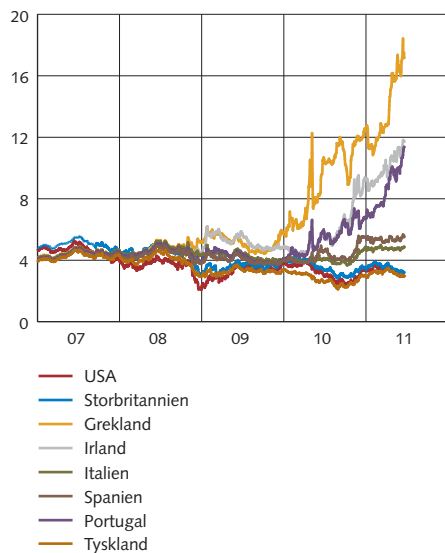


Hållbar utveckling av statsskuld?

Diagram A1. Räntor på statsobligationer med 10 års återstående löptid
Procent



Källa: Reuters EcoWin

Det statsfinansiella läget i ett antal länder är mycket bekymmersamt. Stora budgetunderskott under flera år, en utveckling som accentuerades under den finansiella krisen, har lett till att stora och växande skulder byggts upp. Skuldutvecklingen i flera länder har bedömts vara så problematisk att det blivit omöjligt för dem att låna på marknaden och akuta stödåtgärder från EU och IMF har därmed blivit nödvändiga. Dessa stödinsatser, liksom skuldavskrivningar och andra åtgärder som är avsedda att hantera de akuta problemen, kan dock inte åstadkomma en långsiktigt hållbar skuldutveckling. För det krävs strukturella och institutionella reformer som förbättrar den långsiktiga tillväxten och den finanspolitiska disciplinen.

Redan i slutet av 2009 började marknadsaktörer oroa sig för flera hårt skuldyngda europeiska länders möjlighet att kunna betala tillbaka sina skulder. Det avspeglas i räntorna på dessa länders statsobligationer (se diagram A1). Irland, Grekland och Portugal beviljades ekonomiskt stöd från EU och IMF under 2010 och 2011, i ett försök att stabilisera utvecklingen.¹⁴

Svårigheterna att genomföra de åtstramningar som utgjort villkor för stödprogrammen har under våren blivit allt tydligare. Omfattande protester och regeringskriser har förekommit på flera håll, däribland i Grekland. Landets oförmåga att uppfylla villkoren för stödprogrammet har gjort att nya utbetalningar ifrågasatts och risken för att Grekland inom kort ska ställa in betalningarna har ökat.

I dagsläget speglar marknadsprissättningen på några av euro-ländernas statsobligationer relativt höga sannolikheter för att dessa länder kommer att behöva omförhandla sina skulder. Det som främst påverkar ett lands förmåga att fullgöra sina skuldåtaganden är möjligheten att betala räntorna på den offentliga skulden.

Räntor, tillväxt och primärsaldon avgör hur skulden utvecklas

Utvecklingen av ett lands skuld kan skrivas som

$$D_t = (1+r_t)D_{t-1} - P_t \quad (1)$$

där D_t är skulden,¹⁵ r_t räntan och P_t primärsaldot (det vill säga skillnaden mellan inkomsterna och alla utgifter utom räntebetalningar). Skulden växer med andra ord så länge landets ränteutgifter är högre än primärsaldot. Delar man ekvation (1) med BNP och drar ifrån den ingående skuldkvoten d_{t-1} kan skuldkvotens förändring från ett år till nästa uttryckas som

$$\Delta d_t = \lambda_t d_{t-1} - p_t \quad (2)$$

där $\lambda_t = (r_t - g_t)/(1+g_t)$ kan kallas för ränte-tillväxt-differensen.¹⁶ Av detta framgår att om den genomsnittliga ränta ett land behöver

¹⁴ Se vidare Finansiell stabilitet 2011:1, Sveriges riksbank.

¹⁵ Här avses bruttoskulden, dvs. alla skulder som kräver räntebetalningar och amorteringar.

