

Svårt att förneka sambandet mellan euron och eurokrisen

Mats Perssons bok *Den europeiska skuld-krisen* väcker intresse av flera skäl. Dels är Mats Persson en av Sveriges mer seniora och mest publicerade makroekonomer, dels tillhör han den skara ekonomer som avstod från att rösta i folkomröstningen om euron 2003, vilket innebär att han slipper försvara tidigare synen.

Efter ett inledande kapitel om bakgrunden till valutaunionen och dess grundläggande regelverk tar sig Persson an frågan om huruvida det var eurons ”fel” att *Spanien, Grekland, Italien, Irland* och *Portugal* (GIIPS) hamnade i svårigheter efter finanskrisen 2008. Perssons tes är att dessa länder trots euron hade möjlighet att bromsa fastighetsboomen, samt att även länder utanför EMU, exempelvis USA, Island, de baltiska staterna och Storbritannien, drabbats av finansiella bubblor under 2000-talet.

Jag finner dock inte argumentationen övertygande. Att något land som står utanför EMU drabbas av en finansiell bubbla säger ganska lite om just fallet GIIPS. Och när man ställer frågan om euron har orsakat krisen bör man rimligen tolka frågan som att den handlar om orsakssambandet mellan respektive lands inträde i euron och dettas ekonomiska utveckling.

Om krisen hade varit politikinducerad skulle man ha förväntat sig ett samband mellan ländernas hantering av offentliga utgifter och krisens djup. Något tydligt sådant finns inte. Däremot finns ett påtagligt samband mellan respektive lands bytesbalansunderskott och de ekonomiska problem som därefter följer.

Tar man också hänsyn till att de bal-

tiska staterna hade sina valutor knutna till euron blir mönstret närmast övertydligt. Länder med hög tillväxt och hög inflation innan eurointrädet drabbas mot slutet av decenniet systematiskt av hög arbetslöshet och stigande räntor.

Mats Persson menar dock att länderna i fråga inte nödvändigtvis skulle ha använt räntevapnet för att förhindra krisen, även om de haft tillgång till detta och att eurokrisen därmed inte beror på att länderna ingår i euron och är berövade denna möjlighet.

Fast det är långt ifrån säkert att länderna ens hade behövt använda räntevapnet. Med rörliga växelkurser i Spanien, Grekland och de baltiska länderna hade stigande växelkurser i dessa länder till viss del helt automatiskt bromsat överhettningen.

Att en gravt felaktig penningpolitik skulle *ha kunnat* orsaka samma typ av problem – som exempelvis på *Island* – är en annan sak. Men varför skulle alla dessa länder (GIIPS) begå samma misstag samtidigt? Att överhettningen tog fart i dessa länder samtidigt och att kapitalet flödade till tillväxtregionerna *har* förstås samband med införandet av euron.

När Mats Persson konstaterar att *Irland* och *Spanien* inte skulle ha kunnat stoppa bubblorna även om de stått utanför eurosamarbetet bygger detta resonemang dels på att det förutan euron hade funnits omfattande bubblor i dessa länder, dels på att dessa länder förutan euron skulle haft samma förutsättningar att drabbas av bubblor som Island, Storbritannien, de baltiska staterna och USA.

Men att Island förde en lite speciell penning- och finanspolitik är väl känt, liksom att Storbritannien med sin stora exponering mot finanssektorn svårligen kan jämföras med andra länder. Kapitalinflödet från Kina till USA och den press på prisnivån som öppnandet av nya marknader lett till kan till viss del

BOKANMÄLAN

Mats Persson: *Den europeiska skuld-krisen*, SNS Förlag, 2012, 107 sidor, ISBN 978-9-18694-923-5.

förklara att finanskrisen uppstod i USA. Och fallet Baltikum bekräftar som sagt bara att eurokrisen är just eurorelaterad – de baltiska staterna hade ju sin valuta knuten till euron. Många andra länder med egen valuta, som Sverige, Polen, Tjeckien, Norge och Schweiz, lyckades dessutom alldeles utmärkt med att parera finanskrisen.

Kunde GIIPS då ha gjort något för att stoppa den annalkande katastrofen? Räcker det med byggtillstånd, stämpelavgifter, kapitalkrav och utlåningstak för att hindra en byggboom av spansk omfattning? Det är väl en empirisk fråga, men om ni frågar mig känns det lite som att hindra en båt från att sjunka genom att ösa vatten med en fingerborg. Även med stabila politiska institutioner hade det varit svårt att stoppa utvecklingen – se bara på den svenska finanskrisen 1992–94, som orsakades av i princip samma typ av faktorer som krisen i GIIPS.

I kapitel tre ställs frågan om varför EU valde att försöka rädda Grekland, Portugal och Irland på ett så dyrt sätt – via lån till staterna i stället för att ta över de banker som hade gått under om Grekland ställt in sina betalningar.

