik alltmer framhållits¹⁴. Att delegera penningpolitiken till en oberoende centralbank med ett prisstabilitetsmål antas på detta sätt kunna förhindra att alltför kortsiktiga hänsyn tas i penningpolitiken. Hur står det då till med ECB:s oberoende? Det visar sig att det finns faktorer som talar både för och emot att ECB skall betraktas som oberoende. Om ECB skulle visa sig vara icke-oberoende av exempelvis nationella särintressen talar det för att det inte kan uteslutas att påtryckningar om monetär finansiering kan bli framgångsrika och alltså emot no-bail-out-regelns trovärdighet. Vi ser tre vägar för politiska påtryckningar.

För det första finns en inneboende inkonsistens i Maastrichtfördraget med avseende på penning- och valutapolitiken. I artikel 107 stadgas att

”...varken ECB eller en nationell centralbank eller medlemmarna av deras beslutande organ [skall] begära eller ta emot instruktioner från gemenskapsinstitutioner eller gemenskapsorgan, från medlemsstaternas regeringar eller från något annat organ. Gemenskapsinstitutionerna, gemenskapsorganen och medlemsstaternas regeringar förpliktar sig att respektera denna princip och att inte söka påverka medlemmarna av ECB:s eller de nationella centralbankernas beslutande organ vid fullgörandet av deras uppgifter.”

Dessutom tillsätts direktionen på långa mandatperioder (8 år) och kan endast avsättas av EG-domstolen. Detta tyder på hög grad av oberoende från de politiska institutionerna i EMU. I artikel 109 hittar man emellertid en motsättning mot detta:

” .. får rådet¹⁵ genom beslut med kvalificerad majoritetutarbета allmänna riktlinjer för valutapolitiken”

Då valutapolitiken och penningpolitiken är mycket intimt förknippade, de facto två sidor av samma mynt, innebär detta att Ekofinrådet i praktiken kan styra penningpolitiken och att ECB i detta avseende inte är helt oberoende. Detta eftersom ett givet växelkursmål kräver en viss

¹⁴ Se Persson (1990) eller Romer (1996) kap 9 för en översiktlig genomgång av tidsinkonsistensproblemet, vilket detta handlar om.

¹⁵ Med rådet avses Ekofinrådet som består av medlemsstaternas finansministrar.

penningpolitik. Implikationen för no-bail-out-regeln skulle kunna vara att Ekofinrådet i händelse av skuldskris har möjlighet att styra valutapolitikens riktlinjer så att en högre inflation krävs för att följa dessa riktlinjer. Då skulle monetär finansiering från ECB:s sida möjliggöras inom penningpolitikens ramar. Om ECB därmed åläggs ett högre implicit inflationsmål har man större möjlighet att monetärt finansiera skulder utan att göra avkall på det nya målet.

För det andra har de nationella centralbankscheferna i EMU formellt inflytande över penningpolitiken. Förvisso finns ett argument för att ECB skulle åtnjuta en hög grad av oberoende eftersom man genom att vara en icke-nationell institution kan avhålla sig från nationella hänsynstaganden. ECB skall emellertid, enligt artikel 109 i fördraget, styras av ECB-rådet som utgörs av en direktion bestående av sex ledamöter samt cheferna för medlemsstaternas nationella centralbanker. Att härvid dra några slutsatser om de nationella representanternas möjlighet att påverka penningpolitiken efter deras respektive lands intressen vore förmätet. Man kan dock spekulera i att sådana intressen kan få viss betydelse i en krissituation. Ett exempel på detta skulle kunna vara att länderna A, B och C har starkt integrerade finansiella sektorer. Om t.ex. land A hamnar i skuldskris som hotar dess banker kan land B och C se en ökad risk för sina respektive banksystem. Om man antar att medlemsländernas centralbanker vurmar extra mycket för sitt eget betalningssystem skulle detta kunna få centralbankscheferna för land B och C att, gemensamt med land A:s centralbankschef, i ECB-rådet utöva starka påtryckningar för att ECB skall lätta på penningpolitiken och monetärt finansiera land A:s skuld.

Ett tredje sätt påtryckningar kan utövas på ECB är att politiker, även om de inte har någon formell makt över ECB, kan skapa ett starkt politiskt tryck på ECB. Exempelvis skulle EU:s ledande politiker kunna vädja direkt till ECB om hjälp till ett krisdrabbat land. Visserligen borde no-bail-out-regeln signalera till krisdrabbade länder att monetär finansiering av ECB är uteslutet, men det är ändå inte osannolikt att politiker i landet ändå gör ett försök att få ECB att komma till undsättning. Att politikerna i det drabbade landet även vänder sig till andra medlemsländer inom EU för påtryckningshjälp är också något som kan ses som troligt i en sådan situation. Att försöka få ECB att monetärt finansiera skulden istället för att låta andra länder direkt ta över betalningsansvaret för skulden är en mer förtäckt metod och därmed väntas möta mindre politiskt motstånd, varför den skulle vara att föredra (SOU 1996:158, s. 168). Huruvida ECB då lyckas stå emot trycket eller ej kan vi givetvis inte dra några säkra slutsatser om, men att ECB i en skuldskrisituation kommer att utsättas för tryck utifrån kan

inte uteslutas. Att Maastrichtfördraget stadgar att länder ej får försöka påverka ECB är inte en garanti för att så inte kommer att ske. Senast i april detta år har politiker, bl.a. den spanske premiärministern, givit öppna penningpolitiska råd till ECB (Lundin, 2001).

Vi har ovan visat att det finns åtminstone tre kanaler genom vilka särintressen möjligtvis kan verka på ECB: Ekofinrådet genom att utfärda riktlinjer för valutapolitiken, nationella intressen i ECB-rådet och politikernas direkta påverkan. Det är svårt att bedöma sannolikheten för sådana påtryckningars genomslag, också är det svårt att säga i vilken mån dessa påverkansvägar hotar ECB:s oberoende. Det första exemplet där Ekofinrådet genom att utfärda riktlinjer för valutapolitiken kan styra penningpolitiken tycks utgöra det största hotet mot ECB:s oberoende. Detta eftersom det är stadgat i fördragstext att Ekofinrådet har rätt att agera så att de snarare än ECB styr penningpolitiken. Att vi visat att det finns faktorer som tyder på att ECB inte är helt oberoende implicerar att ECB kan påverkas att ändra sin penningpolitik. Eftersom en skuldskris kan medföra mycket svåra konsekvenser kan påtryckningarna mot ECB i en sådan händelse bli starka. Risk finns att ECB inte är oberoende nog, utan faller till föga för påtryckningarna och går med på en monetär finansiering. Detta gör no-bail-out-regeln mindre trovärdig.

