Sieps
Svenska institutet för europapolitiska studier

Februari 2021:3epa

EUROPAPOLITISK ANALYS

# EU ökar upplåningen på finansmarknaden

Alexandra Leonhard*

## Sammanfattning

I oktober 2020 startade EU:s gemensamma upplåning med EU:s budget som säkerhet. Detta för att finansiera EU:s stödprogram SURE, som går till medlemsländernas kostnader för korttidsarbete. Av 27 EU-länder har 18 valt att ansöka om stöd medan nio har valt att stå utanför. Denna analys beskriver varför.

Vissa EU-länder har så hög offentlig skuldsättning att de på egen hand har svårt att öka skulderna ytterligare. Länder med lägre skuldsättning och högre trovärdighet för sina statsfinanser kan, däremot, låna direkt på finansmarknaden till villkor som är minst lika bra som de som erbjuds genom SURE. För de länderna finns ingen anledning att gå genom EU:s ansökningsprocess för att sedan låta EU kontrollera dem så att pengarna har gått till rätt saker.

Sverige, som har hög trovärdighet för sina statsfinanser, har varit ganska kritiskt mot gemensam EU-upplåning och har därmed inte ansökt om lån genom SURE. Likt övriga länder som inte har ansökt om lån genom SURE, har Sverige dock ställt sig bakom planerna och garanterar lånen dels genom EU-budgeten som säkerställer lånen, dels genom en extra garanti som medlemsstaterna tillsammans står för. EU-länderna visar därmed att de står enade, vilket minskar risken för spekulation mot individuella länder och ökar förtroendet för unionen. Det leder även till ökad finanspolitisk integration.

* Alexandra Leonhard är forskare i nationalekonomi vid Sieps, med inriktning på EU-ländernas skulder och EMU-frågor. Hon har doktorerat inom penningpolitik och har tidigare arbetat på Ekonomistyrningsverket, Boverket, Finansinspektionen och Finansdepartementet.

## 1. Inledning

Nedstängningen för att stoppa spridning av coronaviruset har lett till ekonomisk recession i EU. EU:s samlade BNP förväntas minska med cirka 8 procent i reala termer under 2020, enligt IMF:s och Europeiska kommissionens senaste prognoser (oktober respektive november 2020a). Prognoserna är gjorda med antaganden om att ekonomiernas stödpaket kommer igång som planerat. Stöden som krävs leder till stora budgetunderskott. Europeiska kommissionen (fortsättningsvis EU-kommissionen eller kommissionen) initierade därför i maj 2020 ett gemensamt stödprogram som ska hjälpa länderna att klara av de oväntade extrautgifterna. Stödpaketet SURE (Support to mitigate Unemployment Risk in an Emergency) är i praktiken en lånefacilitet som ska finansiera korttidsarbete, inkomstbortfall för egenföretagare och familjer samt upprätthålla produktivitet och humankapital i företagen.

För att finansiera SURE har EU-kommissionen, sedan oktober 2020, emitterat obligationer[1] på finansmarknaden. Kommissionen planerar att fortsätta emitteringen av obligationer för att även finansiera Next Generation EU och dess facilitet för återhämtning och resiliens. EU-länderna kommer genom kommissionen att gemensamt emittera obligationer till ett värde på maximalt 772,5 miljarder euro inom de två programmen,[2] vilket motsvarar 5,5 procent av EU:s BNP. Säkerheten för obligationerna utgörs av EU-budgeten och en extra garanti som länderna ställer upp med.

Det var på förhand svårt att veta hur EU-obligationerna skulle tas emot av finansmarknaden, men mottagandet blev mycket varmt. Efterfrågan på obligationerna översteg utbudet med 14 gånger när försäljningen startade den 20 oktober 2020. Under november gav kommissionen ut ytterligare obligationer och då översteg efterfrågan utbudet med 13 gånger. SURE är som sagt endast starten på något som förmodligen kommer att få stor betydelse för kapitalmarknaden och för euron som världsvaluta.

Den gemensamma upplåningen innebär djupare ekonomisk integrering och somliga ser det som ytterligare ett steg mot gemensam finanspolitik. Det som just nu händer är en stor förändring men i Sverige har det inte talats särskilt mycket om det. Det kan bero på att Sverige inte har ansökt om lån genom SURE samt var mycket kritiskt till Next Generation EU.

Än så länge har 18 länder ansökt om drygt 90 miljarder euro ur programmet som har ett tak på 100 miljarder euro. Det betyder att nio länder har valt att avstå från att ansöka om medel. Dessa är:

1. Tyskland
2. Nederländerna
3. Sverige
4. Finland
5. Frankrike
6. Estland
7. Luxemburg
8. Danmark
9. Österrike

Man kan fråga sig varför en tredjedel av EU:s medlemsstater[3] väljer att inte låna pengar genom SURE? Vad finns det för anledningar och vad betyder det för EU-samarbetet? Denna analys ska besvara dessa frågor och förhoppningsvis flera på vägen.

---

[1] I media har dessa obligationer kallats SURE-obligationer eller coronaobligationer. I denna analys kallar jag dem för EU-obligationer. Det finns nämligen många andra aktörer som ger ut coronaobligationer i rådande tider och kommissionen kommer att fortsätta att ge ut obligationer för att finansiera nästa stödprogram, varför det blir märkligt att begränsa namnet till SURE-obligationer när vi talar om upplåning inom SURE och återhämtnings- och resiliensfaciliteten.

[2] Det två programmen baseras på EU-länders ansökningar om medel. Beloppen anger därmed tak för hur mycket som maximalt kan lånas upp.

[3] De utgör 59 procent av EU:s BNP.

## 2. Hur fungerar SURE och återhämtnings- och resiliensfaciliteten?

EU-länderna måste ansöka om att få låna genom SURE. Medel ska gå till korttidsarbete eller liknande program som hjälper medborgare att behålla sina jobb och minskar risken för förlorade inkomster. Än så länge har länderna i tabellen nedan ansökt om drygt 90 miljarder euro. Storleken på lånen som medlemsstaterna kan få beror på landets bruttonationalinkomst (BNI) samt hur stora behov de har av hjälp. Fram tills i december 2020 hade 40 miljarder euro betalats ut. SURE har på så sätt blivit en symbol för EU-ländernas solidaritet med varandra, då EU-budgeten, som SURE använder som säkerhet, garanteras gemensamt av EU:s medlemsstater. Istället för solidaritet kan man även mena att EU-länderna väljer att dela på skuldbördan eller att det i förlängningen handlar om fördelningspolitik. Tabell 1 visar beloppen som länderna ansökt.