Det är en bra fråga och den bör ställas. Persson spekulerar i om valet kan ha att göra med att lobbygrupper inom finansindustrin driver fram lösningar som gynnar finansmarknaden och bankerna snarare än skattebetalarna.

Så kan det förstås vara, även om jag tror att man bör vara öppen för andra möjligheter. Som f d politiskt sakkunnig i regeringskansliet vet jag att processer ibland kan leva ett eget liv och att det som från utsidan ser planlagt ut inte alls behöver vara genomtänkt och planerat.

EU-juridiken kan säkert också i många fall sätta stopp för lösningar som verkar logiska och rationella. Hela eurokrisen skulle ha varit löst för länge sedan om EUs ledare hade haft möjlighet att agera som en rationell beslutsfattande

enhet. Problemet är säkert här, som i så många andra fall, att ingen enskild part äger processen.

Kapitel fyra ägnas åt frågan om varför skuldavskrivningen för Grekland sköts upp så många gånger. Varför köpte IMF, EU och även Sverige argumentet att nedskrivningen måste ske i *ordnade former* som det hette?

Där tror jag att kopplingen mellan finansvärlden och politikerna spelade betydligt större roll. Att EU så många gånger sparkat burken framför sig har fått konsekvenser. Europeiska centralbanken och stödfonden EFSF sitter i dag på värdelösa grekiska tillgångar som bokförts till fiktiva värden. Det hade varit mycket billigare för EU och skattebetalarna att låta bankerna ta hela smällen.

Men hade det varit *rätt* eller ekonomiskt effektivt att låta bankerna ta smällen? Det finansiella systemet har tills för några år sedan implicit byggt på principen att kreditrisken vid köp av statliga obligationer är låg (så länge det inte rör sig om obligationer från exempelvis *Zimbabwe*). Statliga regleringar föreskriver dessutom ofta att bankerna ska placera en viss andel av sitt kapital i ”riskfria” statspapper.

Att lägga skulden på bankerna för att de varit dumma nog att investera i det som politikerna sagt åt dem att investera i ter sig kanske inte helt rimligt. Så är det något område där staten bör lyfta bort risk från bankerna handlar det nog om just de risker som politikerna själva skapat.

Mats Persson har förvisso rätt i att skattebetalarna inte borde tvingas bära kreditrisken för grekiska statspapper. Å andra sidan är det inte självklart att bankerna bör göra det heller. Det man kan vara enig om är att Grekland egentligen borde stå för kostnaderna – problemet är bara att Grekland inte har några pengar.

I det femte kapitlet behandlas frågan om finansiell smitta. Persson menar att

riskan sannolikt är överskattad. Kanske kan man även i det här fallet tänka sig att finansmarknadens aktörer överdriver riskerna i syfte att påverka politikerna.

Ändå finns ju det där gnagande tvivlet ”tänk om ...”. Frågan är om politikerna i längden kan låta detta tvivel stå i vägen för nödvändiga reformer. Sannolikt inte – någon gång måste man nog ta chansen att göra något som marknaden avråder från.

Problemet är förstås att den enda gång då politikerna vågade (Lehmanfallet) så slutade det med den allvarligaste finansiella krisen sedan depressionen 1929–34.

I kapitel 6 tar Persson upp problemet med insolventa banker. Detta är en del av ett större problem, som märkligt nog inte nämns i sammanhanget – nämligen att ett euroland saknar en *lender of last resort*. Av alla lösningar på bankproblemen är den allra mest radikala förstås att återinföra en egen valuta och låta landets centralbank garantera banksystemet.

Tror också att det är svårt att behandla bankkriser i EU som ett isolerat problem. En olycka kommer sällan ensam – ett land med instabila banker har ofta även drabbats av en kostnadskris. Lösningen på det ena problemet kan ofta förutsätta att man löser det andra.

Kapitel 7 behandlar frågan om det är nödvändigt att föra över stora mängder pengar från norra Europa till GIIPS för att rädda euron. Ett argument har varit att detta är nödvändigt för att hålla samman EU politiskt. Men som Persson konstaterar: ”Man skulle kanske tro att om Europa ställer upp med pengar, så skapar detta vänskap – men som vi sett kan det lika gärna förhålla sig tvärt om.” (s 56)

Argumentet som handlar om att fred förutsätter transfereringar kan synas rimligt. Men hur är det egentligen? Tesen att ekonomiska klyftor måste överbryggas med ekonomiska överföringar

mellan stater är vid närmare anblick ihålig.

Risken är nog snarare att omfattande transfereringar minskar drivkrafterna för att förändra de institutionella förutsättningarna för ekonomisk tillväxt och att detta i sin tur riskerar att påverka förutsättningarna för fredlig samexistens. Transfereringarna kan lindra problem för stunden, men löser inget på längre sikt.

