



Roger Wessman

Roger Wessman är en fristående ekonom, skribent och föreläsare. Han har arbetat över 20 år med att analysera ekonomins utveckling och finansmarknaderna bland annat som chefsekonom på Nordea.

Kommentar:

Är eurokrisen en barnsjukdom?

"Alla är inte övertygade om att euron har varit en framgångssaga" noterar Richard Brander i sin betraktelse. Han nämner endast i förbigående den främsta orsaken till misstron: eurokrisen. Tack vare denna blev lågkonjunkturen, deflationshotet och arbetslöshetsproblemet efter finanskrisen långvarigare i euroområdet än i de flesta andra länder. Det finns skäl att hoppas att krisen var en barnsjukdom som euron nu växt ur. Det kräver dock att vi inser att en gemensam valuta för självständiga länder för med sig speciella problem som vi måste lära oss hantera.

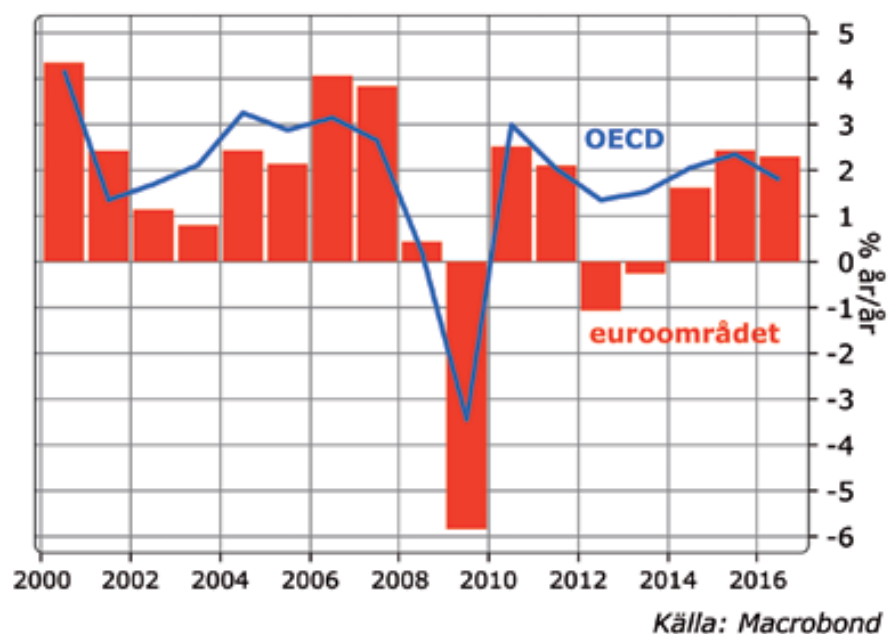
Euron är ett unikt historiskt experiment. Visst har vi tidigare haft valutaunioner av olika slag, men aldrig tidigare har självständiga länder tagit i bruk en gemensam valuta som skapas av en centralbank de tillsammans grundat. Att euron blivit etablerad som en stabil världsvaluta är således i sig en bedrift. De som förutspått eurons oundvikliga undergång har åtminstone hittills haft fel.

Att sätta ribban för framgång vid att euron överlevt är förstås inte speciellt ambitiöst. Målet var väl, som Brander citerar, *"ett bättre, mera effektivt och fredligare Europa"*. Det är lätt att tvivla på att denna dröm förverkligats när man sett bilder från våldsamma protester i krisländerna där demonstranterna viftar med plakater av tyska förbundskanslern prydd med Hitler-mustasch.¹⁾

