

■ Anpassningen i euroområdet: en uppdatering

BNP i euroområdet växer igen men vägen till en långsiktig hållbar situation är lång. Den här fördjupningen granskar hur långt man har kommit i anpassningen av obalanserna inom området med fokus på konkurrenskraft, offentliga finanser och banker. Genomgången visar att de länder som är eller har varit föremål för stödprogram har tagit steg i rätt riktning men att stora anpassningsbehov kvarstår. Därför finns det anledning att förvänta sig en förhållandevis svag tillväxt i euroområdet under de närmaste åren.

Stora obalanser i flera euroländer

Under åren före den globala finansiella krisen uppvisade några av euroländerna stora och växande bytesbalansunderskott (se diagram A23). Värdet av dessa länders samlade konsumtion och investeringar översteg med andra ord värdet av deras egen produktion i allt större utsträckning.³⁹ Länderna kunde finansiera underskotten eftersom tillgången på utländskt kapital var god. Det resulterade främst i en privat skulduppbyggnad, men i vissa länder, till exempel Grekland och Portugal, växte även den offentliga skulden. Penningpolitiken, som utformades för euroområdet som helhet, kunde inte motverka det kostnadstryck som uppstod i länderna med stora kapitalinflöden och på flera håll uppstod dessutom en ohållbar fastighetsprisutveckling.

I den globala finanskrisens spår minskade tillgången på kapital i dessa länder. Räntorna steg, fastighetsmarknaderna kraschade i flera länder och de offentliga underskotten steg snabbt. Ett antal euroländer befann sig sedan i en situation med en mycket svag nettoställning mot utlandet⁴⁰ (se diagram A24) med en hög offentlig och privat skuldsättning (se diagram A25 och diagram A26), svaga balansräkningar i banksektorn och en försämrad konkurrenskraft till följd av de alltför snabba kostnadsökningarna. De senaste åren har många länder försökt komma till rätta med denna situation.

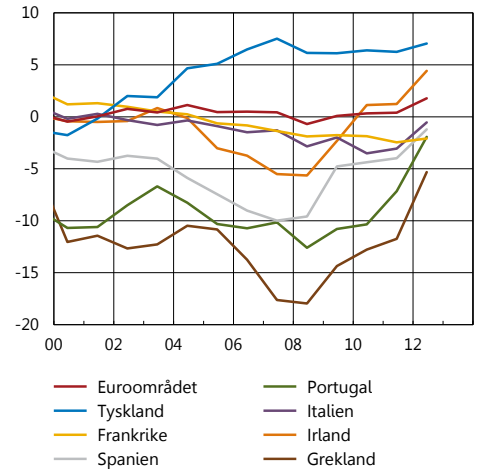
I den här fördjupningen analyseras hur långt de mest utsatta euroländerna har kommit i anpassningen av konkurrenskraft, offentliga finanser och bankernas balansräkningar.⁴¹ I fokus står de länder som är eller har varit föremål för stödprogram, det vill säga Grekland, Irland, Portugal och Spanien; samt Italien som har en del problem som påminner om de övriga ländernas, inte minst en hög offentlig skuldkvot. I det nedanstående kallas dessa fem länder för de skuldtyngda länderna. Vid några tillfällen kommenteras även utvecklingen

³⁹ Bytesbalansen är ett mått på ett lands nettosparande mot omvärlden. Den kan uttryckas som skillnaden mellan bruttonationalinkomsten och summan av konsumtion och investeringar (plus nettot av löpande transfereringar som bland annat innefattar EU-avgifter, livsmedels- och katastrofbistånd). Den uttrycks ofta som summan av nettot av exporten och importen av varor och tjänster och nettot av faktorinkomster till och från utlandet (plus nettot av löpande transfereringar). För en närmare beskrivning, se Sparsamma hushåll har skapat ett stort överskott i den svenska bytesbalansen. Fördjupning i *Konjunkturläget*, mars 2011. Konjunkturinstitutet.

⁴⁰ Nettoställningen mot utlandet är skillnaden mellan ett lands samlade tillgångar i utlandet och dess samlade skulder till utlandet. Förutom olika typer av låneinstrument ingår valutareserv, aktier och finansiella derivat. Nettoställningen mot utlandet påverkas främst av bytesbalansaldot och värdeförändringen i befintliga tillgångar och skulder.