¹⁶ Ränte-tillväxt-differensen benämns ibland också tillväxtjusterad ränta.

betala på sin statskuld överstiger tillväxten (g) i ekonomin behöver landet ha ett positivt primärsaldo för att inte skuldkvoten ska stiga.

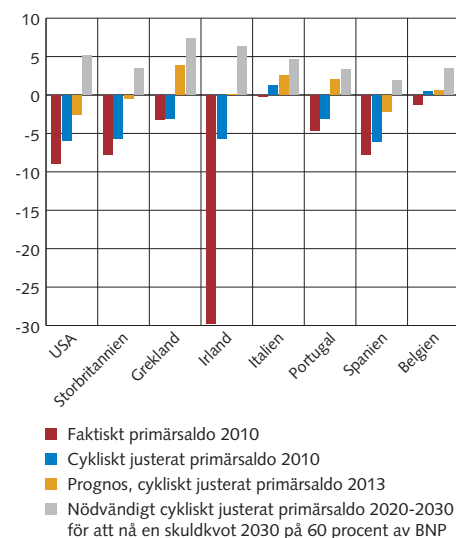
I de utvecklade ekonomierna¹⁷ har den genomsnittliga differensen mellan räntesats och BNP-tillväxt varit 1,6 procentenheter mellan 1981 och 2008, men variationen har varit stor såväl över tid som mellan länder.¹⁸ Ränte-tillväxt-differensen tenderar att vara större då statskuden är högre. Detta skulle kunna förklaras av att en högre statskuld tenderar att ge högre långa räntor och lägre tillväxt till följd av en större sårbarhet vid framtida kriser, en större risk för framtida inflation och för skuldavskrivningar, en större osäkerhet om den framtida utvecklingen och ett högre förväntat skatteuttag på avkastningen på investeringar. Skattningar pekar på att ränte-tillväxt-differensen vid en skuldsättning på över 90 procent av BNP är omkring 2 procentenheter högre än vid en skuldsättning på mellan 60 och 90 procent av BNP.¹⁹

Högt skuldsatta länder som tvingas betala höga räntor utan att samtidigt ha en hög tillväxt måste ha ett högt primärsaldo bara för att kunna stabilisera sin offentliga skuld som andel av BNP. En enkel tumregel som följer av ekvation (2) är att vid en skuldkvot på 100 procent så behöver primärsaldot vara minst lika stort som ränte-tillväxt-differensen för att skuldkvoten inte ska öka ytterligare. Det samband som tycks råda mellan skuldnivån och ränte-tillväxt-differensen talar för att högt skuldsatta länder har anledning att sänka sin skuldsättningsgrad för att undvika ännu högre räntekostnader framöver. Det beror på att skuldsättningen i de flesta fall ökat kraftigt under senare år och att en stor del av räntekostnaderna i dagsläget alltså härrör sig från lån som togs då skuldsättningen, och därför räntorna, var betydligt lägre.

En hållbar skuldutveckling kan kräva stora överskott i många år

Av resonemanget följer att flera länder behöver ha stora överskott i det primära soldot i många år om skuldavskrivningar ska kunna undvikas. I regelbundet uppdaterade räkneexempel visar IMF hur mycket primärsaldot behöver förbättras i ett antal olika länder för att de ska uppnå en offentlig skuldkvot på 60 procent av BNP år 2030.²⁰ Budgetsaneringsstrategin som IMF tar sin utgångspunkt i innebär att primärsaldot gradvis förbättras fram till 2020; en nivå som sedan bibehålls fram till 2030.²¹ Diagram A2 visar utgångsläget 2010 liksom IMF:s prognos för 2013 och det primärsaldo som behöver uppnås 2020 enligt budgetsaneringsstrategin. Räkneexemplet bygger på en ränte-tillväxt-differens på 1 procentenhet för samtliga länder från och med 2015, vilket ungefär motsvarar genomsnittet för de utvecklade ekonomierna sedan 1991. Skillnaden mellan det faktiska och det strukturella primärsaldot 2010 är den förbättring som man räknar med

Diagram A2. Åtstramningsbehov
Procent av BNP



Anm. Primärsaldo = budgetsaldo-räntenetto. Cykliskt justerat primärsaldo är primärsaldot justerat för konjunkturen.