3.4 Slutsats om monetär finansiering

Sammanfattningsvis kan man säga att det faktum att ECB inte har ett strikt inflationsmål medger att man tillåter högre inflation under vissa omständigheter. Här spelar det underordnade målet om betalningssystemet en nyckelroll: om en skuldskris hotar betalningssystemet skall ECB enligt vår modell öka inflationstakten. Även om en högre inflation givetvis inte per automatik innebär monetär finansiering är likväl högre inflation den huvudsakliga kostnaden för monetär finansiering. Att målen kräver högre inflation i ett givet tillfälle skulle därför kunna legitimera monetär finansiering vid denna tidpunkt. Man kan härvidlag säga att betalningssystemsmålet står i konflikt med förbudet mot monetär finansiering. Här kan också påpekas det förmodligen inte helt obetydliga faktum att EU skall vara ett projekt för solidaritet mellan medlemsländerna. Möjligheten att hänvisa till principen om solidaritet för att rättfärdiga monetär finansiering gör att no-bail-out-regelns trovärdighet i viss mån kan ifrågasättas ytterligare. Vidare anser vi att det finns skäl att tro att ECB inte är helt oberoende från påtryckningar utifrån. I synnerhet tyder den dubiösa formuleringen om att

Ekofinrådet skall kontrollera valutapolitiken på att oberoendet knappast är fullständigt. Att ett ECB som kan påverkas utifrån kan få svårigheter att motstå även påtryckningar om bail-out kan inte uteslutas.

Vår hittills viktigaste slutsats är att ECB:s underordnade mål om betalningssystemets stabilitet implicerar att ECB har intresse av att förhindra att en skuld kris utmynnar i ett sammanbrott i betalningssystemet. Det finns även andra faktorer som pekar på att ECB kan gå mot att tillåta sig monetär finansiering. Detta betyder på intet sätt att ECB definitivt kommer att monetärt finansiera, men däremot tyder det på att trovärdigheten för no-bail-out-regeln kan ifrågasättas. Sannolikheten för att ECB bryter mot no-bail-out-regeln vid en skuld kris måste dock bero på om det finns något annat alternativ som skulle utgöra en bättre lösning på problemet.

4. Alternativ till monetär finansiering vid en skuld kris

För att bedöma hur troligt det är att ECB bryter mot no-bail-out-regeln måste man granska och utvärdera de alternativ som står till buds. Vilka är då alternativen om ECB väljer att hålla fast vid regeln och vägra monetär finansiering? Alternativen vi tror kan komma ifråga är

- Åtstramande finanspolitik
- Statskonkurs med efterföljande bankkris
- Fiskal bail-out av EU eller övriga medlemsländer
- Lån från IMF

Åtstramande finanspolitik innebär att man minskar statsutgifterna och/eller höjer skatterna för att få ordning på statsfinanserna. Om åtstramningen misslyckas eller om den överhuvudtaget inte genomförs finns risk för statsbankrutt med risken att bankkris utbryter. För att undvika statsbankrutt återstår för andra aktörer, såsom de andra medlemsländerna eller någon annan aktör, exempelvis IMF, att lösa krisen genom att ge nya lån eller helt enkelt tills vidare ta över betalningsansvaret för skulderna. Om ovan listade alternativ i vår analys visar sig vara genomförbara, tillräckliga för att upphäva en skuld kris och bättre än monetär finansiering ökar det trovärdigheten hos no-bail-out-regeln och vice versa.

4.1 Åtstramande finanspolitik

Den mest intuitiva lösningen på en skuldskris är att det skuldsatta landet på egen hand försöker komma tillrätta med problemen genom att strama åt sin finanspolitik med skatthöjningar och/eller utgiftsminskningar. Eftersom alla medlemsländer i EMU själva har beskattningsrätt i sina respektive länder¹⁶ och därför kan öka statens inkomster förväntas det, enligt Eichengreen & von Hagen (1995), att länderna själva ska lösa skuldskrisproblemen med åtstramande finanspolitik. Syftet med en åtstramande finanspolitik är att man ska balansera statens inkomster och utgifter och finansiera statens åtaganden via skatter och avgifter i så stor utsträckning som möjligt i stället för genom upplåning. Man skall förhindra att öka sin skuldbörda ytterligare och även bereda ekonomisk möjlighet att betala räntor och amorteringar på statsskulden för att undvika betalningsinställelse. På detta sätt ska statsskulden sjunka, vilket minskar risken för skuldskris.

Att få de önskvärda effekterna av en finanspolitisk åtstramning kan emellertid vara förknippat med vissa komplikationer. Enligt keynesiansk teori får skatthöjningar och utgiftsminskningar negativa konsekvenser i form av högre arbetslöshet. De positiva effekterna på statsbudgeten kan också komma att bli begränsade p.g.a. automatiska stabilisatorer. Om man skär i statsutgifterna så att sysselsättningen minskar i den offentliga sektorn kommer en del av dessa utgiftsminskningar tillbaka som ökade utgifter för arbetslöshetsersättning, socialbidrag etc. Effekterna på statsskulden kan således bli mindre än önskvärt av två skäl: för det första kan BNP komma att sjunka, vilket minskar inkomsterna och möjligheterna att betala räntor och amorteringar, och för det andra verkar de automatiska stabilisatorerna utgiftshöjande vilket gör att skulden inte minskar så mycket. (Giavazzi & Pagano, 1996) Om det keynesianska synsättet gäller skulle alltså finanspolitiska åtstramningar vara förknippade med negativa effekter. Detta skulle kunna innebära att dylika åtgärder för att komma till rätta med skuldskriser inte anses som ett bra alternativ.

Alesina & Perotti (1996) och Giavazzi & Pagano (1996) ifrågasätter dock detta och har kommit fram till att resultatet av en åtstramning beror dels på storleken och uthålligheten i åtstramningen dels på vilken typ av åtstramning man tillämpar. Alesina & Perotti menar att politiker inte skall frukta att recession inträder vid finanspolitisk åtstramning under

förutsättning att den genomförs på ett givet sätt. De pekar härvidlag (s.122ff) på att åtstramningen skall ske på utgiftssidan. För att åtstramningen ska bli lyckad bör man skära i transfereringar och offentliga löner¹⁷ och undvika skattehöjningar. Misslyckade åtstramningar karaktäriseras enligt Alesina & Perotti av neddragningar i offentlig investering i kombination med skattehöjningar.

Både Alesina & Perotti (1996) och Giavazzi & Pagano (1996) pekar på att om åtstramningar i finanspolitiken görs på utgiftssidan i allmänhet och genom neddragningar i offentliga löner och transfereringar i synnerhet kan det, tvärtom det keynesianska synsättet, få expansiva effekter. Giavazzi & Pagano (s.79f) visar att en betydande¹⁸ och uthållig åtstramning på utgiftssidan kan övertyga hushållen att skattetrycket kommer att bli permanent lägre och således höja den permanenta inkomsten¹⁹ och därigenom konsumtionen. Den positiva effekt konsumtionsökningen skulle ge på BNP menar man skulle kunna överväga den negativa effekten av neddragningarna i de offentliga utgifterna. Alesina & Perotti (s.116) drar samma slutsats men fokuserar på att en trovärdighetseffekt på räntan kan uppkomma och leda till sänkta riskpremier för att man tror att risken för betalningsinställelse minskat. En ökning av det offentliga sparandet ger lägre räntor vilket också kan ge högre privata investeringar genom en crowding-in-effekt. Alesina & Perotti (1996b) konstaterar dock att många åtstramningar kompletterats med devalveringar. Någon devalveringsmöjlighet finns inte för enskilda medlemsländer i EMU, men Alesina & Perotti menar att devalveringar inte är huvudorsaken till att åtstramningarna blivit framgångsrika. Det skulle även kunna bli positiva effekter på kostnaden för statskuldsförvaltning genom att risken för betalningsinställelse, och därigenom riskpremien på statsobligationer, minskar (Giavazzi & Pagano, 1996, s. 71).