**Tabell 1.** Belopp som länder ansökt inom SURE

| Land | Miljarder euro | Procent av BNI (2019) |
|---|---|---|
| Belgien | 7,8 | 1,6 |
| Bulgarien | 0,5 | 0,9 |
| Tjeckien | 2 | 1,0 |
| Grekland | 2,7 | 1,4 |
| Ungern | 0,5 | 0,4 |
| Spanien | 21,3 | 1,7 |
| Kroatien | 1 | 1,9 |
| Irland | 2,5 | 0,9 |
| Italien | 27,4 | 1,5 |
| Cypern | 0,5 | 2,2 |
| Lettland | 0,2 | 0,6 |
| Litauen | 0,6 | 1,3 |
| Malta | 0,2 | 2,0 |
| Polen | 11,2 | 2,2 |
| Portugal | 5,9 | 2,8 |
| Rumänien | 4 | 1,8 |
| Slovakien | 0,6 | 0,7 |
| Slovenien | 1,1 | 2,3 |

Källa: EU-kommissionen https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure_sv.

För att få ta del av medlen måste länderna ansöka hos EU-kommissionen. Kommissionen och medlemsstaten kommer tillsammans överens om villkor för lånen. Överenskommelsen presenteras sedan för Europeiska unionens råd som godkänner lånets storlek och villkor. Rådet ska ta hänsyn till landets situation och förväntade behov av ekonomiskt stöd. Landet måste uppfylla principerna om likabehandling, solidaritet, proportionalitet och insyn för att bli godkänt. Villkoren för lånet ska vara fördelaktiga för medlemslandet. Alla medlemsländer kan ansöka om lån men de länder och projekt som godkänns under SURE kommer att få ökad revision. SURE är ett tillfälligt program och därför ska kommissionen (varje halvår) göra en bedömning om de ovanliga omständigheterna som stör den ekonomiska utvecklingen fortfarande råder. (Europeiska unionens råd 2020)

EU-kommissionen är emittent av EU-obligationer, det vill säga att kommissionen lånar på finansmarknaden och medlemsländerna lånar av EU. Upplåning och utlåning har samma löptider och för SURE ligger löptiderna på 3 till 30 år beroende på vad kommissionen och medlemslandet har kommit överens om. Kommissionen lånar, som sagt, med budgeten som säkerhet. För att den inte ska påverkas negativt om något medlemsland fallerar på sin skuld garanterar alla EU-länder gemensamt ytterligare 25 procent mer än den summa som kommissionen lånar upp. Precis som obligationer som emitteras av den europeiska atomenergigemenskapen är obligationerna noterade på Luxemburgs börs enligt luxemburgsk lag.

Återbetalningen kommer att börja efter år 2027 och avslutas senast 2058. Men för att underlätta återbetalning, planerar kommissionen att öka sina egna medel genom olika skatter (så kallade egna medel).

För att fortsatt stödja den ekonomiska återhämtningen har EU beslutat att låna upp ytterligare medel inom programmet Next Generation EU som finansieras med hjälp av återhämtnings- och resiliensfaciliteten. Faciliteten kommer att implementeras inom ramen för kommissionens årliga strategi för hållbar tillväxt. Förra året kom kommissionen med en ny tillväxtstrategi och villkoren för återhämtnings- och resiliensfaciliteten kommer att baseras på den, det

vill säga: hållbarhet, produktivitet, rättvisa och makroekonomisk stabilitet. För att få ta del av bidrag och lån ska länderna lämna in sina planer på vilka investeringar och reformer de tänker genomföra mellan den 15 oktober 2020 och den 30 april 2021. Investeringarna och reformerna ska vara i linje med vad kommissionen har påtalat i de landspecifika rekommendationerna för 2019 och 2020.

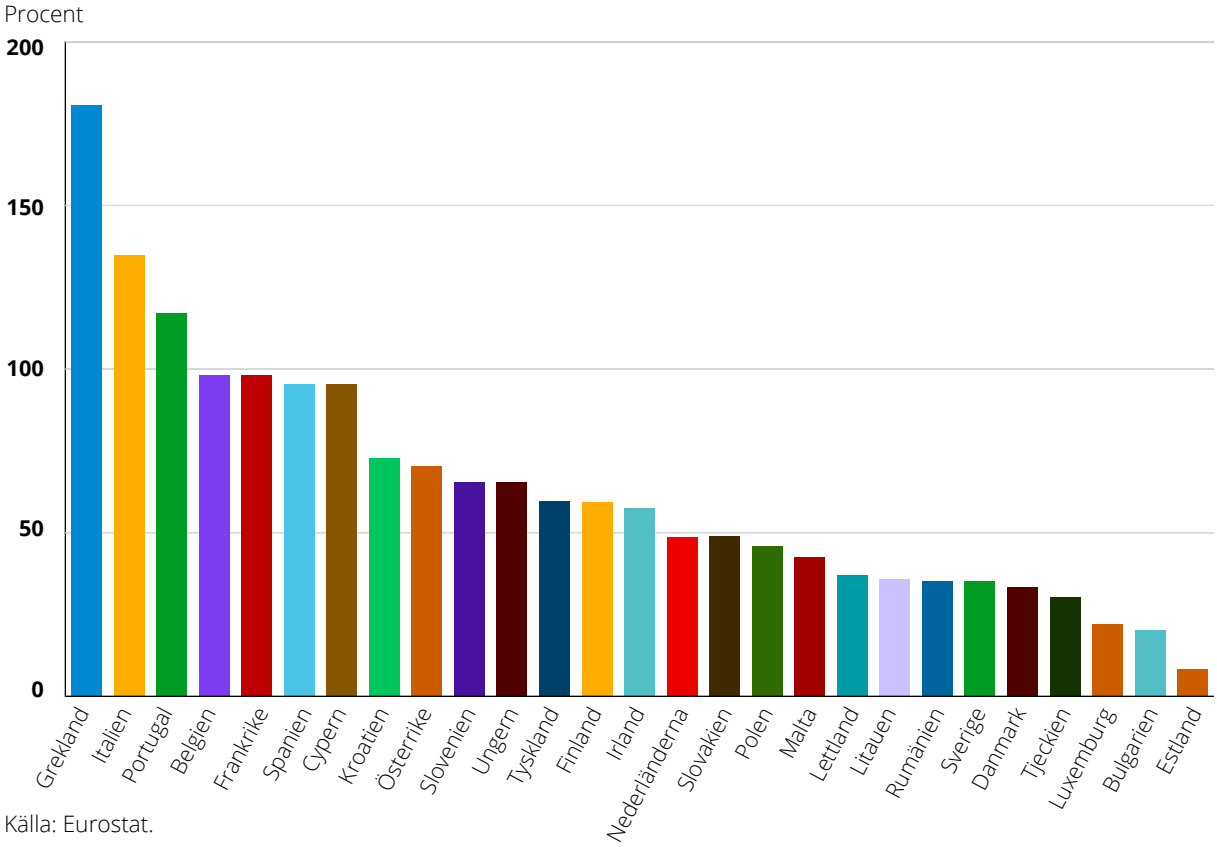
## 3. Varför behövs gemensam EU-upplåning?

