



Därför hade alla fel om Grekland

*En perfekt storm av felbedömningar
från marknaden, EU, IMF, ECB
och inte minst Grekland självt.*

SANDRO SCOCCO

arenaidé

När makten skrev den grekiska krisens historia så handlade den om oansvarigt lånande, lata greker och fusk. Det är en myt. En bättre beskrivning av krisen är kollektiv aningslöshet, brister i EMU:s regelverk och misskött krishantering från EU:s sida.

Historieskrivning är alltid viktigt. Det är så världen förstås, vilka är goda och vilka är onda. Dåvarande finansminister Anders Borg deklarerade i början av krisen på väg till Bryssel: "Självklart att svenska och andra skattebetalare inte ska betala för att greker väljer att gå i pension i 40-årsåldern. Det är oacceptabelt."^[1]

Vidare konstaterade Borg att lägstatlönerna i Grekland var 50 procent högre än i Spanien och Portugal.^[2] Med en sådan världsbild är det inte konstigt att Anders Borg blev en av de hårdaste pådrivarna för åtstramning i Grekland.

Richard Swartz på DN:s ledarsida gav nyligen röst till de populistiska antigrekiska stämningarna: "Hade Grekland varit en privatperson hade den personliga konkursen redan varit ett faktum. Och Grekland sannolikt indraget i ett rättsligt efterspel med åtalpunkter som urkundsförfalskning, förskingring och trolöshet mot huvudman."^[3]

Han rundar av med att här finns ingen plats för snyffhistorier: "Min kroatiska svärmor skulle ha varit överlycklig med en grekisk krispension." Bilden av lata, välbeställda och oansvariga greker spreds över världen. Inte minst Tysklands förbundskansler Angela Merkel spred en liknande bild som både DN och Anders Borg.

Nu visade det sig senare att den inte alls stämde. Grekerna gick inte alls i pension vid 40 år, utan faktiskt senare än tyskarna. Minimilönerna var inte alls höga och grekerna lever inte gott på andras pengar i krisen. Tvärtom saknar många skolor el och värme i klassrummen, en femtedel av barnen får inte normal vaccinering och spädbarnsdödligheten har gått upp med 43 procent. Så det finns plats för snyffhistorier, men det handlar inte denna artikel om.

Även om tiden har haft en välgörande effekt på de värsta osanningarna och överdrifterna, så kvarstår ändå Grekland som den stora syndabocken. Den beskrivning som numera får ses som standard, som DN ger en populistisk tvist till, går ut på följande drama i tre akter:

1. Grekland har före finanskrisen skuldsatt sig upp över öronen och drivit landet i konkurs
2. Grekland lurade sig in i EMU med falsk statistik
3. Nu får EMU-länderna betala dyrt för grekernas falskhet och tack vare EMU, inte minst räddningspaketet, har den grekiska ekonomin undvikit total kollaps.

Vid en närmare granskning av dessa påståenden visar sig faktiskt inget av dem stämma. Devisen att lögnen blir sann om den upprepas tillräckligt ofta verkar däremot delvis stämma.

Det är uppenbart att Grekland har stora problem med budgetdisciplin, produktivitet, korruption, ineffektiv offentlig sektor och skatteuppbörd, men det är sedan mer än hundra år tillbaka ett relativt konstant tillstånd för den grekiska ekonomin. För att förklara en förändring måste helt enkelt något också ha förändrats. Det har de klassiska kännetecknen för den grekiska ekonomin inte gjort.

1 <http://www.svt.se/nyheter/sverige/svenska-skattebetalare-ska-inte-betala-2010-svt>

2 Sveriges Radio, Gomorgon Sverige 15 februari 2012

3 DN 310115

Greklands skuld förändras inte påtagligt före krisen

Motiverar då en förändrad skuldnivå före finanskrisen statsbankrutten? Nej, Greklands statsskuld låg relativt still på runt 100 procent av BNP mellan 1993 och 2007, ungefär på Italiens nivå. Grekland, som de flesta andra ekonomier, ökade sina skulder kraftigt under 70- och 80-talet för att sedan stabilisera eller minska den från mitten av 90-talet.