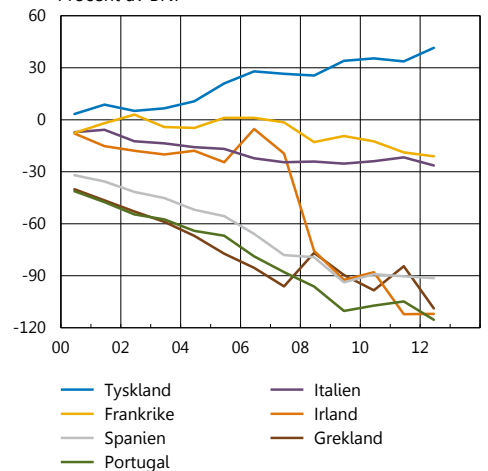
⁴¹ Se också tidigare fördjupningar om problemen i euroområdet i de penningpolitiska rapporterna i juli 2010; juli och oktober 2011; samt i februari, juli och oktober 2012.

Diagram A23. Bytesbalans
Procent av BNP



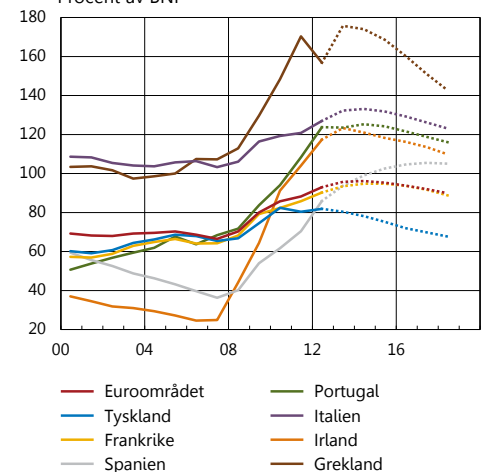
Källa: EU-kommissionen

Diagram A24. Nettoställning mot utlandet
Procent av BNP



Källa: Eurostat

Diagram A25. Offentliga skulder
Procent av BNP

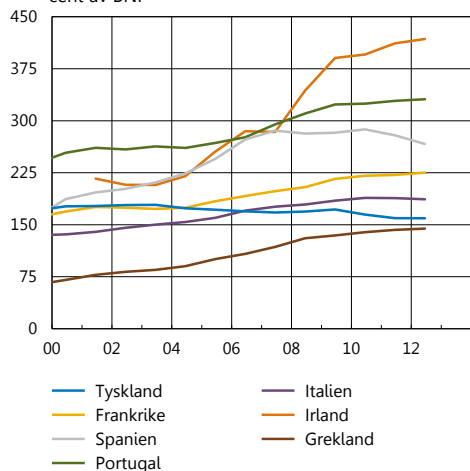


Anm. Streckade linjer avser prognos från IMF.

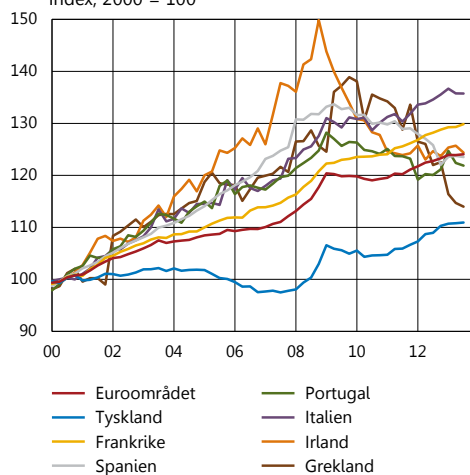
Källor: Eurostat och IMF

Diagram A26. Privata skulder

Hushålls och icke-finansiella företags skulder som procent av BNP



Källa: OECD

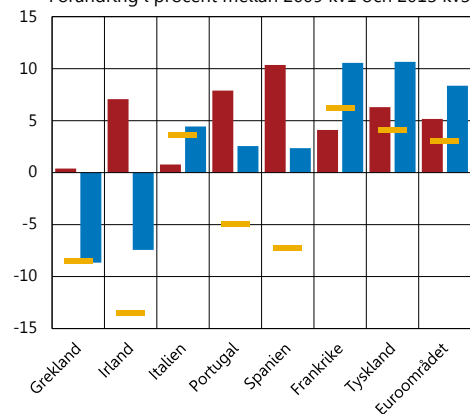
Diagram A27. Arbetskostnad per producerad enhet
Index, 2000 = 100

Anm. Data för Grekland är säsongrensade av Riksbanken.