Vi inleder detta avsnitt med att titta lite närmare på den nuvarande skuldnivån i de olika EU-länderna och på ländernas kreditbetyg.

### 3.1 Coronakrisen ökar skulderna i EU-länderna

Inom EU har vissa länder hög skuldsättning. År 2019 hade EU-området en genomsnittlig statsskuld på 78 procent av BNP. Det är högre än Maastrichtkriteriet som tillåter en statsskuld på 60 procent av BNP. Euroområdet hade en något högre skuldnivå på 84 procent av BNP. Skulderna i de individuella länderna visas nedan.

**Figur 1.** Statsskuld som procent av BNP 2019



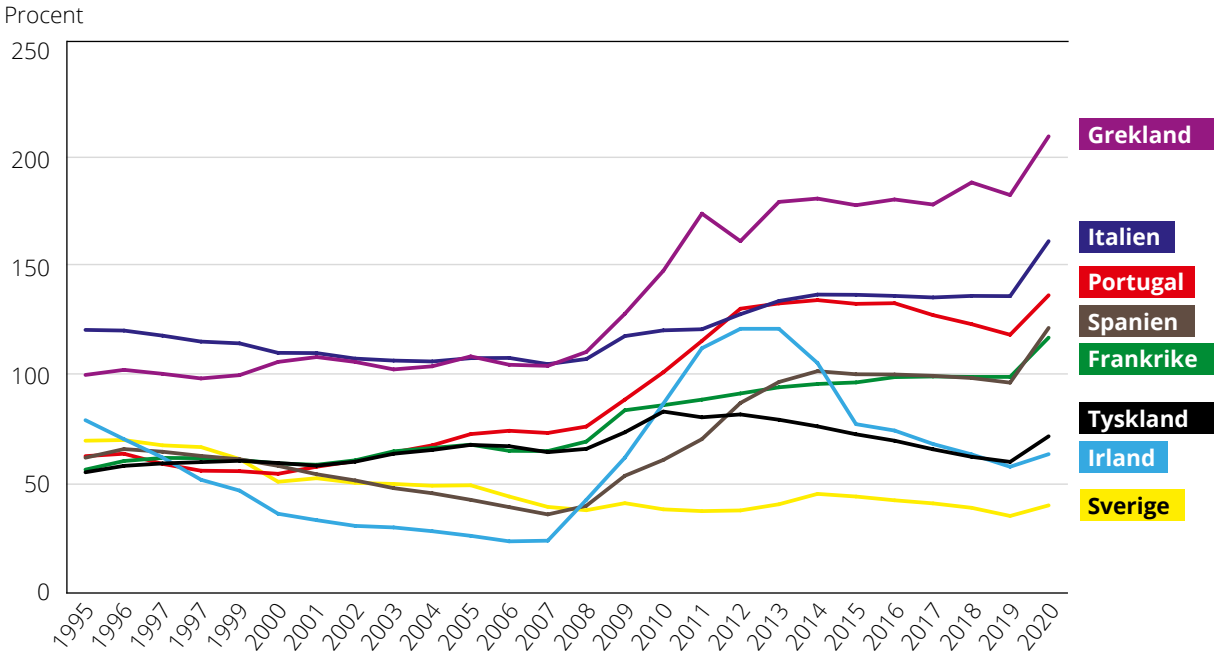

Källa: Eurostat.

Grekland är som bekant det land i Europa som kämpar med högst statsskuld. Men även stora ekonomier som Italien, Frankrike och Spanien har under lång tid haft skulder som har bitit sig fast på höga nivåer.

OECD (2012) menar att statsskulderna tenderar att öka över tid. Det beror på att när länder befinner sig i ekonomiska kriser går först de finanspolitiska automatiska stabilisatorerna igång. Det betyder att staten får finansiera högre arbetslöshet, ökade utbildningskostnader samt övriga kostnader som uppkommer vid företagskonkurser och ökad arbetslöshet. Dessa åtgärder är sällan nog för att stävja allvarliga ekonomiska kriser och därför vidtar politikerna

gärna ytterligare, extraordinära, åtgärder. Exempel på detta är sänkt moms (som i Tyskland för tillfället) eller finansiering av korttidsarbete som förhindrar uppsägningar. När ekonomin återhämtar sig och börjar växa är det svårt att införa lika extraordinära åtgärder som leder till att skulderna åter minskar i samma omfattning. Därmed tenderar skulder att krypa uppåt över tid. Om skulderna blir tillräckligt stora kan de hindra ekonomisk stimulans vid nästa kris. Och politiker kan bli tvungna att bedriva kontracyklisk politik för att hindra skulderna från att öka så mycker att landet får betalningssvårigheter. Man kan säga att högt skuldsatta länder i EU står inför detta dilemma. Som vi ser nedan har de lyckats olika bra med att minska skuldbördan[4] efter finanskrisen för tio år sedan.

**Figur 2.** Statsskuld som procent av BNP




Anm. Statistiken för 2020 är EU-kommissonens prognos, publicerad den 5 november 2020. Den inkluderar alla hittills kända stimulansåtgärder. Källa: Eurostat.

Bilden ovan visar att Greklands statsskuld sannolikt är på väg upp över 200 procent av BNP och att Italien når 160 procent 2020. Höga skulder[5] innebär stora risker och investerare vill ha betalt för att ta risk. Det betyder att högre skulder leder till högre kostnader för landet. Just nu har Europeiska centralbanken (ECB) utökat sina stödköp av euroländernas statsskulder på andrahandsmarknaden. Länderna får på så sätt lägre kostnader för att låna pengar jämfört med vad de skulle haft utan ECB:s stödköp.[6] ECB:s pandemiprogram startade i mars 2020 och ska avslutas i mars 2022. Under denna period har ECB ålagt sig att köpa statsobligationer från alla euroländer oavsett kreditbetyg. Fram till dess kommer euroländerna att kunna finansiera sig med stöd av ECB. Och förhoppningen är att de kommer att hinna att göra reformer som leder till framtida tillväxt (Consiglio och Zenios, 2020).

Höga skulder leder till sämre kreditbetyg. Kreditbetygen är av stor betydelse för emittenter

[4] Här visas skuldkvoten mot BNP, att BNP ökar leder till att kvoten naturligt borde minska även om skulderna inte minskar.
[5] Höga skulder behöver inte nödvändigtvis vara ett problem, se Blanchard (2019). Men i denna text fokuserar jag på risk och kreditbedömning.
[6] Stödköpen gör att efterfrågan ökar på marknaden. Det leder till generellt högre priser och lägre räntor.

och investerare. Många institutionella investerare har regler för hur riskabla deras investeringar får bli. Man skiljer på ”investment grade” (som hos Moody’s går från Aaa till Baa3) och ”high yield” (också kallad ”junk bond”) som har lägre kreditbetyg. När ett land får betyget high yield innebär det att vissa aktörer[7] på marknaden inte får köpa statsobligationer från landet, då de kan ha regler som begränsar hur mycket risk det får vara i deras investeringar. Då minskar efterfrågan på statsobligationen och priset sjunker. De som investerar vill ha ersättning för den risk de tar, och då ökar räntan på statsobligationen. Det blir med andra ord betydligt dyrare att finansiera statsskulden för ett land som har fått ett försämrat kreditbetyg. Men eftersom ECB stödköper statsobligationer ökar efterfrågan, vilket gör att priset ökar och räntan sjunker. Det blir därmed billigare för länder med sämre kreditbetyg att finansiera sig.