Mats Persson tror att den verkliga orsaken till att räddningspaketen kommit till är att banker och finansföretag övertygat politikerna om att alternativet är katastrofalt. Även om många nationalekonomer är av en annan uppfattning har det verkat säkrast att gå på bankernas linje. Att många utsatta finansföretag har sitt säte i Frankrike och Tyskland gör nog sitt till.

Risken för att ekonomiskt utsatta länder lämnar euron om de *inte* erbjuds transfereringar från de rika länderna är med stor sannolikhet överdriven. Länderna är förhoppningsvis med i euron för sin egen skull – inte för att göra tyskar eller fransmän glada. Och då borde förekomsten av bidrag från den rika delen av Europa inte vara avgörande.

Vilket för oss till kapitel 8 och frågan om Grekland bör lämna eurosamarbetet. Mats Persson diskuterar olika sätt för Grekland att lämna eurosamarbetet och skaffa en egen självständig valuta.

Detta är en viktig diskussion, men jag skulle nog ha velat ha några exempel på vilka problem som kan uppstå vid omskrivning av lån och fordringar från euro till drachmer, eftersom Persson betecknar en sådan lösning som olämplig eller t o m ”absurd”. Trots allt är detta vad som vanligen händer när man devalverar en valuta, så skillnaden mellan att devalvera och att lämna en valutaunion tycker jag är viktig att klargöra.

Att bankerna kan få problem förstår man, men de inhemska bankerna är ju

nästan per definition bankrutta den dag som Grekland lämnar euron och de måste rekapitaliseras i vilket fall som helst. Kaos, javisst, men mer eller mindre kaos är väl vad det blir i vilket fall som helst? Och vad blir konsekvensen av att *inte* skriva om inhemska lån och fordringar?

Kapitel 9 handlar om finanspakten – denna (överflödiga) påbyggnad på Maastrichtfördraget. Persson noterar att tanken på en stabilitetspakt bygger på att ett lands skulder är alla andras angelägenhet.

Men varför skulle det vara på det viset? Och behövs det egentligen någon bestraffning utöver de höga räntor som blir följderna om ett land missköter sin ekonomi? Det är viktigt att ställa frågan, eftersom EU i dag faktiskt belönar slösaktiga länder med ena handen och bestraffar dem med den andra.

Persson tar hem en viktig poäng när han påpekar att den bestraffning som länder kan utsättas för inom ramen för finanspakten rimligen är betydligt lindrigare än den bestraffning som länderna redan i dag utsätts för av marknadskrafterna.

Kapitel 10 ägnas åt en diskussion om marknadens effektivitet och om marknaden såg Greklands problem redan innan finanskrisen 2008. Och visst var det så. Men Persson konstaterar att ECB via betalningssystemet *Target 2* försökte jämna ut de skillnader som började märkas redan 2005, i tron att detta var ”marknadsanomalier” – något onormalt i en valutaunion.

Man kanske bör tillägga att tesen att eurokrisen orsakades av finanskrisen i USA, mot denna bakgrund, inte är kronologiskt korrekt. Skillnader mellan euroländernas obligationsräntor började märkas redan 2005, vilket då betrakta-

des som en anomali. Men skillnaderna var förstas en återspeglning av verkliga kreditrisker i unionen.

Jag förstår dock inte varför Persson väljer att lägga så mycket energi på att diskutera realräntornas utveckling under perioden och inte nöjer sig med de nominella räntorna. Investeringar i statsobligationer återbetalas ju i euro (om euron finns kvar) och inflationen i landet som utgett obligationen bör därmed vara ganska irrelevant för investeraren. Kanske finns det något skäl att även beakta realräntan, men jag förstår faktiskt inte riktigt varför man skulle göra det just vid jämförelser av kreditrisken mellan länderna. Om det är realräntornas effekt på eurokrisen som han är ute efter vore det mer intressant att fokusera på perioden 2001–05, snarare än 2005–09.

De två sista kapitlen ägnas åt tanken på en valutaunion utan räddningsfonder och kryphål. En omöjlig tanke? Nej, jag är inte säker på det. Kanske hade euron haft större chans att överleva om medlemsländerna bara hade låtit bli att försöka rädda euron från första början?

Persson menar i alla fall att euroobligationer knappast är lösningen på eurons problem. Mycket talar för att politikerna gör den gemensamma valutan en björntjänst genom att späda ut ansvaret och genom att ständigt rädda medlemmar med svagare ekonomi. När allt kommer omkring är marknaden kanske eurons bästa vän. Vilket väl också är budskapet i boken – att en euro som får leva sitt eget liv i fred från politikerna trots allt skulle kunna fungera. Men det får vi kanske aldrig veta.

Mattias Lundbäck

Ekon dr, Forskare vid Ratio