Källor: OECD och Riksbanken

Diagram A28. Bidrag till arbetskostnaden per producerad enhet

Förändring i procent mellan 2009 kv1 och 2013 kv3



■ Produktivitet
■ Arbetskostnad per timme
■ Arbetskostnad per producerad enhet

Anm. Data för Grekland är säsongrensade av Riksbanken.

Källor: OECD och Riksbanken

i Frankrike eftersom landet utgör en betydande del av euroområdets ekonomi och i likhet med de skuldtyngda länderna upplevt en försämring av sin nettoställning mot utlandet.

Konkurrenskraften har förbättrats

För att de skuldtyngda länderna ska kunna åstadkomma en återhämtning baserad på ökad efterfrågan på inhemskt producerade varor och tjänster, och samtidigt stärka sin nettoställning mot utlandet, krävs en varaktig minskning av kostnaderna för att producera internationellt handlade varor och tjänster i dessa länder jämfört med i omvärlden, det vill säga en förbättring av dessa länders konkurrenskraft.⁴²

Alla sätt att mäta konkurrenskraft är behäftade med problem. Därför är det nödvändigt att skapa sig en samlad bild utifrån flera indikatorer.⁴³ En indikator på hur ett lands konkurrenskraft förändras är utvecklingen av arbetskostnaden per producerad enhet i landet relativt andra länder. Arbetskostnaden per producerad enhet påverkas av löneutvecklingen, övriga lönerelaterade kostnader såsom arbetsgivaravgifter och av produktivitetens utvecklingen. Sedan början av 2009 har arbetskostnaden per producerad enhet sjunkit i stödprogramländerna jämfört med euroområdet som helhet (se Diagram A27). En viktig bidragande förklaring är utvecklingen av arbetskostnaderna per timme. De har sjunkit i Grekland och Irland, medan de i Portugal och Spanien har stigit mindre än i euroområdet som helhet (se diagram A28). Även produktivetsförbättringar har bidragit till nedgången i arbetskostnaden per producerad enhet. Detta gäller inte minst Spanien där företagen gjort mycket stora sysselsättningsneddragningar. Italien, som haft en relativt svag produktivetsutveckling, och Frankrike, som haft relativt stora ökningar i sina arbetskostnader per timme, har enligt det här måttet båda förlorat konkurrenskraft sedan 2009.

Utvecklingen i BNP-deflatorn relativt omvärlden kan också fungera som ett mått på konkurrenskraften hos inhemskt producerade varor och tjänster.⁴⁴ Diagram A29 visar hur de skuldtyngda länderna sedan den globala finanskrisen påbörjat en pris Anpassning i förhållande till det övriga euroområdet, där den kraftigaste anpassningen skett på Irland. Även enligt detta mått har anpassningen i stödprogramländerna kommit en bit på väg de senaste åren, medan vare sig Italien eller Frankrike uppvisar någon förstärkning av sin konkurrenskraft relativt euroområdet som helhet.

Förändringar i konkurrenskraften kan också ge avtryck i handelsbalansen. Ju bättre konkurrenskraft desto mer attraktiv är landets export för omvärlden samtidigt som importerade varor och tjänster blir relativt sett mindre attraktiva. De skuldtyngda ländernas handels-

⁴² För en diskussion om möjliga definitioner på begreppet konkurrenskraft, se Konjunkturinstitutet (2012), En jämförelse av nationell konkurrenskraft i Sverige och Finland, fördjupnings-PM nr 19.

⁴³ För en diskussion och utvärdering av olika konkurrenskraftsmått, se Ca' Zorzi, Michele och Schnatz, Bernd (2007), Explaining and forecasting Euro area exports: which competitiveness indicator performs best? Working Paper nr 833, European Central Bank.