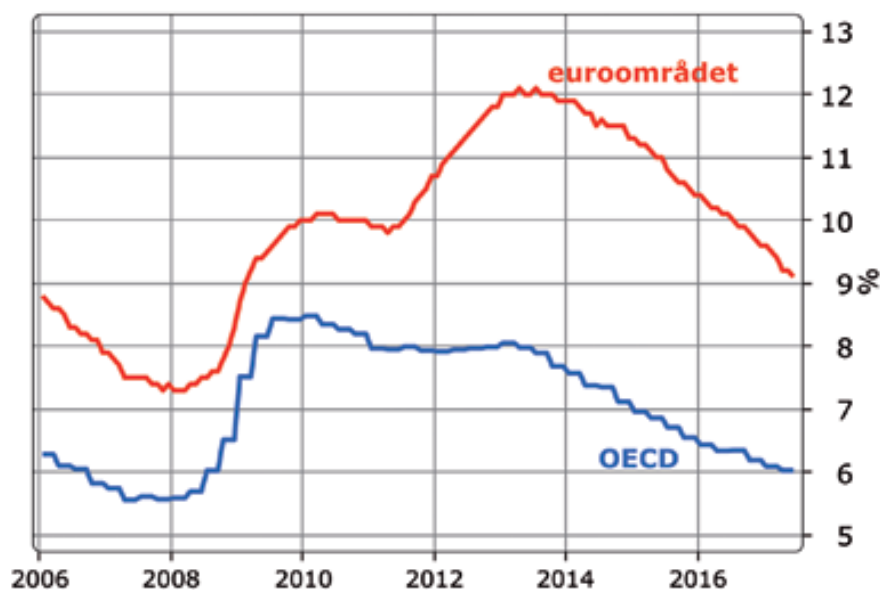
Frågan huruvida euron överlever är separat från frågan om den uppfyller de förhopp-

ningar dess skapare haft. Som till exempel Barry Eichengren förklarar ²⁾, är det så gott som omöjligt att lämna den gemensamma valutan utan att utlösa en finansiell kris. Rädslan för effekterna av en eurokollaps kan vara tillräckliga för att hålla ihop euron, även då övertygelsen om dess välsignelse sätts på prov.

Frågan om euron var en god idé har således ur finländsk synvinkel samma praktiska värde som att ute på oceanen fundera på om det fartyg man valt för resan var det rätta. Att hoppa i en livbåt för att söka ett bättre skepp är inte ett vettigt alternativ. Vi har skäl att se till att fartyget kommer på bättre kurs och undviker isberg.



Figur 1: Ekonomisk tillväxt i eurområdet och hela OECD.



Figur 2: Arbetslöshetsgraden i eurområdet och hela OECD.

Källa: Macrobond

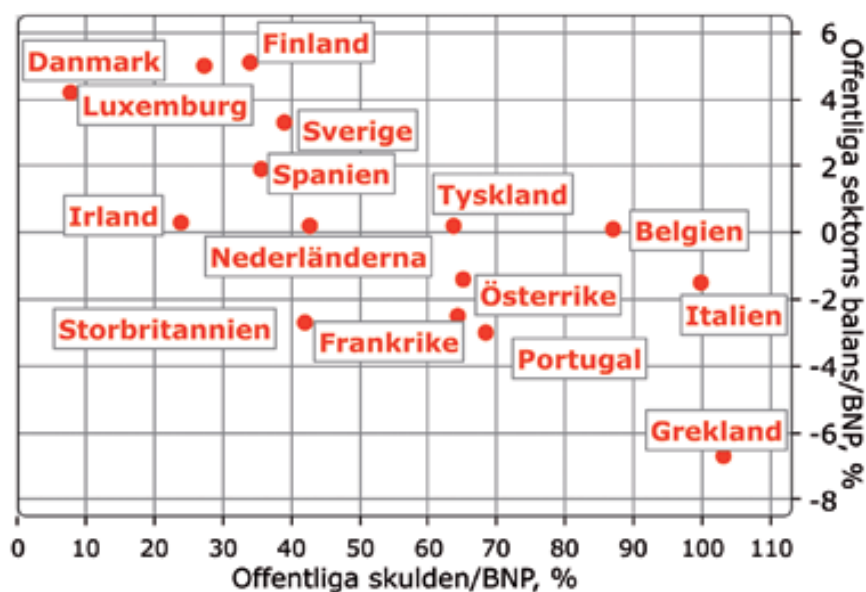
Eurokrisen en dyr lektion

Finanskrisen var, som Brander nämner, den första stora stormen eurofartyget råkade ut för. För Eurosystemet utgjorde hanteringen av den stormen inte något speciellt problem som inte också andra centralbanker stod inför. Ekonomin började också återhämta sig nästan i samma takt som i övriga OECD-länder.