### 3.2 Gemensam EU- och eurouppplåning existerar redan men i mindre skala

EU har redan tre låneprogram som används och har använts i begränsad utsträckning för att stödja medlemsstater och länder utanför EU.

1. Europeiska finansiella stabiliseringsmekanismen och Europeiska stabilitetsmekanismen gav ut nödlån i samband med eurokrisen 2010. Fonden har ett tak på 500 miljarder euro och just nu har 90 miljarder använts. Denna mekanism gäller endast för euroländer.

2. Programmet för betalningsbalansstöd skapades 2002 för att hjälpa EU-medlemsstater utanför eurosamarbetet om de skulle få problem med sin betalningsbalans. Fonden har ett tak på 50 miljarder euro och just nu utnyttjar Litauen 200 miljoner euro.

3. Makroekonomiskt stöd är till för att hjälpa tredje land som EU har nära kontakt med i fall de får betalningsbalansproblem. Fonden kan hjälpa länder som också får hjälp av IMF och just nu nyttjas 5 miljarder euro.

Denna upplåning uppgår till drygt 95 miljarder euro, vilket kan betraktas som ganska lite i sammanhanget, då de två aktuella låneprogrammen uppgår till sammanlagt 772,5 miljarder euro.

Det kommer att göra EU till en stor emittent av överstatliga statsobligationer med hög kreditvärdighet i euro.

> ”Denna effekt skulle tala för att små länder i EU (som Sverige) skulle dra nytta av att EU lånar medel gemensamt då man som en stor emittent kan åstadkomma en mer stabil räntekostnad i kristider.”

### 3.3 Fördelar med att bli en stor emittent

De Santis (2012) har gått igenom statsskuldkrisen i euroområdet och visar att kreditbetygen för olika euroländer är sammanlänkade. När Moody’s nedgraderade Portugals kreditbetyg i juli 2011, menade de att beslutet påverkades av att Grekland hade behövt be investerare att förlänga sin utlåning eftersom de inte kunde betala tillbaka lånen. Moody’s tittade alltså inte bara på Portugals ekonomiska situation utan oroade sig för att de skulle göra som Grekland. Man kan säga att den dåliga kreditvärdigheten smittade av sig mellan länderna. De Santis skriver även att länder med en god ekonomi – som Österrike, Nederländerna och Finland – tillfälligt fick högre räntekostnader till följd av att små ekonomier ofta förlorar förtroende och investerare gärna flyttar sina investeringar till större länder, i detta fall Tyskland. Denna effekt skulle tala för att små länder i EU (som Sverige) skulle dra nytta av att EU lånar medel gemensamt då man som en stor emittent kan åstadkomma en mer stabil räntekostnad i kristider. Även om räntekostnaden och kreditbetygen främst beror på bedömning av ländernas statsfinanser, politiska trovärdighet och ekonomiska utveckling.

[7] Det gäller ofta försäkringsbolag och andra institutionella investerare.

**Tabell 2.** Dagens kreditbetyg på EU:s medlemsländer och EU som överstatlig emittent.

| | S&P | Moody's | Fitch | DBRS morning star |
|---|---|---|---|---|
| **EU** | AA | Aaa | AAA | AAA |
| **Belgien** | AA | Aa3 | AA- ☹ | AA (high) ☹ |
| **Bulgarien** | BBB | Baa1 | BBB | |
| **Tjeckien** | AA- | Aa3 | AA- | |
| **Danmark** | AAA | Aaa | AAA | AAA |
| **Tyskland** | AAA | Aaa | AAA | AAA |
| **Estland** | AA- | A1 | AA- | AA (low) |
| **Irland** | AA- | A2 | A+ | A (high) |
| **Grekland** | BB- | Ba3 | BB | BB (low) |
| **Spanien** | A ☹ | Baa1 | A- | A |
| **Frankrike** | AA | Aa2 | AA ☹ | AA (high) |
| **Kroatien** | BBB- | Ba1 | BBB- | |
| **Italien** | BBB | Baa3 | BBB- | BBB (high) ☹ |
| **Cypern** | BBB- | Ba2 | BBB- | BBB (low) |
| **Lettland** | A+ | A3 | A- | A (low) |
| **Litauen** | A+ | A3 ☺ | A | A |
| **Luxemburg** | AAA | Aaa | AAA | AAA |
| **Ungern** | BBB | Baa3 | BBB | |
| **Malta** | A- | A2 | A+ | A (high) |
| **Nederl.** | AAA | Aaa | AAA | AAA |
| **Österrike** | AA+ | Aa1 | AA+ | AAA |
| **Polen** | A- | A2 | A- | A |
| **Portugal** | BBB | Baa3 ☺ | BBB | BBB (high) |
| **Rumänien** | BBB- ☹ | Baa3 ☹ | BBB- ☹ | |
| **Slovenien** | AA- | A3 | A | A (high) |
| **Slovakien** | A+ ☹ | A2 | A ☹ | A (high) |
| **Finland** | AA+ | Aa1 | AA+ | AA (high) |
| **Sverige** | AAA | Aaa | AAA | AAA |

Anm. Vissa av betygen har ☺ eller ☹ efter sig och det innebär att betygsättningsinstitutet har en positiv eller negativ syn på framtiden för landet. DBRS morning star har inte betyg för alla länder. Källa: Trading Economics, hämtat 14 januari 2021.

Dagens kreditbetyg visar att Cypern och Grekland fortfarande anses vara high yield-investeringar, de är markerade med orange färg. Länderna som har de bästa betygen (enligt Moody's) är markerade med grönt och de utgör tillsammans 64 procent av EU:s sammanlagda BNP. Och de länder som har högsta betyg, precis som EU, utgör 37 procent av EU:s sammanlagda BNP.

EU-obligationerna som emitterades i oktober 2020 har getts det högsta kreditbetyget av FitchRatings, Moody's och DBRS morning star. I sin analys skriver Fitch att återbetalningen i värsta fall kan täckas av ökade inbetalningar till budgeten av länder som har högsta betyg, det vill säga Tyskland, Sverige, Danmark, Luxemburg och Nederländerna (FitchRatings, 2020). Det innebär i praktiken att man har skapat en extra garanti på 25 miljarder euro i fall något land skulle få betalningssvårigheter. Sveriges del av denna garanti ligger på 850 miljoner euro enligt Regeringskansliet (2020).