⁴⁴ BNP-deflatorn är ett prisindex som täcker alla varor och tjänster som produceras i ett land. Den procentuella förändringen i BNP-deflatorn är skillnaden mellan den procentuella förändringen av BNP i löpande priser och den procentuella förändringen av BNP i fasta priser.

balanser har förbättrats tydligt sedan början av 2011 och är nu positiva på de flesta håll (se diagram A30). En del av handelsbalansförbättringen har att göra med en låg importefterfrågan som förklaras av de skuldtyngda ländernas svaga inkomstutveckling snarare än relativpriserändringar. Diagram A31 pekar dock på att även ökade exportvolymen bidragit till utvecklingen.

Sammantaget ter det sig som om konkurrenskraften förbättrats i de euroländer som har svagast nettoställning mot utlandet, tillika de länder som är eller har varit föremål för stödprogram. Samtidigt ser Frankrike ut att ha förlorat konkurrenskraft relativt euroområdet som helhet. Italien uppvisar en viss återhämtning av handelsbalans och export men inte några tecken på att ha stärkt sin position i termer av arbetskostnader och priser.

Konkurrenskraften antas fortsätta förbättras till följd av de reformer som genomförts i flera av de skuldtyngda länderna.⁴⁵ Det är dock önskvärt med ytterligare reformer som kan leda till varaktiga produktivetsförbättringar. Med tanke på att det tenderar att vara svårt att åstadkomma nominella lönesänkningar, så kommer den fortsatta anpassningen också att underlättas när efterfrågan stärks och inflationen stiger i euroområdet som helhet. En del av produktivetsförbättringarna som uppnåtts kan dock vara ett resultat av att så många har blivit arbetslösa under krisen. I takt med att arbetslösheten faller tillbaka till mer normala nivåer finns en risk att produktivetsutvecklingen blir betydligt svagare framöver.

Privat och offentligt finansiellt sparande har ökat

Processen att minska den privata skuldsättningen har påbörjats i de skuldtyngda länderna. Den privata skuldens andel av BNP växte inte lika snabbt under 2012 som åren innan och har börjat minska i Spanien (se diagram A26).

Mest i fokus för de senaste årens oro på de finansiella marknaderna har dock varit behovet av att minska budgetunderskotten och stabilisera den offentliga skuldsättningen (se diagram A25). På många håll har det genomförts omfattande finanspolitiska åtstramningar, vilket reflekteras i förbättringar av det konjunkturjusterade offentliga primärsaldot (se diagram A32).⁴⁶ Det mest extrema fallet är Grekland som gick från ett konjunkturjusterat primärsaldo på -14 procent av potentiell BNP 2009 till ett positivt konjunkturjusterat primärsaldo 2012.

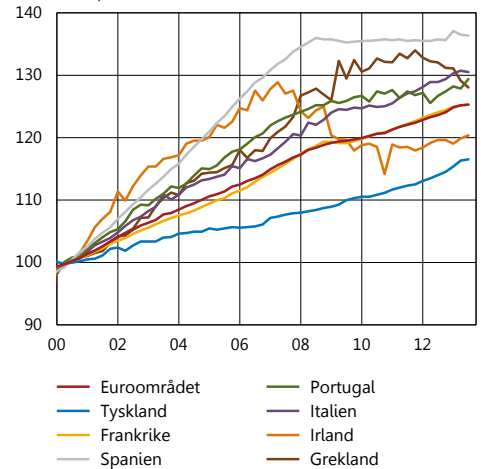
Den offentliga skuldsättningen i förhållande till BNP har dock fortsatt att stiga, delvis till följd av svag BNP-tillväxt. Mot bakgrund av en något bättre BNP-utveckling och givet IMF:s prognoser för resultatet av planerade budgetåtgärder sker dock en stabilisering av den offentliga skuldkvoten i de aktuella länderna under 2013 eller 2014,

⁴⁵ Exempelvis reformer som syftar till en större efterfrågekänslighet i lönebildningen samt liberaliseringar och ökad konkurrensutsättning, till exempel i tjänstesektorn.