Därefter slog eurokrisen till. BNP sjönk igen 2012 och 2013. Arbetslösheten steg till nya rekordnivåer. Misären drabbade speciellt krisländer som Spanien och Grekland där arbetslösheten sköt upp till över 25 procent. Europeiska cen-

tralbanken (ECB) lyckades med extraordinära åtgärder lugna ner situationen, men än i dag är arbetslösheten högre än före finanskrisen. 2017 blir det femte året i rad då ECB misslyckas nå sitt inflationsmål.

Om man, som Brander, komprimerar eurokrisen till att "eurområdet tvingats hantera statliga skuldkriser i vissa av medlemsländerna", ignorerar man att den visade på problemen med att ha en valuta för många olika länder. Krisen drabbade även länder där statsfinanserna skötts relativt hyfsat, som Spanien. Även om statsfinanserna missköts (som i Grekland) skulle det knap-



Figur 3: Offentliga finanserna i vissa EU-länder 2007.

Källa: Macrobond

past ha lett till en statlig skuldkris utan den monetära unionen.

Case Spanien

Det är instruktivt att påminna sig om vad som hände i Spanien. Under åren före finanskrisen uppfyllde landet väl Maastricht-kriterierna. De offentliga finanserna visade till och med ett årligt överskott på över två procent av bnp. Problemet var den privata sektorns raska skuldsättning som drev upp fastighetsbubblan Brander nämner. De för Spanien historiskt låga räntorna uppmunttrade till låntagning, speciellt som en inflation på tre, fyra procent gjorde realräntorna negativa.

Brander framför det att alla länder fick lån till i stort sett samma ränta som någonting överraskande. Att räntorna hölls låga trots att ekonomin gick het var dock en direkt följd av den gemensamma valutan. Den spanska centralbanken kun-

de inte dämpa boomen genom att höja räntorna, då dessa bestämdes av ECB på basis av inflationsbilden i hela euroområdet.³⁾

När sedan lånebubblan sprack kollapsade ekonomin och rubbade också balansen i de offentliga finanserna. Problemen i de spanska offentliga finanserna var en följd av krisen, inte orsaken till den.

Försämringen i statsfinanserna skulle knappast ha fått räntan på spanska 10-åriga statsobligationer att skjuta upp till över 7 procent år 2012 (och förmodligen ännu högre om inte Draghi ingripit med sitt tal 26.7), om inte landet varit med i den monetära unionen. Då var offentliga underskottet och skulden på samma nivå i förhållande till bnp som i till exempel USA. Någon tillstymmelse till panikutförsäljning av amerikanska statsobligationer såg man förstås inte skymten av. Den stora skillnaden var att Förenta staterna