Standard & Poor's (S&P) ger inte EU högsta kreditbetyg. De sänkte EU:s kreditbetyg till AA+ 2013 med motiveringen att sammanhållningen i EU hade försämrats. Efter brexitomröstningen 2016 sänkte S&P betyget ytterligare till AA (S&P, 2016). Den gemensamma överenskommelsen om NGEU som Europeiska rådet kom fram till i juli visar på solidaritet mellan EU-länderna och S&P höjde sin framtidssyn på EU från stabil till positiv, skriver S&P på sin webbplats.

## 3.4 De länder som kan har gett statsstöd till sina ekonomier

För att underlätta situationen till följd av coronakrisen har EU släppt på sina regler om statsstöd och att budgetunderskotten inte får överstiga 3 procent av BNP. Det går att läsa om de olika ländernas stödprogram på kommissionens webbplats (Europeiska kommissionen, 2020b). Grovt räknat har jag jämfört Italiens, Tysklands, Frankrikes, Nederländernas och Sveriges coronarelaterade stöd som har godkänts av kommissionen. Tabellerna i bilagan visar de stöd som finns belagda med antagna belopp och innehåller olika typer av stöd och garantier. Det betyder att man ska tolka dem med en nypa salt men de ger en inblick i vad och hur mycket länderna har valt att göra för sina ekonomier.

Det som kan vara värt att notera är att Tyskland och Frankrike har gett stora stöd i förhållande till BNP. De finansierar sina stöd utan att ansöka om lån genom SURE-programmet och ökar sin skuldsättning med 12 respektive 18 procentenheter mellan 2019 och 2020. De väljer att finansiera sin skuldökning på marknaden. Italien ger däremot betydligt mindre stöd till sin ekonomi, och då är Italien ett land som har drabbats hårt av corona. Italien har vänt sig till EU-kommissionen och ansökt om 27,4 miljarder euro genom SURE, vilket motsvarar 1,5 procent av landets BNP.

## 4. EU-obligationer och finansmarknaden

Som sagt, intresset för EU-obligationerna har varit stort på finansmarknaden. Nästa avsnitt beskriver detaljer om varför det är så. Kommissionen startade försäljning av EU-obligationerna inom ramen för SURE under det fjärde kvartalet 2020. Den emitterade obligationer vid fyra tillfällen med sex olika löptider:

1. Den 20 oktober gavs en 10- och en 20-åring ut med beloppen 10 respektive 7 miljarder euro. Efterfrågan var 14 gånger utbudet.

2. Den 10 november gavs en 5- och en 30-åring ut med beloppen 8 respektive 6 miljarder euro. Efterfrågan var 13 respektive 11,5 gånger utbudet.

3. Den 25 november gavs en 15-åring ut med beloppet 8,5 miljarder euro. Efterfrågan var 13 gånger utbudet.

4. Den 26 januari 2021 gavs en 7- och en 30-åring ut med beloppen 10 respektive 4 miljarder euro. 30-åringen var en återöppning av den som gavs ut den 10 november.

Obligationerna är så kallade ”back-to-back”, vilket betyder att EU:s upplåningsvillkor på marknaden är precis desamma som länderna sedan får. Löptiden och kostnaden är densamma. För att räkna på kostnaden använder jag mig av ”yield” på engelska eller ”förräntning” på svenska.[8]

Den negativa förräntningen som visas i tabellen nedan innebär att investerare får negativ ränta när det köper EU-obligationer, förutom om de väljer att investera på 30 år.

**Tabell 3.** Förräntning EU-obligationen, euroområdets trippel-A-länder och individuella länder, på deras 10-åriga statsobligation den 20 oktober 2020.

| | (Procent) |
|---|---|
| EU (SURE) | -0,24 |
| Länder som inte har sökt SURE-lån | |
| Tyskland | -0,60 |
| Nederländerna | -0,56 |
| Danmark | -0,51 |
| Österrike | -0,43 |
| Finland | -0,40 |
| Frankrike | -0,32 |
| Sverige | -0,14 |
| Länder som har sökt SURE-lån | |
| Belgien | -0,36 |
| Spanien | 0,12 |
| Irland | -0,22 |
| Italien | 0,74 |
| Portugal | 0,17 |

Anm. Detta är endast en dagsobservation men det ger en bild av läget. Relationen mellan länderna som visas här har även gällt de senaste åren.
Källa: EU-kommissionen och Trading Economics.

### 4.1 Hur ställer sig medlemsstaterna till att låna genom SURE?

Ovan illustreras att lån genom EU-obligationen har en högre förräntning än de nationella obligationerna för de flesta länder som har valt att stå utanför SURE-programmet. Tyskland och Frankrike har själva kunnat finansiera stora stödpaket till sina ekonomier och har fortfarande en förräntning som ligger lägre än den gemensamma SURE-upplåningen. Tysklands finansminister Olaf Scholz menar att korttidsarbete är det som hjälpte Tyskland igenom finanskrisen 2008–09 och att miljontals människor kunde behålla sina jobb (Scholz, 2020). Nu ställer Tyskland sig positivt till att denna åtgärd har godkänts och att EU gemensamt hjälps åt att stötta den. Det nämns

[8] Förräntning består av diskonterade kuponger över tid och priset på obligationen vid ett angivet tillfälle för en obligation med fast ränta. Stiger priset på obligationen så sjunker förräntningen.

däremot inget om att Tyskland skulle vara ett land som tar del av faciliteten. Egentligen är det ganska lätt att förstå. Tyskland har inga problem att låna på marknaden och därmed saknas skäl att gå in i ett förfarande med ansökningar och kontroll.

Spanien, Italien och Portugal som har valt att låna genom SURE får betala mer för att låna på kapitalmarknaden och gynnas därmed av den gemensamma upplåningen. Men för Belgien och Irland stämmer detta inte, de kan själva låna till bra villkor på marknaden men väljer trots det att ansöka om SURE-lån.

När det gäller Belgien kan förklaringen ligga i att man redan har en statsskuld som uppgår till 98 procent av BNP 2019 och förväntas att öka till 117 procent av BNP 2020. Belgien är ett litet land och små länder är ofta känsligare för höga statsskulder. Kanske kan det vara därför Belgien väljer att ansöka om SURE-lån? Belgiens federala regering var skeptisk till att delta i SURE. Men Belgiens ”delar” (som består av tre regioner och tre språkgemenskaper) ansåg att SURE erbjöd dem räntor som var lägre än de själva lånade till och tryckte på för att få Belgien att ansöka om SURE-lån. Den federala regeringen gav slutligen med sig då de kom fram till att lån genom SURE kunde diversifiera Belgiens låneportfölj.

