

2011-12-21

Regeringskansliet
Finansdepartementet
103 33 Stockholm

Grönbok om möjligheten att införa stabilitetsobligationer (KOM(2011)818)

(Fi2011/4998)

Sammanfattning

Riksgälden konstaterar att kommissionens grönbok om olika modeller för gemensam statlig upplåning inom euroområdet inte endast eller ens i första hand rör tekniska upplåningsfrågor utan skulle förändra medlemsstaternas nationella självbestämmande och valutaunionens framtida funktionssätt. Vi avstår från att diskutera i grunden politiska frågor om förslaget genomförbarhet.

Riksgälden noterar att kommissionen pekar på att gemensam upplåning skulle ge likvida och effektiva marknader för statspapper och derivat. Vi delar uppfattningen att detta är viktiga faktorer för effektiv statsupplåning och finansiell stabilitet. Vi finner det dock anmärkningsvärt att kommissionens lyfter fram detta samtidigt som den förordar en finansiell transaktionsskatt som allvarligt skulle försämra likviditeten i dessa marknader.

Vi tar inte ställning till de olika modeller för euroobligationer som kommissionen redovisar. Vi konstaterar dock att den modell som har förutsättningar att ge de positiva effekter kommissionen eftersträvar samtidigt är den som kräver störst ingrepp i unionens funktionssätt och medlemsstaternas suveränitet. Modellerna med mer begränsade gemensamma åtaganden riskerar att skapa instabila lägen som liknar det som nu råder.

Inledning

EU-kommissionen redovisar ett antal olika modeller för gemensam upplåning av de medlemsstater som har euron som gemensam valuta. I den allmänna diskussionen har de instrument som tänks användas för sådan upplåning kallats "euroobligationer", men de ges nu av kommissionen samlingsnamnet "stabilitetsobligationer". Kommissionens motivering är att deras främsta egenskap vore att ge ökad stabilitet i euroområdet. I avvaktan på att det av kommissionen föreslagna namnet ska slå igenom väljer Riksgälden dock att använda den mer etablerade termen euroobligationer.

Som framgår av grönboken är också sambanden mellan gemensamma obligationer och stabilitet varken enkla eller entydiga. En förutsättning för stabilitet är att gemensam

upplåning kombineras med långtgående steg mot en gemensam finans- och skattepolitik. Förslaget rör således inte endast eller ens i första hand tekniska frågor utan skulle i grunden förändra medlemsstaternas nationella självbestämmande och valutaunionens framtida funktionssätt.

Riksgälden finner trots det inte anledning att närmare diskutera de politiska dimensionerna. Dessa måste lösas ut i en politisk process, inklusive fördragsändringar, som vi som myndighet inte har särskild kompetens att uttala oss om. Det gäller än mer i och med att förslaget i nuvarande läge inte rör Sverige och svensk statskultsförvaltning således inte skulle påverkas av ett beslut att införa euroobligationer. Samtidigt är det inte helt enkelt att ens resonemangsvis isolera de tekniska aspekterna på de olika modellerna från det politiska sammanhang i vilka de tänks verka.

Vårt svar behandlar kortfattat förslagets effekter på statspappersmarknadernas funktionssätt och deras bidrag till finansiell stabilitet. Därutöver kommenterar vi hur de olika modellerna skulle påverka medlemsstaternas tillgång till upplåning på rimliga villkor och de spänningar som kan uppstå i det avseendet.

Euroobligationer och statspappersmarknadernas funktionssätt

Kommissionen hävdar att euroobligationer skulle göra statspappersmarknaden i euroområdet mer effektiv. Särskilt betonas att marknaden skulle bli likvid och utgöra underlag för väl fungerande derivatmarknader. Detta sägs ge lägre upplåningskostnader för både offentliga och privata låntagare och bidra till att stötta tillväxten på lång sikt.