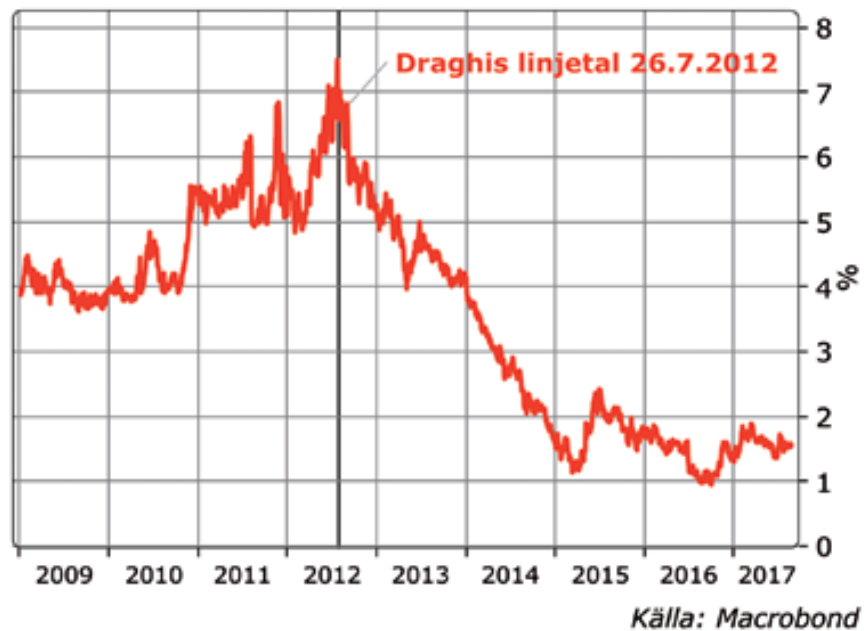


Kreditrisk och ränteskillnader

Ränteskillnader kan vara motiverade av olika kreditrisk även inom euroområdet. Det är dock realistiskt att tro att dessa skulle kunna förhindra överhettning på samma sätt som centralbanker kan göra i länder med egen valuta. För det första har vi sorgligt mycket bevis på att finansmarknaderna under goda tider underprissätter risker.⁴⁾ Under högkonjunkturen verkade spanska fastigheter utgöra en adekvat säkerhet för de givna lånen då deras marknadsvärde skjutit i höjden. Låntagarna kunde visa upp stigande inkomster, och verkade därmed ha en utmärkt förmåga att betala tillbaka lånen.

Även om långivarna skulle bete sig rationellt, prissätter de endast de risker de själva bär. Risken för till exempel fastighetsinvesteringar bärs i första hand av låntagarna, inte av långivarna. Även då spanska bostadsmarknaden kollapsade så fick bankerna ändå i de flesta fall sina pengar tillbaka. De som lånat pengar till spanska banker har knappast alls drabbats av kreditförluster.

Anta till exempel att en bank räknar med en 10 procents risk för att en låntagare som tagit ett 10 års lån inte skulle kunna betala tillbaka lånet, och att den i så fall genom att realisera säkerheterna bara skulle få hälften av sina fordringar tillbaka. Då är den förväntade förlusten (och således det rationella riskneutrala risktillägget) fuffiga 0,5 procent per annum. Det skall jämföras med en ränteskillnad mellan Tyskland och Spanien på över 5 procentenheter så sent som 1996, bara tre år före euron.



Figur 4: Räntan på spanska statens 10-årsobligationer.

hade en egen centralbank som var beredd att garantera statens finansiering om så skulle krävas. ECB:s grundfördrag förbjuder explicit en dylik finansiering.

Även ett land med så katastrofalt skötta offentliga finanser som Grekland skulle knappast ha råkat ut för en statsskuldskris utan euron. Om landet hade behållit drakman skulle konsekvenserna av missköta statsfinanser ha varit att valutan försvagats (som den konstant gjort tidigare decennier). Vi skulle ha undvikit det tragiska dramat av statlig konkurs med massarbetslöshet som följd.

Har eurosystemet mognat?

Frågan är om Eurosystelet nu när det nått myndig ålder också utvecklats så att det i framtiden inte ger upphov till lika stora problem?

Ett skäl till försiktig optimism är att systemet nu har bättre redskap för att hantera kriser. Eurokrisen visade att statsobligationsmarknaden, precis som banksystemet, kan drabbas av panikartad flykt och är i behov av en nödfinansiär (lender of last resort). I och med Draghis löfte 2012 har ECB tagit på sig den rollen.

Brander skriver att kritiken mot ECB för att den gjort *"alltför lite alltför sent är orättvis"*. Det tog dock över två år av försök till andra lösningar för att stoppa den tilltagande krisen, innan Draghi höll sitt avgörande tal. Dröjsmålet kan för-