Även fenomenet skattekonkurrens talar för att en åtstramning bör ske på utgiftssidan. McKinnon (1997) menar att skattekonkurrensen kan väntas öka i EMU och att detta stärker argumentet för utgiftsneddragningar istället för skattehöjningar. Med ökad rörlighet för kapital, varor och arbetskraft kan dessa flytta om ett land genomför kraftiga skattehöjningar, vilket kan leda till att skatteintäkterna för staten sjunker istället för stiger.

¹⁶ Om EU istället hade haft beskattningsrätt och inte medlemsländerna skulle en åtstramning m.a.p. statsinkomsterna vara omöjlig från det enskilda landets sida.

¹⁷ Vi förutsätter att neddragningar i offentliga löner avser friställande av offentligt anställda då nominella lönesänkningar normalt anses mycket svåra att genomföra.

¹⁸ Med betydande avses här en åtstramning om minst 5 procent av potentiell BNP, se Giavazzi & Pagano s.75.

Giavazzi & Pagano (1996) pekar som nämnts ovan på att en åtstramning måste vara betydande för att få expansiva effekter. För ett land där skuldkris hotar är det förmodligen nödvändigt att åtstramningen är betydande även för att kunna undvika betalningsinställelse. Dessutom bör, enligt Alesina & Perotti (1996), som ovan nämnts åtstramningen ske genom nedskärningar i transfereringssystemet och offentliga löner för att bli lyckad. För att kunna strama åt finanspolitiken måste i allmänhet ett politiskt beslut fattas. Att dra ner de offentliga utgifterna i form av löner och transfereringar kan därför vara svårt av politiska skäl. Kraftiga minskningar i transfereringssystemen kan orsaka fördelningseffekter av icke önskat slag och kan komma att drabba vissa grupper hårt. Dessutom är neddragningar i den offentliga servicen sällan populära. Att få till stånd en lyckad och kraftig åtstramning kan således vara mycket svårt att få till stånd av politiska skäl då åtstramning kommer att slå hårt mot vissa grupper.

Tidsaspekten talar emot att åtstramningar skulle vara en bra lösning på en skuldkris. Att åtstramning måste föregås av ett politiskt beslut gör att det kan dröja innan beslut om åtstramning träder i kraft. Dessutom verkar inte alltid åtstramningen omedelbart efter fattat beslut²⁰. Vid en akut skuldkrissituation måste medel tillkomma snabbt för att förhindra betalningsinställelse. Om effekterna av åtstramningen drar ut på tiden behöver man därför lån eller annan hjälp under tiden. Eichengreen & von Hagen (1996, s. 8) menar dock att redan beslut om en åtstramning kan ha positiv effekt på räntan, vilket gör att man kan låna under övergångsperioden tills åtstramningen får effekt. Åtstramningsbeslutet kan signalera att man avser att försöka komma tillrätta med en ohållbar skuldsituation, och leda till ökat förtroende på finansmarknaden och lägre riskpremier och lägre kostnad för statsskulden som följd. En sådan positiv ränteeffekt kan inträffa redan innan åtstramningen är genomförd, givet att marknaden förväntar sig att den verkligen kommer att ske. För att en åtstramning skall kunna lösa en akut skuldkris krävs alltså att finansmarknaden uppfattar åtstramningen som tillräckligt omfattande, så att risken för betalningsinställelse sjunker markant.

Sammanfattningsvis är det inte självklart att finanspolitisk åtstramning får ödesdigra realekonomiska konsekvenser. För det första är det inte säkert att kostnaderna i form av högre arbetslöshet blir särskilt stora enligt Giavazzi & Pagano och Alesina & Perotti. För det andra kan en åtstramning skicka positiva signaler till finansmarknaden om att man avser att komma

¹⁹ För en närmare redogörelse om permanenta inkomsthypotesen se Romer (1996) kap 7.

²⁰ Exempel är uppsägningstid för offentligt anställda och olika övergångsregler.

till rätta med skuldkrisen, vilket kan minska riskpremierna på statsskulden då finansmarknadens förtroende ökar. En åtstramning kan dessutom tänkas vara nödvändig för att återvinna finansmarknadens förtroende och kunna ta lån i framtiden. En åtstramning måste vara betydande för att kunna häva en skuldkris. Kraftiga åtstramningar är politiskt svåra att genomföra. Vid en skuldkris är det dock mer sannolikt att stöd för omfattande neddragningsprogram kan erhållas än annars. Det kan dessutom dröja innan åtstramningen verkar. Under tiden måste staten låna pengar för att undvika betalningsinställelse. Som ovan beskrivits kan ett beslut om åtstramning leda till att riskpremien omedelbart sjunker, varpå staten kan låna pengar i väntan på att åtstramningen ska verka. Det är dock inte säkert att man får sådana trovärdighetseffekter på räntan, och om man får dem är det inte självklart att de uppstår omedelbart.

Således kan man säga att finanspolitisk åtstramning ekonomiskt sett är ett rimligt och troligt alternativ till lösning på en skuldkris, givet att vissa förutsättningar, såsom politisk handlingskraft, är uppfyllda. Detta är dock inte säkert och är inget man kan veta i förhand.

4.2 Statsbankrutt med efterföljande bankkris

Om en stat hamnar i skuldkris och varken klarar av en åtstramning eller får hjälp av någon i form av bail-out återstår bara att ställa in betalningarna på statsskulden. Detta innebär i praktiken statsbankrutt. (SOU 1996:158, s. 156) Om staten ställer in betalningarna kommer den offentliga sektorn att drabbas då t.ex. löneutbetalningar till offentligt anställda inte kan genomföras vilket givetvis är mycket allvarligt då detta kan drabba viss nödvändig offentlig verksamhet såsom räddningstjänst och rättsväsende. Staten kan också få svårt att i framtiden låna till rimlig ränta. En statsbankrutt kan även leda till att finansiella institutioner såsom banker gör stora kreditförluster vilket riskerar att utmynna i bankkonkurser som sprider sig till en bankkris. Med bankkris menas att ett flertal banker går i konkurs eller får solvensproblem.

4.2.1 Hur kan skuldkriser orsaka bankkris?

Att staten ställer in betalningarna måste med nödvändighet innebära att någon inte får betalt. Staten har ofta skulder hos privata banker, som gör stora förluster på en stats

betalningsinställelse. Bankerna kan då i sin tur få solvensproblem, då deras tillgångar förlorat sitt värde.