Källa: IMF Fiscal Monitor april 2011

¹⁷ Enligt IMF:s definition som huvudsakligen baserar sig på länders BNP per capita, exportdiversifiering och grad av integration i det globala finansiella systemet. För detaljer se <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/01/data/groups.htm#cc>.

¹⁸ IMF Fiscal Monitor November 2010.

¹⁹ IMF Fiscal Monitor November 2010.

²⁰ En skuldkvot understigande 60 procent anses långsiktigt hanterbar för utvecklade ekonomier och är ett av de krav som EU:s stabilitets- och tillväxtpakt ställer på medlemsländerna.

²¹ IMF Fiscal Monitor April 2011.

automatiskt följer av tillväxtprognoserna (i Irlands fall beror en betydande del av 2010 års underskott på de kapitaltillskott som lämnats till inhemska banker).

Grekland, med en offentlig skuldkvot på 142 procent, skulle fram till 2020 behöva lyckas förbättra primärsaldot som andel av BNP med drygt 10 procentenheter och därefter upprätthålla en nivå på cirka 7,4 procent. Irland, som har en lägre skuldkvot (96 procent), behöver inte nå ett riktigt lika högt primärsaldo som Grekland, men har å andra sidan ett sammantaget åtstramningsbehov på drygt 12 procentenheter eftersom underskottet är så stort i utgångsläget. Portugal, som nyligen också blev föremål för ett stödprogram, behöver enligt kalkylen åstadkomma budgetåtstramningar motsvarande drygt 6 procentenheter.

Sett till det primärsaldo som behöver upprätthållas på längre sikt och de sammantagna åtstramningar som krävs för att nå dit är den offentligfinansiella situationen mycket allvarlig också i USA och Storbritannien. Men i och med att de har egna valutor, och i synnerhet i USA:s fall en alltför attraktiv marknad för landets statsskuldinstrument, är risken att hamna i en ohållbar finansieringssituation mindre för dessa länder än för de statsfinansiellt svaga länderna i euroområdet.

De länder som ännu inte behövt söka stöd har bättre förutsättningar att uppnå en hållbar skuldutveckling

Utöver Grekland, Irland och Portugal, som redan blivit föremål för stödinsatser från EU och IMF, så har uppmärksamhet på senare tid stundtals också riktats mot svagheter i Spaniens och Italiens offentliga finanser. Med en skuldkvot 2010 på 60 procent, skulle Spanien enligt IMF:s räkneexempel behöva förbättra sitt primärsaldo med 8 procentenheter till runt 2 procent av BNP medan motsvarande åtstramning för Italien (med en skuldkvot på 119 procent) skulle behöva uppgå till drygt 3 procentenheter för att man ska nå ett primärsaldo på nära 5 procent av BNP.

Några möjliga hinder för att länderna i fråga ska kunna leva upp till den antagna budgetsaneringsstrategin är en bristande förmåga att förbättra primärsaldot i den storleksordning som skisseras, att räntetillväxt-differensen inte begränsar sig till den antagna nivån på 1 procentenhet och att skuldkvoten stiger på grund av stöd till inhemska banker (som i det irländska fallet).

Till skillnad från Portugal, där åtstramningen skulle behöva leda till ett primärsaldo som är närmare 5 procentenheter högre än genomsnittet under tiden från införandet av den gemensamma valutan fram till 2007, ligger de primärsaldon som på lite sikt behöver uppnås av Spanien och Italien inte helt utanför de historiska ramarna (se tabell A1).