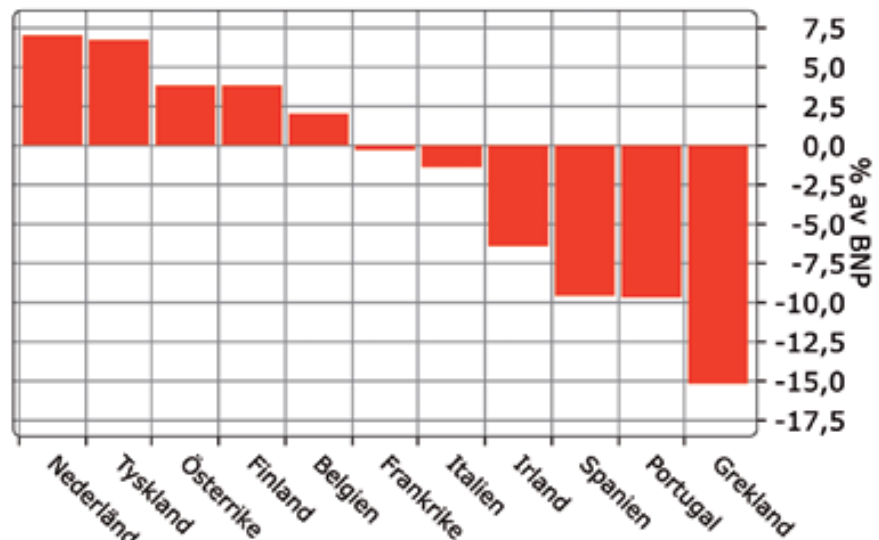
svaras med att det var oklart om ECB hade befogenheter att kliva in i *"gråzonen mellan penningpolitik och förbjuden centralbanksfinansiering"*. Då tabut nu brutits kan man hoppas att ECB nästa gång agerar snabbare.

Än bättre vore ju förstås om man kan förebyg-

"En mätare som hade gett varningssignaler långt före krisen är bytesbalansen, som är ett mått på den sammanlagda privata och offentliga nettolåntagningen. Alla krisländer hade ett alarmerande underskott i bytesbalansen redan flera år före krisen."

ga kriser. Reglerna för offentlig finansiering var helt klart inte tillräckliga, både för att de inte följdes men framför allt för att problemen i bland annat Spaniens fall i grunden var privat, inte offentlig, skuldsättning.

En mätare som hade gett varningssignaler långt före krisen är bytesbalansen, som är ett mått på den sammanlagda privata och offentliga



Figur 5: Bytesbalansunderskottet för de ledande euroländerna 2007.

Källa: Macrobond

nettolåntagningen. Alla krisländer hade ett alarmerande underskott i bytesbalansen redan flera år före krisen.

Den gemensamma bankregleringen kan förhoppningsvis i framtiden förhindra en exploderande skuldsättning. Makrotillsynen har en speciellt central roll i euroländerna, som saknar nationella centralbanker som kan bromsa en lånefinansierad överhettning i ett enskilt land. Hur väl regleringen i praktiken kommer att fungera, och huruvida man kommer att kunna rätt identifiera när man behöver bromsa skuldsättning, är ännu oklart.

Vi kan också hoppas att investerare, långgivare och låntagare nu lärt sig bättre förstå de risker makroekonomiska obalanser för med sig. Detta skulle dämpa framtida lånespiraler, även utan myndigheters ingripande.

Det finns förstås många andra sätt också att med de Niinistö's ord som Brander citerar se till att den "ekonomiska politiken anpassas till de krav som den gemensamma valutan ställer". En central fråga är hur man skall kunna få ner arbetslösheten i de länder där den är speciellt hög. Hur förbättra konkurrenskraften då man inte längre kan devalvera? Så länge arbetslösheten förblir hög i många EU-länder finns en grogrund för krav på euroutråde, som i värsta fall kan leda till en ny eurokris.

Fotnoter

- 1) Daily Telegraph <http://www.telegraph.co.uk/news/picturegalleries/worldnews/9596775/Protests-in-Athens-over-German-Chancellor-Angela-Merkels-visit-to-Greece.html?frame=2364146>
- 2) Eichengreen: The Breakup of the Euro Area. NBER Working Paper No. 13393. September 2007.
- 3) Detta problem gäller förvisso inte endast medlemmar av den gemensamma valutan. Centralbankens händer är också bundna i länder som har en fast valutakurspolitik kombinerat med fria kapitalflöden, som Finland hade från 1986 till 1992. Parallellerna mellan Finlands depression i början av 1990-talet och Spaniens eurokris är på många sätt slående. Spanien övergav precis som Finland den fasta valutakurspolitiken 1992.
- 4) Den klassiska genomgången är: Kindleberger & Aliber: Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises. Wiley & sons. Hoboken, 2005.