När det kommer till allmänhetens kännedom att en bank har solvensproblem ser dess kunder, som har fordringar på banken i form av inestående medel på bankkonton, en risk att även deras tillgångar kommer förloras om banken gör konkurs. Detta kan leda till att kunderna tar ut sina pengar från banken och förvärrar bankens insolvens ytterligare.²¹ Bordo & Schwartz (2000) och Kaufman (1994) hävdar också att p.g.a. asymmetrisk information²² kan kunderna förväntas ta ut pengarna från samtliga banker för att de upplevs som homogena, trots att inte alla har solvensproblem. När bankerna dräneras på likviditet måste de, för att upprätthålla likviditeten, sälja tillgångar eller ta lån. Då detta måste ske väldigt snabbt i en akut situation riskerar banken att få dåligt betalt för sina tillgångar och få höga räntor på nyupptagna lån. Detta kan leda till att banker som inte hade solvensproblem till en början får det.

Banker håller kortfristiga skulder hos varandra (Kaufman, 1994, s.125), vilket gör att insolvensen riskerar att sprida sig till fler banker. Om en bank inte kan betala sin skuld till en annan bank drabbas även den senare av solvensproblem. Eftersom många banker är sammankopplade kan solvensproblem på detta sätt smitta av sig till en stor del av banksystemet. Krisen kan även smitta av sig på banker i andra länder, eftersom bankerna även är sammankopplade internationellt bl.a. via det s.k. Inter-bank-systemet²³. (Eichengreen & Wyplosz, 1998, s.78) Att bankkrisen uppstår till följd av skuldskris i ett land behöver alltså inte utesluta att andra länders banksystem drabbas. Historiskt sett har förklaringen till räddningsaktioner i form av bail-outs också varit rädsla för smittoeffekter i banksystemet (Bordo & Schwartz, 2000, s. 9).

²¹ Om staten ställt in betalningarna torde statliga insättargarantier inte minska kundernas upplevda risk särskilt mycket.

²² Asymmetrisk information kan uppstå eftersom kunderna normalt har små tillgångar i bankerna varför enskild kreditvärdighetsutvärdering är dyr. Dessutom kan bankerna behandlas som homogena då de kan ses som odifferentierade och dessutom är sammankopplade genom skulder till varandra. (Kaufman, 1994, s. 127)

²³ Inter-bank Market i London är en marknad för banker och andra finansiella institut där de kan justera sin likviditet på kort sikt genom att låna av varandra.

4.2.2 Konsekvenser av bankkris

Bankkriser kan få allvarliga följder även för andra än bankerna. För det första kan bankkunder förlora sina insatta medel. Visserligen har många länder statliga insättargarantier, men dessa torde inte vara mycket värda i ett land där staten ställt in betalningarna. Många banker har företag som kunder, och en följd av bankkonkurs kan då bli, i värsta fall, omfattande företagskonkurser. Kaufman (1994, s. 139f) tar upp ytterligare några sätt som en bankkris kan orsaka problem:

1. genom att transaktioner blir svårare och dyrare att genomföra då de flesta transaktioner vanligtvis går via konton i banker.
2. genom att lånetransaktioner som pågår eller står i begrepp att börja vid krisens inträdande sannolikt inte blir genomförda.
3. om bankkrisen sprider sig till hela betalningssystemet är det sannolikt att handeln minskar.

von Hagen (1997, s.21) menar att betalningssystemet skulle drabbas av kraftiga störningar om en betydande del av banksystemet går under. Även Bordo & Schwartz (2000, s. 6) pekar på detta. I det värsta scenariot sprider sig bankkrisen till större delen av Europa genom panik i banksystemet och genom att bankerna är sammankopplade. Betalningssystemets stabilitet hotas därmed vilket kan få effekter på den reala ekonomin genom en kreditåtstramning och ökad svårighet att genomföra transaktioner.

En statsbankrutt som leder till en bankkris i en stor del av Europa med sammanbrott i betalningssystemet som följd är knappast att betrakta som ett av de mer troliga alternativen till bail-out. Då konsekvenserna av ett sammanbrott i betalningssystemet förmodligen är mycket omfattande kan den nonchalanta politik som orsakar bankkrisen knappast ses som ett rimligt alternativ till en bail-out. Skuldskrisen i sig torde inte heller lösas genom ett förfarande där staten ställer in betalningarna. Detta alternativ, där ingen agerar för att undvika betalningsinställelse, leder till att skuldskrisen förblir och man ådrar sig förmodligen en bankkris med betalningssystemets instabilitet som lök på laxen. Det är därför långt ifrån otroligt att det finns en politisk vilja att undvika en sådan här situation.

4.3 Fiskal bail-out av EU eller övriga EMU-medlemmar

Med fiskal bail-out av EU och övriga EMU-länderna avses att andra regeringar helt sonika tills vidare tar över betalningsansvaret för en del av skulden som det krisdrabbade landet dragit på sig. I artikel 104 Maastrichtfördraget stadgas dock att

”Gemenskapen skall inte vara ansvarig för eller åta sig förpliktelser som har ingåtts av nationella regeringar, regionala, lokala eller andra myndigheter eller andra organ eller företag inom den offentliga sektorn i en medlemsstat, om inte annat följer av ömsesidiga finansiella garantier för det gemensamma genomförandet av ett visst projekt. En medlemsstat skall inte vara ansvarig för eller åta sig förpliktelser som har ingåtts av nationella regeringar, regionala, lokala eller andra myndigheter, andra organ eller företag inom den offentliga sektorn i en annan medlemsstat, om inte annat följer av ömsesidiga finansiella garantier för det gemensamma genomförandet av ett visst projekt.”

Alltså är fiskal bail-out förbjudet både för enskilda länder och för EU. I artikel 103 kan man dock utläsa att det finns vissa möjligheter att frångå denna princip.

”1. Utan att detta påverkar andra förfaranden som föreskrivs i detta fördrag kan rådet enhälligt på förslag av kommissionen besluta om lämpliga åtgärder med hänsyn till den ekonomiska situationen särskilt om det uppstår allvarliga försörjningsproblem i fråga om vissa varor.

2. Om en medlemsstat har svårigheter eller hotas av stora svårigheter till följd av extraordinära händelser som den inte rör över, kan rådet²⁴, genom enhälligt beslut på förslag av kommissionen, på vissa villkor bevilja den berörda medlemsstaten ekonomiskt bistånd från gemenskapen.”

Artikel 103 tyder följaktligen på att det, under vissa restriktioner, finns möjlighet för EU att ge finansiellt stöd till ett enskilt medlemsland. Artikel 103 kan således ses som ett undantag från no-bail-out-principen, här gällande medlemsstaterna. Detta undantag kan man förmoda bygger på solidaritetstanken som skall finnas i unionen enligt artikel A i fördraget. Att dessutom hänvisa direkt till solidaritetsprincipen, som vi tidigare redogjort för, skulle ytterligare legitimera fiskal bail-out.

Även om en skuld kris i sig själv knappast kan räknas som en extraordinär händelse utanför en medlemsstats kontroll kan en extraordinär händelse mycket väl orsaka en skuld kris. Vid exempelvis ett inbördeskrig är det långt ifrån otroligt att en skuld kris uppkommer p.g.a. skenande statsutgifter och bristande förtroende på finansmarknaden.