Riksgälden instämmer i att det kan uppstå sådana effekter. Vi finner det dock anmärkningsvärt att kommissionen i det här sammanhanget lyfter fram likvida och väl fungerande marknader. Det står i bjärt kontrast till förslaget om en finansiell transaktionsskatt, där det uttalade syftet är att minska omsättningen och därmed likviditeten i värdepappersmarknaderna, inte minst derivatmarknader. Inte heller i reglerna om blankning eller i förslaget till nytt regelverk för värdepappershandel (MiFID) har kommissionen visat något nämnvärt intresse för hur reglerna påverkar likviditeten i marknaderna.

Om kommissionen tar likvida statspappersmarknader på allvar som medel att hålla nere staternas (och andra låntagares) kostnader, finns det andra och enklare vägar än att införa euroobligationer, t.ex. att dra tillbaka förslaget om en transaktionsskatt på finansiella tjänster.

Euroobligationer och den finansiella stabiliteten

Kommissionen menar att euroobligationer skulle göra det finansiella systemet mer motståndskraftigt mot störningar och därmed mer stabilt. Effekten sägs komma, för det första, från att medlemsstaterna får säker tillgång till finansiering. Den frågan diskuterar vi i nästa avsnitt. För det andra sägs bankerna få tillgång till likvida tillgångar att hålla i sina likviditetsbuffertar, vilket minskar risken för finansieringskriser.

Beträffande effekten på bankernas tillgång till likvida marknader måste vi återigen peka på motsättningen mellan den beskrivning kommissionen här ger och den som präglar förslaget om transaktionsskatt. I det förslaget berörs inte betydelsen av att banker för att möta likviditetspåfrestningar har möjlighet att sälja eller repa värdepapper. Som Riksgälden framhåller i vårt remissvar på det förslaget skulle en transaktionsskatt genom att omöjliggöra repotransaktioner (med andra än centralbanker) försämra den finansiella stabiliteten.

Statlig finansiering, marknadsdisciplin och tidskonsistensproblem

Om all upplåning görs gemensamt och med solidarisk uppbackning, bör åtminstone de finansiellt svagare medlemsstaterna få säkrare tillgång till finansiering. Euroländerna som grupp har en skuldsättningsgrad som är hanterbar, i vart fall om det framstår som sannolikt att den ekonomiska tillväxten kan ta fart. Detta förutsätter dock att man väljer den mest långtgående av de samordningsmodeller för euroobligationer som kommissionen diskuterar.

I de båda andra modellerna förutsätts medlemsstaterna fortsätta låna i eget namn när skuldkvoten ligger över en viss gräns. Dessa lån kommer, vilket kommissionen noterar, att hamna i ett sämre förmånsläge och bland annat därför betinga avsevärt högre räntor, allt annat lika, än euroobligationerna. Dynamiken för upplåning över gränsen i dessa modeller kan tänkas bli komplicerad och inte självklart stabil. Man riskerar att hamna i ungefär samma läge som råder för närvarande, dvs. misstro kan uppstå kring den enskilda medlemsstatens förmåga att på egen hand klara dessa lån. Och som också framgår av den senaste tidens utveckling kan de högre lånekostnaderna som i så fall blir följden leda till fall i den ekonomiska aktiviteten, svagare statsfinanser och ytterligare misstro. Det faktum att utgångsläget är sådant att skuldsättningen i flertalet länder ligger långt över den gräns för gemensamt garanterad upplåning som kommissionen nämner (högst 60 procent) gör att det scenariot är högst relevant.

Sannolikt är det först när medlemsstaternas skuldsättning kommit på så låg nivå att de faktiskt framstår som förmögna att på egen hand motstå störningar som sådan upplåning fungerar som en stabil finansieringskälla. Å andra sidan är värdet av att ha gemensamma euroobligationer i det läget i motsvarande mån mindre.

Det är därför rimligt att hävda att endast modellen med gemensamma garantier för all upplåning har förutsättningar att ge den stabila tillgång till finansiering som kommissionen pekar på. Det är samtidigt den modell som förutsätter störst förändringar i de grundläggande reglerna för valutaunionen. Det saknas yttre tryck från finansiärer och det måste ersättas med en långtgående ekonomisk-politisk samordning. Styrningen av de enskilda ländernas agerande måste hanteras med politiska medel. I den mån sådan samordning är politiskt möjlig – vilket kan diskuteras med tanke på hur stora ingrepp i medlemsstaternas suveränitet som krävs – framstår denna modell åtminstone i ekonomisk mening som genomförbar och konsistent.