IMF konstaterar exempelvis i en rapport att: ”... resultaten pekar på en omfattande försiktighet med finanspolitiken i de flesta industriländer från mitten av 90-talet till mitten av 2000-talet...”^[4]

Perioden före finanskrisen var alltså generellt en period av fiskal försiktighet och de kraftigt försämrade statsfinanserna i de flesta länder är direkt kopplad till finanskrisen. Kostnaden för finanskrisen har, i både direkta räddningspaket och utebliven tillväxt, varit gigantiska. Grekland var illa rustat att hantera en sådan störning. Det är också utom tvivel att de delvis själva bar ansvaret för detta.

Grekland utmärker sig under 80-talet i att de ökade statsskulden mer än de flesta andra länder, innan de stabiliserade den på cirka 100 procent av BNP i början av 90-talet – dock gott och väl femton år före skuldkrisen.

För Grekland bedömdes en skuldnivå på runt 100 procent av BNP under 90- och 00-talet som hållbar, det vill säga fram till finanskrisen 2008. På räntemarknaden bedömdes risken för grekisk statsbankrott i princip vara noll.

Kostnaden för skulden förändras – till det bättre

Men även om den grekiska statsskulden var relativt konstant i femton år före krisen fanns det annat som förändrades i relation till skulden – till det bättre på kort sikt. Det förstärkte bilden av att skuldkvoten inte var något långsiktigt problem. Det visade sig dock vara en felaktig slutsats av både den grekiska staten, EU och marknaden.

Som redan konstaterats var Greklands problem i form av korruption, skatter och ekonomisk ineffektivitet välkända sedan decennier och långt innan de gick med i eurosamarbetet. Det syntes exempelvis i statsskulsräntorna.

Har man återkommande problem med budgetdisciplin och inflation, kommer marknaden bedöma valutarisken som relativt hög. Kreditrisken, att de inte skulle betala sina skulder, bedömdes som sagt var till närmast noll. Det som marknaden ville ha betalt för var den högre inflationen och därmed också risken att valutan skulle falla i värde.

I början av 90-talet var de grekiska statsskulsräntorna skyhöga och låg på 25 procent. Efter 1995 faller dock räntorna kraftigt och bara fem år senare ligger de på fem procent. Från att ha varit tvungna att betala betydligt mer än andra kända högriskländer, som Portugal och Italien, betalade de nu räntor i paritet med Tysklands.

Förklaringen var inte en mirakulös förbättring av Greklands klassiska problem, korruption och ineffektivitet, utan att det i mitten av 90-talet började stå klart att Grekland sannolikt skulle komma med i EMU-samarbetet.

På grund av Greklands högre inflation föll realräntorna (nominell ränta minus inflation) till och med under nivån för de övriga euroländerna. Realräntan i Grekland faller från cirka sju procent till nästan noll 2005. Det gav en kraftig injektion till ekonomin med låga vinstkrav och billiga lån till investeringar och konsumtion.

En annan indirekt positiv effekt av EMU-processen var att kostnaden för

*Svenska
skatte-
betalare
ska inte
betala för
att greker
går i
pension
i 40-års-
åldern.*

4 IMF, WP/13/5, A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy Paolo Mauro, Rafael Romeu, Ariel Binder, Asad Zaman

Greklands statsskuld minskade kraftigt, från över tolv procent av BNP 1995 till under fem procent 2008. I Sverige motsvarar sju procent av BNP ungefär 250 miljarder kronor. Det i sin tur motsvarar samtliga skattesänkningar som gjorts de senaste decennierna av både socialdemokratiska och borgerliga regeringar.