4.3.1 Fiskal bail-out av Europeiska unionen

Värt att notera är att det i paragraf 103 sägs att ett *enhälligt* råd kan besluta om ekonomiskt bistånd till ett medlemsland. Man kan lätt föreställa sig ett scenario där ett eller flera länder inte anser sig ha någonting att tjäna på att ge ekonomiskt bistånd till ett drabbat land, speciellt om länderna i fråga inte handlar mycket med varandra eller om deras kapitalmarknader är relativt ointegrerade, och därför röstar emot förslaget. Om en skuld kris riskerar att orsaka en bankkris i en del av unionen kan det tänkas att denna del är för en fiskal bail-out för att kunna rädda sina banker medan övriga medlemmar är emot.

När det gäller viljan att rädda ett land ur en skuld kris torde inte heller omständigheterna under vilka skuld krisen uppkommit vara ovidkommande. Om uppfattningen bland EU:s ledande politiker är att det krisdrabbade landet till betydande del orsakat sina egna problem, exempelvis genom överexpansiv finanspolitik, torde viljan att hjälpa det landet vara mindre, åtminstone av solidaritetsskäl. Buitter m.fl. (1993) menar också att solidariteten EMU-länder emellan inte ökar enbart p.g.a. att man har gemensam valuta och att solidariteten inte är tillräckligt stark för att fiskal bail-out ska vara sannolik.

Det faktum att EU:s centrala budget är liten talar också emot en fiskal bail-out på unionsnivå. Det är tveksamt om det finns utrymme i budgeten att ta över kostnaderna för statsupplåning i ett land som råkat i statsfinansiell kris eftersom ländernas skulder i många fall överstiger EU:s inkomster. För 1998 uppgår EU:s inkomster till 82,4 miljarder Euro medan exempelvis Belgien har en statsskuld som vid samma tidpunkt uppgår till 241 miljarder Euro (The European Union Encyclopedia and Directory 1999, s. 483). Ska utrymme beredas i EU:s budget för att finansiera en del av ett lands skuld måste antingen andra utgifter skäras ner, eller inkomster i form av avgifter för medlemsländerna öka. Det är troligt att båda alternativen

²⁴ Här avses Europeiska rådet, bestående av EU-ländernas regeringschefer.

för att finansiera en unionsgemensam fiskal bail-out skulle stöta på hårt politiskt motstånd. Frågan huruvida finansieringsformerna är genomförbara ligger dock utanför ramen för uppsatsen och lämnas därför därhän. Det politiska motståndet skulle kunna minska om man istället försöker påverka ECB till monetär finansiering. I SOU 1996:158 (s. 168) hävdas att detta är fallet eftersom monetär finansiering kan vara ”en mer dold metod” än när medlemsländerna direkt betalar det drabbade landets skuld.

4.3.2 Fiskal bail-out av enskilda medlemsstater

Något som talar för en fiskal bail-out har att göra med den ökade integrationen av medlemsländernas kapitalmarknader²⁵. Om statspapper hålls av banker i andra EMU-stater än det skuldyngda landet kan länderna vars banker blir exponerade för risk för betalningsinställelse tänkas vilja undvika en sådan för att rädda sina banker. Länderna vars banker hotas kan se det som mindre kostsamt med fiskal bail-out än en bankkris, om denna riskerar att bli betydande. Detta skulle tala för en fiskal bail-out.

Om den politiska viljan för bail-out finns kan, om man väljer att bryta mot regeln i artikel 104, en dylik genomföras utanför EU:s budget av flera medlemsländer. Detta torde dock knappast stöta på mindre politiskt motstånd. Det är sannolikt att exempelvis tyska väljare känner sig främmande för att betala för italienska statsskulder och att kommunicera ut följderna av en eventuell bankkris till väljarna för att legitimera fiskal bail-out är ingen enkel uppgift. När en fiskal bail-out inte längre är unionsgemensam uppkommer även ett fripassagerarproblem. Att ta del av vinsterna i form av en utebliven bankkris i unionen torde inte ha att göra med vem som finansierar en fiskal bail-out.

Fiskal bail-out är ett politiskt beslut vars sannolikhet är svår för oss att bedöma. Det som talar för en fiskal bail-out är solidaritetstanken samt att man under vissa omständigheter kan hänvisa till paragraf 103, vilken ger tillåtelse till ekonomiskt bistånd under vissa bivillkor. Hur stark solidariteten är och huruvida den är tillräcklig för att länderna ska vilja göra en fiskal bail-out kan vi inte säga. Däremot kan solidaritetsprincipen användas som ett argument om länderna vill legitimera en bail-out. Att länder vill förhindra att en bankkris sprider sig till

²⁵ I en valutaunion med fria kapitalrörelser kan risken med att hålla utländska statsobligationer väntas minska då växelkursrisken försvinner, varför medlemsländernas statspapper blir perfekta substitut. Här bortser man dock ifrån risken för betalningsinställelse som torde vara landsspecifik även i en valutaunion.

dem är det som vi ser som det starkaste argumentet för en fiskal bail-out. Att en fiskal bail-out är dyr kan leda till att den är svår att genomföra p.g.a. dess kostnad samt att invånarna kan vända sig emot den förda politiken. De politiska kostnaderna kan styra politikerna till att föredra, och verka för, en annan lösning på skuldkrisen. Att det finns politiska problem att genomföra fiskal bail-out talar för att det kan ta tid att få igenom ett beslut om en dylik, i synnerhet om det skall innefatta flera länder. Då en skuldkris måste lösas tämligen omgående för att undvika de smittoeffekter som kan uppkomma kan denna lösnings framgång bli begränsad.

4.4 Lån från IMF

IMF, Internationella valutafonden, har som uppgift att verka för stabilitet i de internationella valuta- och finanssystemen och främja handel. Som ett led i den uppgiften ger IMF finansiellt stöd åt enskilda medlemsstater vars ekonomi kommit i kraftig obalans och har betalningsproblem. Lån från IMF är oftast förknippade med vissa villkor för att länderna skall komma till rätta med sina ekonomiska problem. IMF:s verksamhet och de lån de ger finansieras genom att medlemsländerna betalar in belopp, så kallade kvoter, till IMF. Kvoterna bestäms av medlemsländernas ekonomiska betydelse, och betalas delvis i landets egen valuta och delvis i guld eller en ”stor” valuta t.ex. dollar. IMF beslutar om åtgärder genom att medlemsländerna röstar. Rösterna är viktade efter medlemsländernas kvoter. (Sjöstedt, 1999, s. 13)

Medlemsländer i IMF som har betalningsproblem kan direkt ta ut 25 % av den del av kvoten de betalade i guld eller i konvertibel valuta. Om detta inte räcker kan de anhålla om mer lån. (Driscoll, 1991, s. 14) Det finns olika typer av krediter som IMF kan ge. Dessa lån ses ofta som fördelaktiga då de normalt ges till lägre ränta än marknadsmässigt (David, 1985, s. 22). Det som ligger närmast till hands i fallet med en skuldkris i EMU är ”the Supplement Reserve Facility” (SRF). SRF är till för att ge finansiell hjälp vid betalningsproblem som härstammar från att ett land plötsligt förlorat finansmarknadens förtroende. Återbetalning skall vid denna typ av arrangemang ske inom 1 – 1,5 år. IMF kan även ha hjälp att erbjuda om stater riskerar att ”smittas” av andra staters ekonomiska problem, t.ex. bankkriser för vilka vi redogjort ovan. Denna form av hjälp kallas ”Contingent Credit Line”.(IMF, 2001a)

Som ovan nämnt kan länderna på eget bevåg ta ut 25 % av den del av kvoten som erlagts i guld eller ett annat lands valuta. Då en fjärdedel av sin kvot förmodligen är alltför lite för att rädda ett EMU-land²⁶ ur dess skuldkris måste troligen större krediter eftersökas hos IMF. Då inträder emellertid komplikationen att ett beslut skall röstas fram. Om en kris skulle riskera att få allvarliga följder för andra EMU-länder kan man mycket väl tänka sig att åtminstone de röstar för att ge kredit. Om skuldkrisen dessutom skulle få negativa konsekvenser för världshandeln hör det till IMF:s uppgifter att motverka detta. Då rösterna är viktade efter medlemsländernas kvoter har EMU-länderna också relativt stort inflytande p.g.a. deras stora kvoter. Det kan således sägas vara tämligen sannolikt att en kreditgivning röstas igenom.