⁴⁶ Eftersom såväl den offentliga sektorns inkomster och utgifter som nämnarens storlek (alltså nivån på BNP) varierar med konjunkturen, är det önskvärt att försöka åstadkomma en konjunkturjustering för att få en uppfattning om den underliggande finanspolitiska inriktningen.

Diagram A29. BNP-deflator

Index, 2000 = 100

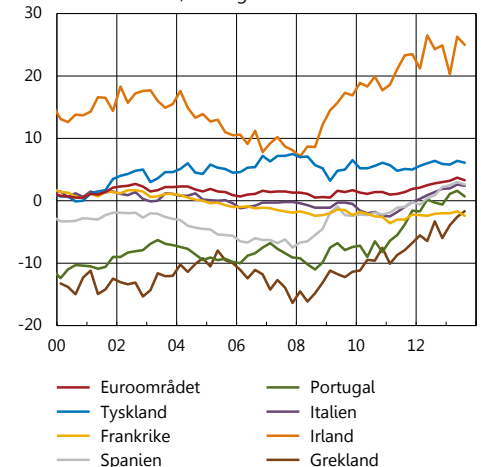


Anm. Data för Grekland är säsongrensade av Riksbanken.

Källor: OECD och Riksbanken

Diagram A30. Handelsbalans

Procent av BNP, säsongrensade data

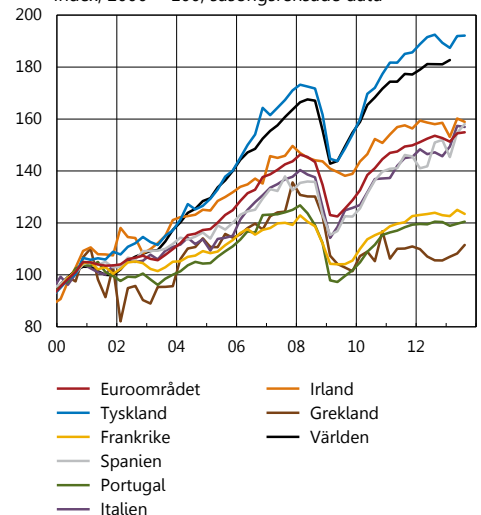


Anm. Data för Grekland är säsongrensade av Riksbanken.

Källor: Eurostat och Riksbanken

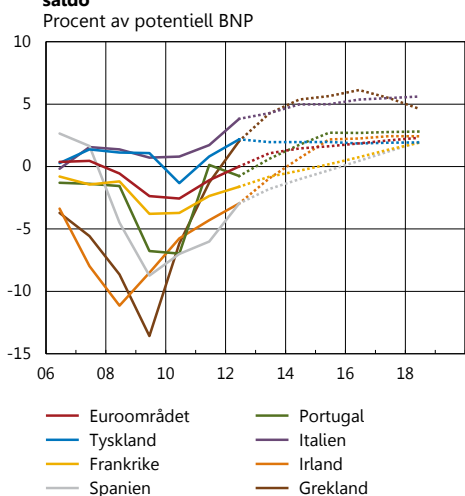
Diagram A31. Exportvolymen

Index, 2000 = 100, säsongrensade data



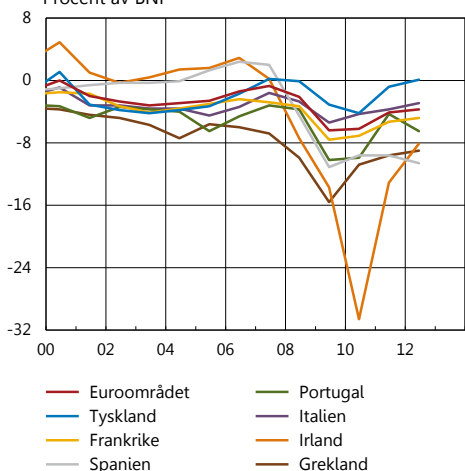
Anm. Data för Grekland är säsongrensade av Riksbanken.