Riksgälden menar att det är mer tveksamt om de båda andra modellerna skulle ge konsistenta utfall. Kommissionen noterar att de högre räntorna på nationella obligationer skulle skapa marknadsdisciplin, vilket i princip skulle öka trycket på den enskilda medlemsstaten att vidta nödvändiga åtgärder för att återvinna tilltron till de egna statsfinanserna. Detta är dock inte självklart av godo. Som vi noterar ovan liknar detta det läge som just nu råder, där vissa medlemsstater tvingas betala mycket höga räntor. De reagerar med åtstrammingsåtgärder, men dessa kan i sig sänka tillväxten på kort och medellång sikt så mycket att tilltron till statsfinanserna ytterligare urholkas. Vissa av de sanktionsmöjligheter som kommissionen nämner torde inte göra läget lättare att hantera för medlemsstaten. Till exempel skulle en automatisk minskning av utrymmet att ge ut gemensamt garanterade obligationer eller någon form av böter ytterligare öka trycket på medlemsstaten att strama åt.

Ett dilemma uppstår då för de övriga medlemsstaterna. Är det möjligt att låta en enskild medlemsstats nationella obligationer falla utan att detta får återverkningar på de andras finansieringsmöjligheter, direkt och via effekten på den ekonomiska utvecklingen i unionen? Kommissionen analyserar inte den frågan, men om svaret är nej, kommer det att bli nödvändigt att i efterhand utvidga garantin, dvs. man hamnar i den första modellen via nödtvång, snarare än via en gemensam överenskommelse på förhand. På nytt är det inte svårt att se politiska svårigheter i ett sådant beslut, inte minst med hänvisning till den situation som euroländerna för närvarande befinner sig i.

Det är sannolikt bara när en medlemsstat i utgångsläget befinner sig under gränsen för gemensam upplåning och drabbas av en mer eller mindre tillfällig chock som nationell upplåning kan fungera som en stabil säkerhetsventil. Som bekant är det få euroländer som har ett så starkt utgångsläge. Det ger anledning till tvivel på dessa modellers användbarhet som en övergångslösning.

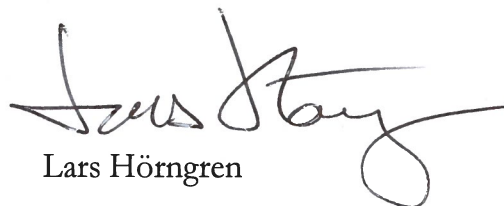
Avslutningsvis noterar Riksgälden att kommissionen visserligen på några ställen nämner vikten av "economic competitiveness" för att säkerställa långsiktigt stabila statsfinanser. När ramverket diskuteras i avsnitt 3 i grönboken ligger dock tonvikten entydigt på budgetpolitisk disciplin. Några styrmedel för att främja tillväxt och inre balans inom euroområdet nämns knappast. Detta synsätt framstår som för snävt, inte minst i nuvarande läge.

Att hållbara statsfinanser är nödvändiga för en långsiktigt stabil ekonomisk utveckling är uppenbart. Det är mindre uppenbart att det är ändamålsenligt eller ens möjligt att förelägga varje medlemsstat att möta budgetmässiga påfrestningar med åtstrammingsåtgärder. Den gemensamma politik som blir resultatet av ett sådant agerande är inte utan vidare förenlig med en stabil ekonomisk utveckling för unionen. Det gäller förstås än mer om både enskilda medlemsstater och unionen som helhet i utgångsläget befinner sig långt över de skuldnivåer som kommissionen bedömer vara lämpliga på lång sikt. På så sätt gör diskussionen om euroobligationer inget för att vidga det perspektiv som kännetecknat den hittillsvarande hanteringen av den nuvarande eurokrisen.

I detta ärende har biträdande riksgäldsdirektören Pär Nygren beslutat efter föredragning av chefsekonomen Lars Hörngren. I den slutliga beredningen har även avdelningschefen Thomas Olofsson deltagit.



Pär Nygren



Lars Hörngren