Det är oklart om IMF skulle kunna bevilja lån av den storlek att skuldkrisen hävs. Riktlinjen är att ett land får låna ett belopp motsvarande max fyra gånger landets kvot (Driscoll, 1991). Denna princip har dock frångåtts vid ett antal tillfällen, bl.a. då IMF 1995 beviljade ett lån på 17 miljarder dollar²⁷ till Mexico, som befann sig i en svår skuldkris. Detta är det största lån som IMF har beviljat (Sachs, m.fl., 1996).

Att det skuldsatta landet kan låna från IMF i en skuldkrissituation kan betraktas som troligt om valutan, finanssystemet eller handeln hotas. I kapitel 4 har vi visat att just handeln och finanssystemet mycket väl kan drabbas vid en skuldkris. En viktig skillnad mellan IMF-alternativet och bail-out från medlemsländerna, bail-out från EU och monetär finansiering är att IMF inte är förbjudet att ställa ut krediter till skuldyngda länder. Tvärtom är det en av IMF:s huvudsakliga uppgifter. Det är dock viktigt att komma ihåg att kredit från IMF inte är en slutlig lösning. Som tidigare nämnts ställer IMF i allmänhet vissa krav för att ge krediter. Kraven brukar ofta ta formen av åtstramningar, inte minst för att säkra att lånen betalas tillbaka. Att återbetalningen i allmänhet skall ske inom 1-1,5 år (IMF, 2001b) gör att IMF-krediter snarare skall ses som en möjlighet till andhämtning än som en permanent lösning. En likhet mellan monetär finansiering och IMF-lån är att landet lånar till lägre ränta än marknadsmässig, men de skiljer sig åt i så måtto att vid monetär finansiering inflateras skulden ner, vilket den inte gör om man lånar från IMF. Bean (1998, s.105) menar att det är

²⁶ En fjärdedel av Belgiens kvot motsvarar 8 promille av statsskulden, en fjärdedel av Italiens kvot motsvarar ca 2 promille statsskulden och en fjärdedel av Greklands kvot motsvarar ca 3 promille av statsskulden (The European Union Encyclopedia and Directory 1999, s. 483; IMF, 2001a.)

²⁷ Ett enkelt räkneexempel visar att detta motsvara endast ca 8 procent av Belgiens statsskuld. Det är oklart om en kredit av den storleken skulle räcka för att häva en skuldkris i Belgien. Det går inte att generalisera eller dra några egentliga slutsatser av räkneexemplet som bara ska ge exempel på hur små IMF:s krediter är i jämförelse med EMU-ländernas skulder.

troligare att IMF beviljar lån än att ECB gör detsamma. Enligt Bean skulle ECB endast monetärt finansiera mycket allvarliga kriser där betalningssystemets stabilitet hotas.

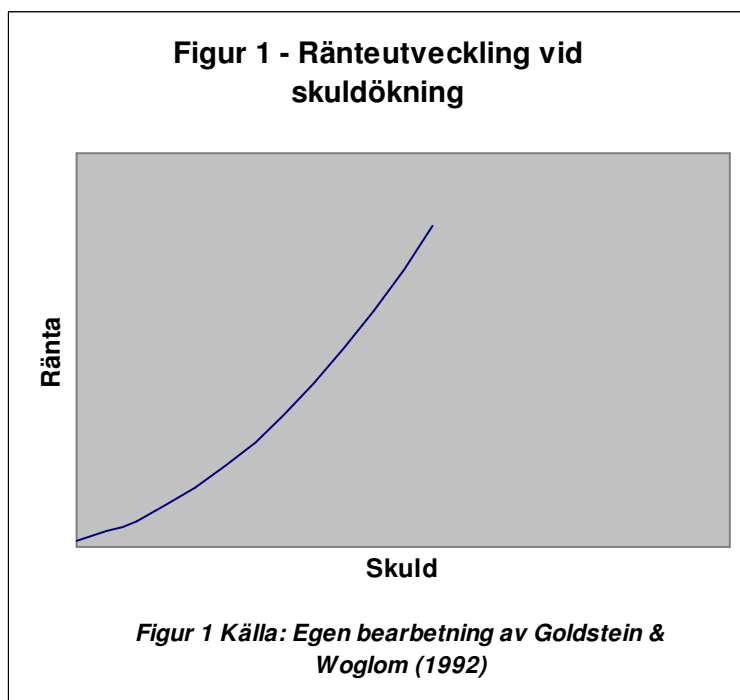
5. Förhindrande av skuldkris

En relevant fråga i sammanhanget är huruvida det finns risk för skuldkris i euroområdet. Avsikten är inte att klarlägga vilken sannolikheten för skuldkris är, vi kommer endast mycket kort att redogöra för två viktiga faktorer – marknaden och stabilitetspakten – som kan motverka en skuldkris och om dessa kan förhindra att skuldkris uppkommer.

5.1 Kan marknaden förhindra att skuldkris uppkommer?

I litteraturen om skuldkriser (McKinnon, Goldstein & Woglom, Gros & Thygesen) förekommer emellanåt argumentationen att det finns marknadsmekanismer som disciplinerar stater att inte skuldsätta sig så mycket att betalningsproblem uppstår. Tanken är att långivarna skulle kräva högre räntor när skulderna ökar och på det sättet avskräcks låntagarna från ytterligare skuldsättning. Goldstein & Woglom (1992, s.233ff) presenterar en modell där utbudet av krediter till stater, d.v.s. efterfrågan på statspapper, beror av risken för betalningsinställelse eller, med vår terminologi, risken för skuldkris.

Figur 1 nedan visar att marginalkostnaden för upplåning ökar med ökad skuld. Denna mekanism, att kostnaden för lån ökar, borde kunna förhindra stater från att låna mer pengar.



Vid låga skuldnivåer ger ett ökat lånande en högre ränta. Det är en trivial konsekvens av att betalningsinställelsrisken och därmed riskpremien ökar. När den utlovade räntan stiger ökar emellertid även sannolikheten för betalningsinställelse då ökad ränta ger högre kostnad för att underhålla skulden. Således

måste räntan öka exponentiellt, eftersom högre ränta, i sig själv, pressar upp räntorna.