Källor: Eurostat och Riksbanken

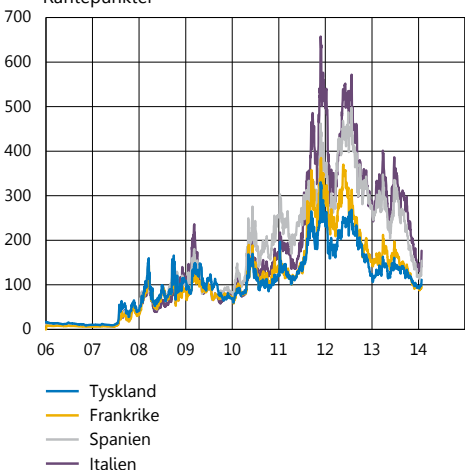
Diagram A32. Konjunkturjusterat offentligt primärsaldo

Anm. Budgetsaldo justerat för konjunkturer minus räntenetto. Till grund ligger IMF:s bedömningar av potentiell BNP och konjunkturerens effekter på offentliga inkomster och utgifter. Streckade linjer avser prognos från IMF.

Källa: IMF

Diagram A33. Offentligt finansiellt sparande

Källa: Eurostat

Diagram A34. Femåriga CDS-premier för banker

Anm. Diagrammet avser ett urval av stora banker i varje land.

Källor: Bloomberg och Riksbanken

med undantag för i Spanien där stabiliseringen av skuldkvoten förväntas dröja till 2017 (se diagram A25).⁴⁷

De budgetförstärkningar som väntas under de närmaste åren (se diagram A32) är inte obetydliga och kommer i de flesta fall efter en period då kraftiga åtstramningar redan genomförts. För att få en uppfattning om hur pass unika budgetsaneringar av den här omfattningen är så kan man studera den finanspolitiska historia för en stor grupp länder som finns samlade i en databas sammanställd av IMF.⁴⁸ Med utgångspunkt i underskotten 2009 så har de flesta länderna i databasen någon gång åstadkommit de budgetförstärkningar som väntas i Italien och Frankrike medan de i Portugal och Spanien har få motsvarigheter. De väntade budgetförstärkningarna i Grekland och Irland är särskilt stora i ett historiskt perspektiv. En varaktig minskning av skuldkvoten kräver också att man efter åren av åtstramningar undviker nya underskott. Detta belyser vilka utmaningar de skuldtyngda länderna i euroområdet står inför.

Bankerna återhämtar sig men utlåningsräntorna ligger kvar på höga nivåer

Den globala finanskrisen bidrog till att många låntagares betalningsförmåga försämrades, i synnerhet i de skuldtyngda länderna. I en del länder föll också bostadspriserna. Många bankers balansräkningar försvagades i och med detta drastiskt, vilket gjorde att deras möjligheter till marknadsfinansiering försvårades (se diagram A34) och att de blev mer återhållsamma i sin kreditgivning (se diagram A35). De starka finansiella länkarna mellan banker och stater, genom bankernas innehav av statspapper och staternas roll som implicita garantier för de inhemska banksystemen, gjorde att problemen för de skuldtyngda ländernas banker förvärrades när skuldkrisen i Europa blossade upp 2011.

Den nödvändiga förstärkningen av bankernas kapitaltäckning kan ske genom privata och offentliga kapitaltillskott, genom ackumulerade vinster eller genom att minska utlåningen. I samtliga skuldtyngda länder, och även i Frankrike, har offentliga kapitaltillskott förekommit. Samtidigt har många bankers stora placeringar av likvida medel i de egna ländernas statsobligationer genererat stora vinster i takt med att räntorna på dessa sjunkit tillbaka.

De oklarheter kring värdet på bankers tillgångar som föranlett ECB att, inför sitt övertagande av tillsynen av systemviktiga banker i euroområdet, förbereda en genomlysning av dessa under 2014, gör det svårt att i dagsläget bedöma hur balansräkningarnas status förändrats på senare år. Ett tecken på förbättring är dock att de skuldtyngda ländernas bankers lån hos ECB minskar. Ett annat är att deras upplåningskostnader mätta med CDS-premier har fallit tillbaka till nivåerna före skuldkrisen (se diagram A34), vilket kan vara ett resultat av att andra marknadsaktörer nu upplever dessa banker som mindre riskfyllda motparter än för ett par år sedan.