Tabell A1. Nyckelförutsättningar för skuldutvecklingen

Procent av BNP om annat ej anges

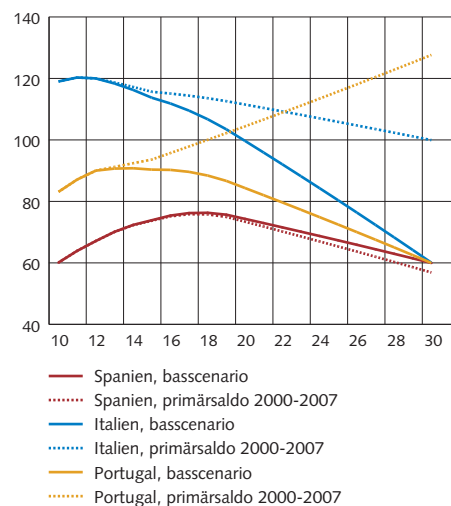
	Grekland	Irland	Italien	Portugal	Spanien	Storbritannien	USA
Skuldkvot 2010	142	96	119	83	60	77	92
Primärsaldo 2020-2030 för en skuldkvot 2030 på 60%	7,4	6,3	4,6	3,3	1,9	3,4	5,1
Genomsnittligt primärsaldo 2000-2007	-0,1	2,2	2,2	-1,2	2,3	-0,4	-3,1
Ökningar i pensions- och hälsovårdsutgifter 2010-2030	3,5	2,0	1,4	4,2	2,1	4,2	6,2
Extern skuldandel (procent av total offentlig skuld) 2010	62	59	47	66	50	27	32

Anm. Det genomsnittliga primärsaldot gäller åren 2001-2007 för USA. Den externa skuldandelen gäller den utlandsbaserade andelen av ägandet av landets offentliga skuld det tredje kvartalet 2010. I Greklands fall gäller det andelen av omsättningsbara obligationer, för övriga såväl omsättningsbara som icke omsättningsbara obligationer.

Källor: Joint BIS-IMF-OECD-World Bank External Debt Hub, IMF och Riksbanken

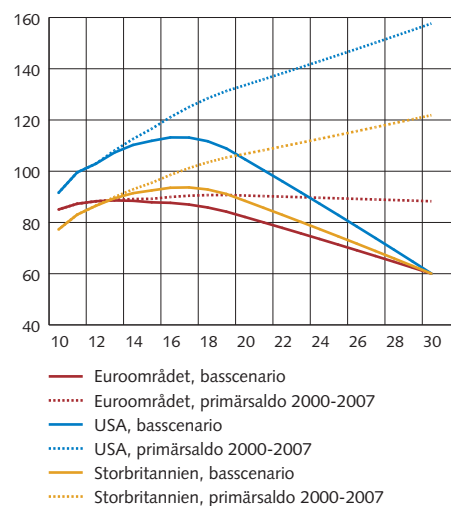
I beräkningarna av åtstramningsbehoven ingår inte de ökningar i pensions- och hälsovårdsutgifter som väntas för de flesta utvecklade länder under de närmaste årtiondena (se tabell A1). Även här ligger Spanien och Italien bättre till än Portugal, med skillnader på mellan 2 och 3 procentenheter i uppskattade ytterligare åtstramningsbehov.

Diagram A3 visar skuldutvecklingen för Portugal, Spanien och Italien, dels utifrån de antaganden om primärsaldots utveckling som ligger till grund för diagram A2, dels med antagandet att man bara förmår nå upp till det genomsnittliga primärsaldot under åren 2000-2007 (se tabell A1). Som en jämförelsenorm visar diagram A4 motsvarande skuldutvecklingsbanor för euroområdet som helhet, USA och Storbritannien. Spaniens förhållandevis goda historiska primärsaldon pekar på att en återgång till dessa skulle ge en lägre skuldkvot än i basscenariot, medan Italien skulle få leva med en betydligt högre skuldkvot. Till skillnad från i Portugal är primärsaldona i Spanien och Italien dock tillräckligt goda för att stabilisera, och på litet sikt sänka, skuldkvoten från utgångsläget 2010.

Diagram A3. Skuldutveckling vid olika primärsaldon
Procent av BNP

Anm. Basscenariot enligt IMF:s budgetsaneringsstrategi för att nå en skuldkvot på 60 procent 2030. Streckade linjer anger skuldkvoten om basscenariots antaganden för primärsaldo att uppnå 2020 ersätts med genomsnittet 2000-2007.