Modellen bygger på fria kapitalrörelser, fullständig information om alla gäldenärer, att marknaden är övertygad om att ingen kommer att ta över skulden och monetär finansiering är utesluten samt att en stor gäldenärs betalningsinställelse inte påverkar betalningssystemet (Goldstein & Woglom, 1992, s.230). Om förutsättningarna gäller kan man alltså vänta sig att en skuldskris inte skulle uppkomma p.g.a. att marknaden disciplinerar staterna att hålla sina skulder nere. Frågan om skuldskriser uppkommer antar vi här beror på om dessa förutsättningar är uppfyllda. Om flera av dessa förutsättningar inte är uppfyllda kan man vänta sig att modellen inte håller såtillvida att marknaden inte kan förhindra att skuldskris uppkommer. Det finns också flera argument för att några av förutsättningarna inte gäller. Som tidigare nämnts pekar Kaufman (1994) på att asymmetrisk information mellan långgivare och låntagare snarare är regel än undantag. Gros & Thygesen (1998, s.330) delar denna syn och menar också att det normala är att låntagaren har bättre information än långgivaren om sin ekonomi. Detta skulle snarare tyda på att låntagare skulle överskuldsätta sig än det motsatta. Förutsättningen om att ingen kommer ta över skulden och att monetär finansiering är utesluten är inte heller denna självklar. Utan att föregripa uppsatsens slutsatser kan vi ändå påstå att det inte är uteslutet med vare sig monetär finansiering eller övertagande av skulden från någon annan part. Om vi sedan ser på modellens krav att ingen aktörs betalningsinställelse påverkar betalningssystemet har vi i avsnitt 4.2 om bankkriser pekat på att en sådan påverkan tvärtom är ganska sannolik.

Sammanfattningsvis har Goldstein & Woglom visat en modell för hur marknaden, genom att de facto sätta restriktioner på staters skulder, kan förhindra att ett land får låna för mycket och på det sättet disciplinera finanspolitiken så att en skuldskris kan undvikas. Vi har emellertid påvisat att förutsättningarna för modellen inte självklart är uppfyllda. Vi tror förvisso på att marknaden ser en risk för betalningsinställelse som yttrar sig i högre riskpremier. Gros & Thygesen (1998, s. 329) tror dock att dessa riskpremier inte avspeglar risken på ett adekvat sätt och hävdar också att det finns empiriska belägg för att så är fallet. Lønning (1994) har i sin skattning av räntedifferenser mellan europeiska stater kommit fram till att åtminstone en del av dessa, som i Lønning's studie totalt sett är ganska små, beror på skillnader i risk för betalningsinställelse.²⁸ Slutsatsen blir att marknadsmekanismerna i kreditrestriktions-

²⁸ Lønning använder kreditbetyg (Moody's Bond Record) som förklarande variabel för ränteskillnader vilket ger signifikant resultat att högre kreditbetyg ger lägre räntor på femprocentnivån.

hänseende kan spela en viss disciplinerande roll för finanspolitiken men att de inte är tillräckliga för att förhindra skuldkriser.

5.2 Kan stabilitetspakten förhindra att skuldkris uppkommer?

Stabilitetspakten stadgar att EMU-länderna inte får ha statsskuld som överstiger 60 procent av BNP. Länder som bryter mot bestämmelsen kan bestraffas med böter. Tanken är att böterna ska avhålla länderna från att skuldsätta sig. Man kan alltså säga att denna regel är till för att komplettera no-bail-out-regeln.

Det finns emellertid tre faktorer som talar emot att stabilitetspakten inte kan garantera att skuldkris inte uppkommer. För det första är låga skuldnivåer ingen garanti för att skuldkriser inte uppkommer. För det andra är det ett faktum att ett flertal länder i EMU har statsskuld som överstiger 60 procent. Trots detta har inga sanktionsåtgärder vidtagits. Att ett flertal länder på detta sätt ostraffat bryter mot regeln om skuldsättning gör att stabilitetspaktens trovärdighet minskar. För det tredje måste rådet besluta med kvalificerad majoritet om sanktioner vid brott mot regler gällande finanspolitiken. Detta kan enligt (Gros & Thygesen, 1998, s.345) vara svårt att få till stånd, speciellt om andra länder tror sig kunna hamna i en situation där man bryter mot stabilitetspakten i framtiden.

6. Sammanfattande diskussion och slutsatser

Skuldkriser uppkommer ofta för att länder är överskuldsatta och till slut inte kan betala sina utgifter. Skuldkris i ett land kan innebära att andra länder drabbas genom att krisen sprider sig i banksystemet. Centralbanken, i detta fall ECB, har möjlighet att förhindra en skuldkris genom att låta det skuldyngda landet ta lån direkt i centralbanken, vilket kallas monetär finansiering. Förutom att landet då erhåller medel att betala sina utgifter ökar penningmängden vilket innebär att det reala värdet på skulden inflateras ner. I Maastrichtfördraget stadgas dock att ECB är förbjudet att genomföra sådan monetär finansiering. Den här no-bail-out-regeln har tillkommit dels för att monetär finansiering medför högre inflation i hela unionen, dels för att förmå medlemsländerna att hålla låga skuldnivåer. Uppsatsens syfte är att besvara frågan om förbudet mot monetär finansiering är

trovärdigt vid en skuldskris, d.v.s. om ECB håller fast vid regeln om ett medlemsland står på randen till att ställa in betalningarna.

Förutom att monetär finansiering är förbjudet skulle det innebära högre inflation vilket strider mot ECB:s överordnade mål om prisstabilitet. Det som talar för att ECB skulle frångå sitt mål om inflation understigande 2 procent och bryta mot förbudet om monetär finansiering är huvudsakligen att ECB även skall ansvara för ett väl fungerande betalningssystem. Vi har visat att inflationsmålet står i konflikt med målet om ett fungerande betalningssystem om skuldskrisen riskerar att sprida sig till banksystemet och därmed riskera att orsaka instabilitet i betalningssystemet. Om det enda alternativet till monetär finansiering skulle vara att låta betalningssystemet kollapsa är det därför troligt att ECB skulle bryta mot förbudet mot monetär finansiering.

Det finns dock andra alternativ till monetär finansiering vid en skuldskris. Landet kan antingen beviljas lån från någon annan aktör eller lösa krisen på egen hand genom kraftig finanspolitisk åtstramning. Alternativet att inte vidta några åtgärder och helt sonika ställa in betalningarna är liktydigt med statsbankrott och kan dessutom leda till bankkris i en stor del av Europa. Detta alternativ framstår som orealistiskt p.g.a. de allvarliga följderna som också kan drabba andra länder än det skuldyngda. Lån från EU och övriga medlemsstater är också förbjudna i Maastrichtfördraget, men ett regelbrott skulle kunna motiveras av risken för spridningseffekter eller av solidaritetsskäl. Vad gäller bail-out från EU är denna form av lösning inte särskilt sannolik p.g.a. EU:s små centrala resurser. Bail-out från andra medlemsstater är då mer trolig särskilt om dessa länder ser betydande risker att själva drabbas av skuldskrisen genom spridningseffekter. Vi menar dock att det kan vara mycket svårt att få igenom beslut om fiskal bail-out. Dessutom kan politikerna föredra att påverka ECB till monetär finansiering, som kan uppfattas som en mer dold metod att lösa skuldskrisen. Detta eftersom det folkliga motståndet till monetär finansiering kan förväntas vara lägre än till fiskal bail-out. Det finns flera faktorer som talar för att ECB:s oberoende inte är tillräckligt starkt för att motstå sådana påtryckningar.