Irland har däremot lyckats minska sin statsskuld sedan finanskrisen och den låg på drygt 57 procent av BNP 2019. Under 2020 förväntas den att öka till 63 procent, vilket är strax över Maastrichtkriteriet på 60 procent. EU har släppt på konvergenskriterierna i dagens krisläge, så Irlands ansökan förklaras inte av detta. En del av förklaringen är att man har finanskrisen för tio år sedan färskt i minnet. Då blev det omöjligt för Irland att låna på marknaden. Detta tillsammans med att den irländska opinionen är påtagligt positiv till EU gör att man valde att ingå i den gemensamma upplåningen när erbjudandet gavs. Den ekonomiska anledningen är precis som i Belgiens fall att man vill diversifiera sin upplåning.

Men man kan konstatera att skillnaderna i förräntning är marginella för Belgien, Irland och Sverige. För även för Sveriges del ser det ut att vara aningen mer fördelaktigt att låna medel genom SURE än på egen hand. Att förräntningen är något högre i Sverige än i de stora euroländerna beror på att Sverige är ett litet land som har en egen valuta. Därför får Sverige betala en något högre riskpremie för att låna på marknaden, trots att de svenska statsfinanserna är väldigt bra.

Statens utgifter för arbetsmarknadsområdet kommer att öka till följd av:

- Ökad arbetslöshet. Ekonomistyrningsverket (2020) räknar med att kostnaderna för detta kommer att öka med 11 miljarder kronor 2020.

- Åtgärder som korttidsarbete, omställning, tillfälligt stöd för hyreskontrakt för vissa företag och stöd till enskilda näringsidkare har införts för att hindra att arbetslösheten ökar. Dessa åtgärder beräknas kosta staten 54 miljarder 2020 enligt Ekonomistyrningsverket.

Sveriges statsskuld beräknas öka från 35 procent av BNP 2019 till cirka 40 procent 2020 enligt Ekonomistyrningsverket och EU-kommissionens prognoser, båda publicerade i november 2020. Det finns liten anledning för Sverige att låna genom EU då skuldnivån är låg och ökningen relativt moderat. Dessutom ställer sig Sverige kritiskt till gemensam upplåning. Man kan läsa att regeringen ”… ser betydande risker med förslaget att upprätta SURE. Det egna ansvar som EU:s medlemsländer har för att upprätthålla tillräckligt starka offentliga finanser för att hantera framför allt arbetsmarknadsrelaterade utgifter riskerar att undergrävas.” (Regeringskansliet (2020) stycke 2.1 Preliminär svensk ståndpunkt.[9]) Regeringen antog dock att SURE skulle få ett brett stöd av EU-länderna och med tanke på den extraordinära situationen valde Sverige att godkänna faciliteten. Det står däremot inget nämnt om att Sverige skulle ansöka om medel ur fonden. Det finns heller inga offentliga beräkningar på eventuella konsekvenser av att delta.

Redan i dagens läge emitterar Sverige statsobligationer i euro för att nå ut till fler investerare och få en god låneberedskap. Att EU:s upplåning sker i euro borde inte vara avgörande

[9] https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/fakta-pm-om-eu-forslag/forslag-till-forordning-om-ett-europeiskt_H706FPM35

för Sveriges deltagande i EU:s upplåningsprogram. Den svenska kronan rör sig i förhållande till euron, ibland blir den dyrare och ibland billigare. Dessa fluktuationer påverkar förräntningen men kan stabiliseras genom valutasäkring, vilket Riksgälden är ansvarig för att göra. Riksgälden har dock riktlinjer för hur stor del av statsskulden som ska vara utställd i utländsk valuta. Kanske skulle dessa behöva ändras innan Sverige kan låna genom EU:s gemensamma upplåning? Men på det stora hela finns det inga större hinder för Sverige att ta del av EU:s upplåning i euro, trots att Sverige är ett icke-euroland.

På det hela taget verkar besluten om att delta i EU:s gemensamma upplåning vara både ekonomiska (för de länder som inte kan låna till lika bra villkor) och politiska. Inget av de så kallade sparsamma fyra länderna (Danmark, Sverige, Österrike och Nederländerna) har valt att delta. För Sveriges del verkar beslutet vara mest politiskt då man inte ens har gjort en kvantitativ bedömning av för- och nackdelar. Men även utan en sådan analys kan man fastställa att det är besvärligare att låna genom SURE än på egen hand för Sverige.

## 4.2 Varför är EU-obligationer populära att investera i?

### Stort belopp i en valuta som ökar i betydelse

Den sammanlagda upplåningen som maximalt kan uppgå till 100 miljarder plus 672,5 miljarder euro kommer att göra EU till en stor aktör på statsobligationsmarknaden. Nordea (2020) skriver att EU kan komma att bli den dominerade emittenten av euroobligationer om den redan stora upplåningen följs upp av ytterligare upplåning som är mer permanent. Eftersom beloppet är stort väntas obligationerna bli likvida och enkla att handla med. I slutändan kommer centralbankerna med största sannolikhet att vilja köpa dem på andrahandsmarknaden så länge som stödköpsprogrammen är aktiva. Centralbanker och investerare ser det som positivt att EU gör denna upplåning och visar att man kommer att hjälpa medlemsländer som har det svårt.

### De anses vara säkra och har gott kreditbetyg

Det faktum att ECB fortsätter med sitt stödprogram som köper upp statsobligationer på andrahandsmarknaden och dessutom har utökat det för att hjälpa ekonomier igenom coronakrisen gör investerare ännu mer säkra på att ECB kommer att vilja köpa EU-obligationer så länge som de bedriver stödköpsprogram. Enligt Basel III:s regler har obligationerna dessutom noll riskvikt.

Kreditbetyget, som motiveras av att EU-budgeten och EU:s starkare länder garanterar upplåningen, är högt. Obligationerna kommer att ha många olika löptider som sträcker sig mellan 3 och 30 år, vilket ger investerare valmöjligheter. Därtill har EU-kommissionen valt att klassificera dem som sociala obligationer inom ramen för ICMA:s riktlinjer (Europeiska kommissionen, 2020c). International Capital Markets Association (ICMA) sätter standarder för värdepapper på finansmarknaden. Riktlinjerna grundas i att finansieringen ska bidra till projekt som ger social nytta (ICMA, 2018). Eftersom syftet också är grön omställning blir obligationerna även klassade som ESG-obligationer (Environmental, Social and Governance). ESG-obligationer ska följa FN:s globala mål för hållbar utveckling och de har blivit mycket populära bland investerare (CNBC, 7 juni 2020). Detta gör EU-obligationerna attraktiva då fler och fler investerare väljer produkter som tar socialt ansvar samt hänsyn till klimatet.

> ”Detta gör EU-obligationerna attraktiva då fler och fler investerare väljer produkter som tar socialt ansvar samt hänsyn till klimatet.”