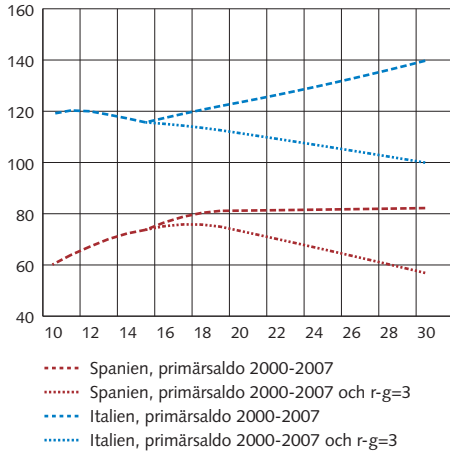
Källor: IMF och Riksbanken

Diagram A4. Skuldutveckling vid olika primärsaldon
Procent av BNP

Anm. Basscenariot enligt IMF:s budgetsaneringsstrategi för att nå en skuldkvot på 60 procent 2030. Streckade linjer anger skuldkvoten om basscenariots antaganden för primärsaldo att uppnå 2020 ersätts med genomsnittet 2000-2007.

Källor: IMF och Riksbanken

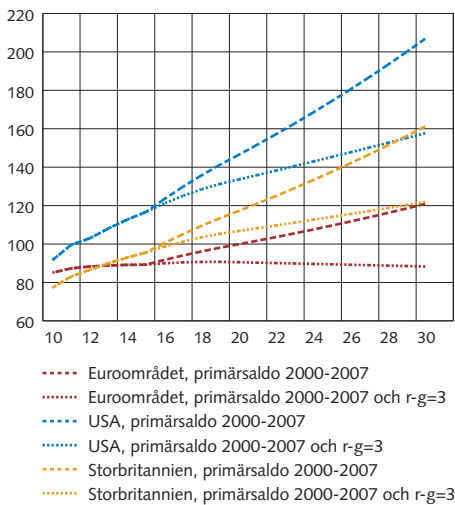
Diagram A5. Skuldutveckling vid högre ränte-tillväxt-differens
Procent av BNP



Anm. Skuldkvoten med basscenariets antaganden för primärsaldo att uppnå 2020 ersatta med genomsnittet 2000-2007, respektive en ränte-tillväxt-differens fr.o.m. 2016 på 3 procentenheter istället för 1 procentenhet.

Källor: IMF och Riksbanken

Diagram A6. Skuldutveckling vid högre ränte-tillväxt-differens
Procent av BNP



Anm. Skuldkvoten med basscenariets antaganden för primärsaldo att uppnå 2020 ersatta med genomsnittet 2000-2007, respektive en ränte-tillväxt-differens fr.o.m. 2016 på 3 procentenheter istället för 1 procentenhet.

Källor: IMF och Riksbanken

Skulle oro på de finansiella marknaderna resultera i en högre ränte-tillväxt-differens kan skuldutvecklingens hållbarhet dock äventyras även i Spanien och Italien. Det illustreras i diagram A5 där en ränte-tillväxt-differens på 3 procentenheter istället för 1 procentenhet kombineras med genomsnittliga primärsaldon under perioden 2000-2007 (se diagram A6 för motsvarande utveckling i euroområdet som helhet, USA och Storbritannien). Det finns dock anledning att vänta sig att ränte-tillväxt-differensen skulle sjunka under denna höga nivå ifall man lyckas med att sjsätta en trovärdig budgetsaneringsstrategi.

Samtidigt som de åtstramningar som är nödvändiga för att nå en hållbar skuldutveckling kan sänka upplåningskostnaderna och höja effektiviteten i användningen av offentliga resurser så kan åtgärderna på kort sikt förväntas bromsa den reala tillväxten genom att de håller tillbaka den inhemska efterfrågan. Ett viktigt bidrag till den reala tillväxten behöver då komma från export och detta förutsätter låga prisökningar, vilket begränsar den nominella tillväxten. Med nominella räntor som utöver riskpremier bestäms av förhållanden i euroområdet som helhet, riskerar man därmed en tämligen stor ränte-tillväxt-differens. Det torde slå hårdare mot länder med högre ingående skuld, det vill säga hårdare mot Italien än Portugal och minst mot Spanien som har en mer blygsam skuldkvot i utgångsläget.