De fripassagerar- och folkförankringsproblem som kan finnas med bail-out från enskilda stater kan lösas genom att IMF istället beviljar krediter. Om IMF beviljar kredit måste det dock i allmänhet följas av åtstramningar, men åtstramningar är förmodligen nödvändiga vilket alternativ som än väljs. Enbart åtstramningar är under vissa förutsättningar ett troligt

alternativ. Det är dock svårt att bedöma sannolikheten för att en åtstramning blir lyckad såtillvida att det löser en skuldskris eftersom man inte kan veta om förutsättningarna uppfylls. Förbättrat förtroende på finansmarknaden kan inte tas för givet, om trovärdighetseffekter inte uppkommer på en gång måste finanspolitisk åtstramning kombineras med någon annan åtgärd.

IMF i kombination med kraftig finanspolitisk åtstramning kan betraktas som ett ganska troligt alternativ eftersom ett lån från IMF varken innebär regelbrott eller högre inflation. Att IMF vill och kan ge tillräckligt stora krediter är dock inte säkert. Vid ett sådant scenario måste ytterligare åtgärder till varpå kombinationen IMF, åtstramning och monetär finansiering kan antas förena den snabbhet, kraftfullhet och långsiktighet som krävs för att med säkerhet upphäva en skuldskris.

Vår bedömning är att förbudet mot monetär finansiering inte är trovärdigt. ECB:s mål om betalningssystemets stabilitet visar sig i vår modell innebära att monetär finansiering är möjlig inom ramen för de mål ECB ålagts i Maastrichtfördraget. Vad beträffar alternativen till monetär finansiering torde statsbankrutt och fiskal bail-out inte vara troliga, medan finanspolitisk åtstramning och lån från IMF är mer svårbedömda. Gällande åtstramning är tidsaspekten central; det är långt ifrån säkert att en åtstramning kan verka tillräckligt fort för att avblåsa en skuldskris. IMF framstår som ett ganska rimligt alternativ men det kan inte hållas för säkert att deras krediter är av tillräcklig omfattning för att lösa en skuldskris i EMU. Eftersom inget av alternativen till monetär finansiering med säkerhet framstår som både troligt och tillräckligt för att hantera skuldskriser kan monetär finansiering inte uteslutas och förbudet mot densamma är därmed inte trovärdigt.

Litteraturförteckning

Alesina, A. & Perotti, R. (1995), "Political Economy of Budget Deficits", *IMF Staff Paper* 42.

Alesina, A. & Perotti, R. (1996), "Reducing Budget Deficits", *Swedish Economic Policy Review* 3.

Alesina, A. & Perotti, R. (1996), "Fiscal Adjustments in the OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects", NBER Working paper nr 5730.

Barro, R.J. & Gordon, D.B. (1983), "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy* 4.

Bean, C. (1998), "Discussion" *Economic Policy* 26.

Bordo, M. & Schwartz, A. (2000), "Measuring Real Economic Effects of Bailouts: Historical Perspectives on How Countries in Financial Distress Have Fared With and Without Bailouts", NBER Working Paper No 7701.

Buiter, W., Corsetti, G. & Roubini, N. (1993), "Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht", *Economic Policy* 16.

David, W. (1985), *The IMF Policy Paradigm*, Praeger Publishers, New York.

Driscoll, D. D. (1991), *What is the International Monetary Fund?*. IMF. Washington

Eichengreen, B. & von Hagen, J. (1995), "Fiscal Policy and Monetary Union: Federalism, Fiscal Restrictions, and the No-Bailout Rule", i Siebert, H. (red), *Monetary Policy in an Integrated World Economy*, J.C.B. Mohr, Tübingen.

Eichengreen, B. & von Hagen, J. (1996), "Fiscal Policy and Monetary Union: Is There a Tradeoff Between Federalism and Budgetary Restrictions?", NBER Working Paper No 5517.

Eichengreen, B. & Wyplosz, C. (1998), "The Stability Pact: More Than a Minor Nuisance?", *Economic Policy* 26.

Encyclopedia and Directory 1999. (1999), Europa Publications Limited, London.

Giavazzi, F. & Pagano, M. (1996), "Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience", *Swedish Economic Policy Review* 3.

Goldstein, M & Woglom, G. (1992), "Market-based Fiscal Discipline in Monetary Unions: Evidence from the US Municipal Bond Market". I Canzoneri, M. B., Grilli, V. & Masson, P.R. (red.) *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*. Cambridge University Press. Cambridge.

Gros, D. & Thygesen, N. (1998), *European Monetary Integration*, Longman, London.

Hix, S. (1999), *The Political System of the European Union*, Martin's Press, New York.

IMF (2001a), www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.htm (2001-05-15)

IMF (2001b), www.imf.org (2001-05-16)

Lundin, T. (2001), "Tysk attack mot USA:s räntekrav", *Svenska Dagbladet*, 26 april 2001.

Lønning, I. (1994), Default Premia on European Government Debt, Memorandum from Department of Economics, University of Oslo No 16.

Kaufman, G. (1994), "Bank Contagion: A Review of the Theory and Evidence", *Journal of Financial Services Research* 8.

Maastrichtfördraget. Fördraget om Europeiska unionen (1992), Regeringskansliets offsetcentral, Stockholm.

- McKinnon, R.I., (1997), "Alternativa växelkursarrangemang, EMU och Sverige: restriktioner på finanspolitiken", Bilaga 10 till EMU-utredningen 1996, Fritzes, Stockholm.
- Persson, T., (1990) "Stabiliseringspolitikens möjligheter: En instabil historia" i Persson, T. och Vredin, A. (red) *Inflation, arbetslöshet och stabiliseringspolitik*, Ekonomiska rådets årsbok 1989, Nordstedts. Stockholm
- Rogoff, K. (1985) "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics* 100.
- Romer, D., (1996), *Advanced Macroeconomics*, McGraw-Hill. New York.
- Sachs, J. m.fl. (1996) "The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?" *Economic Policy* 22.
- Sjöstedt, G. (1999), *IMF, WTO, Världsbanken*, Utrikespolitiska Institutet, Stockholm.
- SOU 1996:158, *Sverige och EMU*, EMU-utredningen, Fritzes, Stockholm.
- Svensson, L.E.O., (1997), "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Policy Review*, vol 41, No 6.
- Svensson, L.E.O., (1999), "Monetary Policy Issues for the Eurosystem", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol 51.
- Vesterlund, M. (2001), Intervju med Magnus Vesterlund, Sveriges Riksbank, 2001-05-23.
- von Hagen, J. (1997), "Penningpolitik och institutioner i EMU", Bilaga 8 till EMU-utredningen 1996, Fritzes, Stockholm.