### Vilka är för- och nackdelarna med gemensam EU-upplåning för EU-länderna?

EU-ländernas individuella upplåning kan de själva rå över. De behöver inte starta ett förfarande tillsammans med EU-kommissionen som ställer krav och sedan kontrollerar vad de gör med pengarna. För länder med god kreditvärdighet är det dessutom billigare att låna på egen hand. Egen upplåning är helt enkelt mer flexibel, enklare och billigare. Men för länder med sämre kreditbetyg, hög skuldsättning och för EU som helhet är gemensam upplåning fördelaktig. Man slipper ännu en eurokris genom att tydligt visa att EU står enat och kommer att se till att alla länder klarar sig igenom detta utan att det på förhand blir spekulationer mot individuella länder. Det gör också att små länder som ofta får försämrat förtroende i kristider slipper betala ökade

riskpremier. Räntekostnaden blir mer stabil och förutsägbar. Detta skulle kunna vara till fördel för Sverige. Det finns dock en risk att länder inte genomför nödvändiga åtgärder för att återgå till mer hållbara skuldåtgärder och då kan det leda till ökade kostnader för Sverige som nu går med mer som en garant än som en användare.

Kontrollen av medel från EU (snarare från återhämtnings- och resiliensfaciliteten än SURE) kan hjälpa politikerna att få igenom reformer. Detta är dock ett tveeggat svärd. Det kan hjälpa landet att utvecklas i rätt riktning men samtidigt kan det göra att man ser på EU som en obstinat kontrollinstans.

100 miljarder euro motsvarar 0,72 procent av EU:s BNI 2019.[10] Fonden är med andra ord inte särskilt stor. Men för vissa individuella länder innebär stödet ett större tillskott. Den nästkommande upplåningen för att finansiera återhämtningsfaciliteten, som uppgår till som högst 672,5 miljarder euro, motsvarar cirka 5 procent av EU:s BNI. Här är det ännu viktigare att upplåningen går till investeringar som gynnar ekonomisk tillväxt. Återhämtningsfacilitetens stöd är inte lika homogena som SURE.

”Men det kan leda till en tvådelad union, en del som garanterar upplåning till den andra delen som behöver lån. Detta kan permanenta de ekonomiska maktförhållandena.”

Den gemensamma upplåningen leder till delad risk för EU-länderna. Det blir ännu viktigare att alla länder följer reglerna och gör sitt bästa för unionen. Men det kan leda till en tvådelad union, en del som garanterar upplåning till den andra delen som behöver lån. Detta kan permanenta de ekonomiska maktförhållandena.

## 5. Slutsats och tankar om framtiden

Sammanlagt kommer EU att låna upp, som mest, 772,5 miljarder euro för att komma ur coronakrisen. Det innebär att EU nu gemensamt delar på risken för upplåning, vilket kan tolkas som ett steg mot ökad finansiell integration och en gemensam finanspolitik. EU-länderna står enade och kommer att hjälpas åt. Det som motsäger denna bild är att de starkaste ekonomierna väljer att inte låna genom den gemensamma upplåningen. De kan finansiera sig till bättre villkor på finansmarknaden på egen hand. Av de 27 EU-länderna väljer nio att stå utanför. Besluten att ansöka om medel genom EU:s upplåning verkar i de flesta fall att vara ekonomiska. Högt belånade länder i EU kan få problem om de ökar sin skuldsättning ytterligare. För dem kommer SURE och återhämtnings- och resiliensfaciliteten som en räddning. Länder med god trovärdighet som Tyskland och Frankrike kan låna enklare direkt på finansmarknaden och ansöker därför inte om medel genom SURE. Sverige är skeptiskt till den gemensamma upplåningen, varför man konsekvent väljer att emittera statsobligationer på egen hand. Men det saknas offentliga beräkningar på förslaget, kanske hade det kunnat finnas några fördelar med att låna genom SURE? Med en mer nyanserad analys hade Sverige haft en större beredskap för att påverka och ta ställning i den här frågan och i liknande frågor som kommer att dyka upp senare. Man hade önskat att vi i Sverige pratade mer om vad som händer med EU genom den gemensamma upplåning som nu sker.

Framtiden kommer att utvisa hur framgångsrika programmen SURE och återhämtningsfaciliteten blir. Finansmarknaden tog varmt emot EU-obligationerna men det återstår att se vilken betydelse de kommer att få i det längre perspektivet. Än så länge är det för tidigt att utvärdera SURE. Framgången beror på vilken typ av åtgärder som länderna vidtar. För Sveriges del innebär det ett ökat finansiellt åtagande även om vi inte pratar så högt om det. Det finns även en oro för att korruptionen inom EU kommer att öka till följd av den ökade storleken på lån och bidrag som nu ska fördelas.

[10] Eller 0,7 procent av EU:s BNP för SURE och 5,4 procent av BNP för NGEU och 6,1 procent av BNP för båda programmen gemensamt.

## Referenser

Blanchard, O. (2019), ”Public Debt and Low Interest Rates”, *NBER Working Paper Series,* 25621.

Christie, R. (2020), ”Thinking big: debt management considerations for the EU’s pandemic borrowing plan”, *Bruegel Blog*, december 2020.

CNBC (2020), *Sustainable investing is set to surge in the wake of the coronavirus pandemic*, 7 juni 2020, https://www.cnbc.com/2020/06/07/sustainable-investing-is-set-to-surge-in-the-wake-of-the-coronavirus-pandemic.html.

Consiglio, A. och S. Zeniosm (2020), ”Growth uncertainty, European Central Bank intervention and the Italian debt, *Bruegel Blog*, oktober 2020.

De Santis, R. A. (2012), ”The Euro Area Sovereign Debt Crisis, Safe haven, Credit rating agencies, and the Spread of the Fever from Greece, Ireland and Portugal”, *ECB Working Paper Series*, Nr 1419, februari 2012.

Ekonomistyrningsverket (2020), *Prognos, Statens budget och de offentliga finanserna*, november 2020, ESV 2020:39.

Europeiska kommissionen (2011), *Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds*, COM (2011) 818.

Europeiska kommissionen (2020), *Autumn 2020 Economic Forecast*, november 2020.

Europeiska kommissionen (2020b), *State aid cases*, https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/coronavirus-response/jobs-and-economy-during-coronavirus-pandemic/state-aid-cases_en.

Europeiska kommissionen (2020c), *Investor Presentation*, oktober 2020.

Europeiska unionens råd (2020), ”Rådets förordningar (EU) 2020/672, om inrättande av ett europeiskt instrument för tillfälligt stöd för att minska risken för arbetslöshet i en krissituation (SURE) till följd av covid-19-utbrottet”, *Europeiska unionens officiella tidning*, L 159/1.

FitchRatings (2020), EU MFF Proposal Consistent with ”AAA” Debt Coverage Metric, 8 juni 2020, https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/eu-mff-proposal-consistent-with-aaa-debt-coverage-metric-08-06-2020.

ICMA (2018), *Principer för sociala obligationer (SBP) 2018*, Frivilliga processriktlinjer för utgivning av sociala obligationer, juni 2018. Icmagroup.org.