För att en exportledd tillväxt ska kunna bidra till en låg ränte-tillväxt-differens, behöver de statsfinansiellt svaga länderna i euroområdet vända på den negativa trend i konkurrenskraften relativt övriga euroländer som visas i termer av utvecklingen av arbetskostnaden per producerad enhet (se diagram A7). Än så länge kan en sådan vändning endast skönjas i Irland och i någon mån Spanien.

I de politiska överväganden som avgör om ett skuldyngt land tar steg mot skuldnedskrivningar i någon form kan även andelen av den offentliga skulden som hålls utanför landet spela en roll. Ju högre extern skuldsättning desto lägre andel av de direkta kapital- och ränteinkomstförlusterna vid en skuldnedskrivning skulle drabba väljare i landet.²² De länder som redan har stödprogram utmärker sig i en jämförelse med sina relativt höga externa skuldandelar (se tabell A1). Den externa skuldandelen i Portugal, Irland och Grekland är omkring 60 procent eller däröver, medan den är strax under 50 procent i Spanien och Italien och ännu lägre i Storbritannien och USA.

²² D. Gros, "External versus domestic debt in the euro crisis", Policy Brief nr 243, Centre for European Policy Studies, 2011.

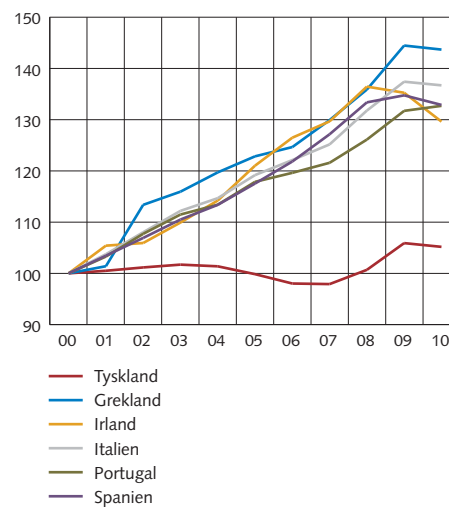
Sammanfattningsvis finns det alltså några viktiga skillnader mellan de länder som hittills behövt söka stöd hos EU och IMF och andra länder med statsfinansiella problem som talar emot en utvidgning av kretsen länder med stödbehov. För Spanien och Italien räcker det med en återgång till det genomsnittliga primärsaldot under perioden med euron fram till året före finanskrisen för att deras skuldkvoter ska börja sjunka medan detta i Portugals fall skulle innebära en fortsatt stigande skuldkvot.²³ De förväntade ökningarna av pensions- och hälsovårdsutgifterna under de närmaste decennierna är också betydligt mindre i Spanien och Italien.

Det finns alltså sammantaget något bättre förutsättningar för att kunna hantera skuldutvecklingen i Spanien och Italien än i de länder som redan behövt söka stöd från EU och IMF. Upplåningskostnadernas betydelse gör dock att bestående krav på högre räntor till följd av oro kring hållbarheten i ett lands skuldutveckling kan bli självuppfyllande.

Reformer är nödvändiga för att minska risken för framtida statsfinansiella kriser

För de länder som redan är eller blir föremål för skuldavskrivningar, stödprogram och andra åtgärder bör det stå klart att dessa åtgärder endast är avsedda att hantera de akuta problemen och inte kan ersätta nödvändiga strukturella och institutionella reformer som förbättrar långsiktig tillväxt och finanspolitisk disciplin. Det är bara genom sådana reformer som det är möjligt att i framtiden minska risken för nya statsfinansiella kriser.

Diagram A7. Arbetskostnad per producerad enhet
Index 2000 = 100



Källa: OECD

²³ För Spanien och Italien skulle en återgång till primärsaldon på 2000-2007 års nivåer dock inte räcka till för att uppfylla tillväxt- och stabilitetspaktens krav på skuldnivån förrän efter 2030.