⁴⁷ Se *Fiscal Monitor*, oktober 2013. International Monetary Fund.

⁴⁸ För en närmare beskrivning av denna "Public Finances in Modern History Database" och hur den kan användas för detta ändamål, se Box 1 i *Fiscal Monitor*, oktober 2013. International Monetary Fund.

Ett kvardröjande problem sedan den akuta fasen av skuldskrisen är att företag i de skuldtyngda länderna får betala en avsevärt högre ränta på banklån än man gör i Frankrike och Tyskland (se diagram A36) vilket dämpar investeringarna. Det finns förhoppningar om att denna så kallade finansiella fragmentering skall kunna minska framöver, bland annat som ett resultat av den genomgång av banktillgångar som företas av ECB under 2014. Samtidigt kan den genomgången leda till nya utmaningar beroende på hur stora behov av kapitaltillskott som hittas, eftersom de gemensamma stödfonderna har begränsade möjligheter att bidra.

Slutsatser

I euroområdet växer åter BNP och Riksbanken räknar med en långsam återhämtning medan det sker en anpassning av de obalanser som byggdes upp under åren före den globala finanskrisen. Det har dock tagits tydliga steg i rätt riktning i de länder som varit föremål för stödprogram.

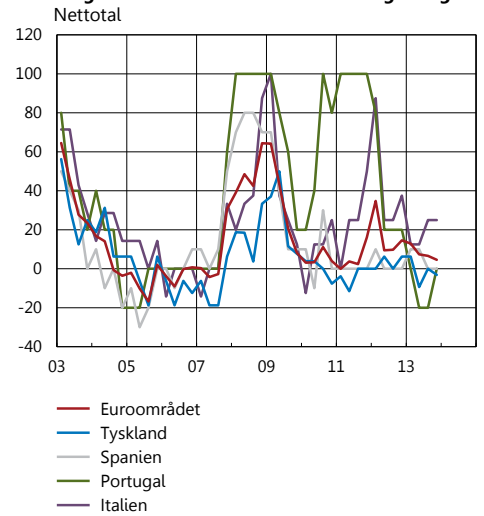
Konkurrenskraften har förbättrats, och fortsatta varaktiga förbättringar kan uppnås med stöd av såväl arbetsmarknadsreformer som reformer syftande till förbättrad konkurrens på marknaderna för varor och tjänster.

De offentliga finanserna har genomgått kraftiga förstärkningar även om det svaga konjunkturläget gör att skuldkvoterna på de flesta håll inte börjat stabiliseras förrän under innevarande år.

Bankerna har kommit en bit på väg i återställandet av sina balansräkningar och deras finansieringskostnader har sjunkit tillbaka sedan den akuta skuldskrisen. Återhämtningen i de skuldtyngda länderna hämmas dock av att räntorna till företag ännu är på betydligt högre nivåer än i exempelvis Tyskland och Frankrike.

Anpassningen går dock långsamt, i synnerhet i Italien och Frankrike, och kommer att verka återhållande på BNP-tillväxten i euroområdet som helhet under de närmaste åren.

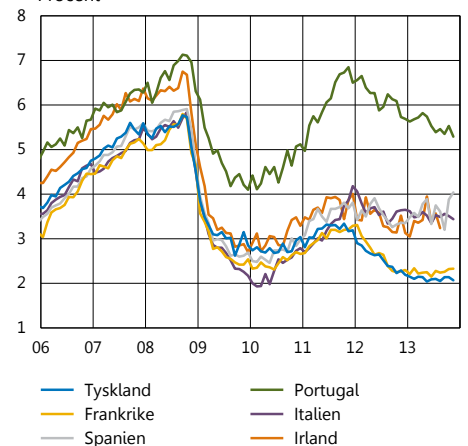
Diagram A35. Återhållsamhet i kreditgivning



Anm. Netttotal definieras som skillnaden mellan andelen banker som uppgett en mer respektive mindre stram kreditgivning jämfört med föregående period.

Källa: ECB

Diagram A36. Räntor på osäkrade lån till företag
Procent



Anm. Avser nya och omförhandlade lån oavsett löptid.

Källa: ECB