IMF (2020), ”World economic outlook October 2020: A Long and Difficult Ascent”, *World Economic Outlook Reports*, oktober 2020.

Nordea (2020), *Bond Watch: Next generation EU bonds*, Rates Strategy by Jan von Gerich.

OECD (2012), ”Debt and Macroeconomic Stability”, *OECD Economics Department Policy Notes*, Nr. 16, 2013.

Regeringskansliet (2020), ”Förslag till förordning om ett europeiskt instrument för tillfälligt stöd för att minska risken för arbetslöshet i en krissituation (SURE) till följd av covid-19-utbrottet”, *Fakta-PM om EU-förslag,* 2019/20:FPM35: COM (2020)129.

S&P (2016), *European Union Downgraded to AA from AA+ due to Brexit Vote*, hämtad på www.spglobal.com den 12 September 2020.

Scholz, O. (2020), ”Rede des Bundesministers der Finanzen”, *Bulletin der Bundesregierung*, Nr. 61-2, maj 2020.

## Bilaga

Tabellerna i bilagan visar utvalda länders statsstöd i december 2020. De publiceras löpande på EU-kommissionens hemsida och ger en bild av likheter och olikheter mellan ländernas stöd.

**Tabell B1.** Italiens inhemska och kvantifierbara[11] stöd

| Belopp (miljoner euro) | Användningsområde |
|---|---|
| 1 500 | Lantbruks-, skogsbruks- och fiskesektorn |
| 50 | Medicinsk utrustning |
| 200 | Garantier till banker som lånar ut till företag |
| 10 000 | Paraply-åtgärd till ekonomin |
| 25 000 | Egenföretagare och företagare med färre än 500 anställda |
| 7 600 | Skattelättnader för småföretagare |
| 6 200 | Småföretagare |
| 300 | Italienska företag som har internationell verksamhet |
| 2 000 | Exportkreditmarknad |
| 1 600 | Sportföreningar |
| 199,4 | Alitalia |
| 44 000 | Stora företag |
| 403 | Företags kostnader för smittominimering |
| 1 500 | Företag i södra Italien |
| 484 | Minska sociala kostnader för privata arbetsgivare |
| 175 | Företag i turistsektorn |
| 20 | Bok-, musik- och fotografisektorn |
| 625 | Reseföretag |
| 500 | Företag som är beroende av turism |
| Summa: 102 356,4 miljoner euro, vilket motsvarar 5,7 procent av Italiens BNP (2019) | |

Källa: EU-kommissionen, https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/coronavirus-response/jobs-and-economy-during-coronavirus-pandemic/state-aid-cases/italy_en.

**Tabell B2.** Tysklands inhemska och kvantifierbara stöd

| Belopp (miljoner euro) | Användningsområde |
|---|---|
| 500 000 | Stabilisera ekonomin (Wirtschaftsstabilisierungsfond) |
| 550 | Condor (charterflygbolag) |
| 6 000 | Lufthansa |
| 840 | Reseföretag |
| 6 000 | Regional- och lokalpassagerartransport |
| 26 | Vandrarhem, ungdomsläger, familjesemestercenter i Bayern |
| 46 000 | Företag i Bayern |
| 30 000 | Företags fasta kostnader |
| 75 | Barnomsorgs- och ungdomsutbildningssektorn |
| 3 500 | Företagsstöd som de federala och regionala myndigheterna bestämmer |
| Summa: 586 991 miljoner euro, vilket motsvarar 17 procent av Tysklands BNP (2019) | |

Källa: EU-kommissionen, https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/coronavirus-response/jobs-and-economy-during-coronavirus-pandemic/state-aid-cases/germany_en.

[11] En del stöd är beskrivna som skattelättnader men det finns inget antaget belopp. Vissa av beloppen i tabellerna är tak och det innebär att i slutändan kan mindre pengar utnyttjas. Beloppen ska därför tas med en nypa salt och för den som är mer intresserad av att läsa mer om åtgärderna så uppdaterar kommissionen informationen (se länkarna under varje lands tabell).

**Tabell B3.** Sveriges inhemska och kvantifierbara stöd

| Belopp (miljoner euro) | Användningsområde |
|---|---|
| 9 100 | Stöd till ekonomin |
| 453 | Hyresstöd till hotell, restauranger, handel m.m. |
| 38 | Företag |
| 623 | SAS |
| 3 700 | Företag |
| 9500 | Passagerarfartygssektorn |
| 239 | Företag |
| Summa: 23 653 miljoner euro, vilket motsvarar 5 procent av Sveriges BNP (2019) | |

Källa: EU-kommissionen, https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/coronavirus-response/jobs-and-economy-during-coronavirus-pandemic/state-aid-cases/sweden_en.

**Tabell B4.** Frankrikes inhemska och kvantifierbara stöd

| Belopp (miljoner euro) | Användningsområde |
|---|---|
| 1 200 | Små- och mikroföretag |
| 10 000 | Kreditförsäkringssektorn |
| 300 000 | Likviditetsstöd till företag |
| 7 000 | Små och medelstora företag |
| 350 | Företag som exportverksamhet |
| 5 000 | Renault group |
| 7 000 | Air France |
| 71 | NOVARES (ett företag som tillverkar plastartiklar till motorer) |
| 5 000 | Åtgärder för att förhindra smittspridning samt coronavirusforskning |
| 207 | Turist- och transportföretag |
| 30 000 | Företag |
| 20 000 | Hela ekonomin |
| 136,9 | Corsair |
| 4 100 | Lönestöd till företag |
| Summa: 385 064,9 miljoner euro, vilket motsvarar 15,9 procent av Frankrikes BNP (2019) | |

Källa: EU-kommissionen, https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/coronavirus-response/jobs-and-economy-during-coronavirus-pandemic/state-aid-cases/france_en.

**Tabell B5.** Nederländernas inhemska och kvantifierbara stöd

| Belopp (miljoner euro) | Användningsområde |
|---|---|
| 23 | Socialt stöd och hälsovård |
| 10 000 | Företag |
| 650 | Lantbruk, blomhandel, matservice och potatisbönder |
| 712 | Småföretag |
| 9 000 | Invest international (stödja utländsk handel och utveckling) |
| 1 400 | Småföretag |
| 160 | Transportföretag som transporterar äldre och barn |
| 25 | Små- och mikroföretag |
| 3 400 | KLM |
| 77 | Hälsovård för minskad smittspridning |
| 165 | Reseföretag |
| 1 500 | Regional och långväga offentlig transport |
| 6 500 | InnoGenerics (läkemedelsproduktion) |
| Summa: 33 612 miljoner euro, vilket motsvarar procent av 4,1 Nederländernas BNP (2019) | |

Källa: EU-kommissionen, https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/coronavirus-response/jobs-and-economy-during-coronavirus-pandemic/state-aid-cases/netherlands_en.