Utgifterna ökar kraftigt och skulden ökar marginellt

Det frigjorda utrymmet av de lägre räntorna användes dock inte till att betala av statsskulden, utan gick till att öka utgifterna. Grekland hade ett konjunkturjusterat primärt saldo^[5] på drygt plus fem procent

av BNP i mitten av 90-talet. Givet att räntorna strukturellt fallit till en ny nivå kunde det konjunkturjusterade primära saldot försämrats med cirka sju procentenheter, utan att påverka budgetunderskottet.

Här slog dock Greklands traditionellt svaga budgetdisciplin till i kombination med att konjunkturen föll, och man ökade utgifter fram till krisen med över tio procentenheter. Mellanskillnaden fick läggas på statsskulden, vilket gjorde att den ökade något på marginalen.

Bortsett från det uppenbart kontrainuitiva i att en skuld på drygt 100 procent är hållbar, men en på 105-110 procent är ohållbar, så finns det inget som helst vare sig teoretiskt eller empiriskt vetenskapligt stöd för en sådan uppfattning. Det är kort sagt en orimlig slutsats att skuldbyggnaden före krisen gjorde Greklands statsskuld ohållbar. Det kan också tydligt avläsas på att marknadsräntorna var fortsatt låga.

Det stora problemet för Grekland, som borde ha uppmärksamats redan då, var istället att de fick en löne- och kostnadsutveckling som var snabbare än kärnländerna i EMU. Kombinationen av låga stimulerande räntor och ökade statsutgifter ledde till hög tillväxt, men också snabbt stigande löner och för mycket import och för lite export. Det skulle förr eller senare utlösa en kostnadskris och en utdragen lågkonjunktur.

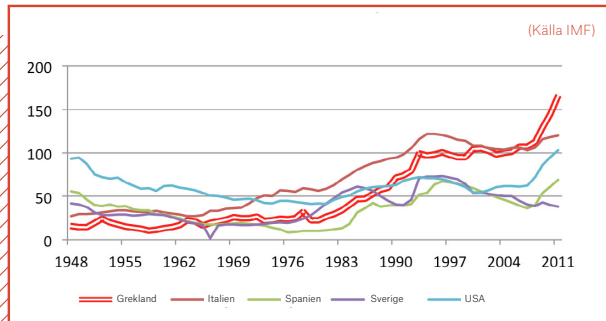
Det var för övrigt något de delade med övriga så kallade PIGS-länderna, Portugal, Italien, Grekland och Spanien.^[6] Här var dessutom Tyskland minst lika medskyldig. Tysklands löneinflation har utvecklats alldeles för svagt för att nå det gemensamma inflationsmålet på två procent. De har kontinuerligt stärkt sin konkurrenskraft genom relativa interna devalveringar.^[7]

5 Statens löpande in- och utbetalningar och utan statsskuld räntorna

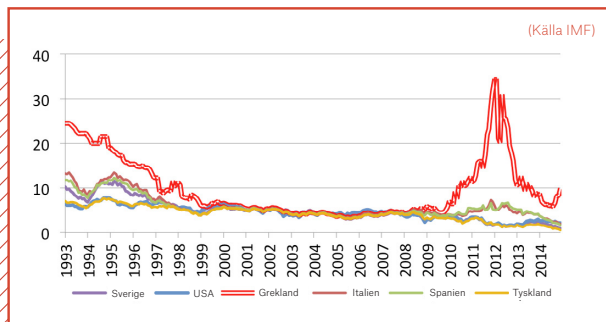
6 Ursprungligen ingick Irland i PIIGS, men tas inte med här deras problem var mer kopplade till finansiell sektor.

7 Interna devalveringar ses ofta som nominell sänkning av lönen i syfte att stärka konkurrenskraften. Här ses det som en sänkning av löneinflationen i syfte att stärka konkurrenskraften.

Bruttostatsskuld 1948-2011 i % av BNP



Tioårig statsobligationsränta 1993-2014



När Wall Street-banken J.P. Morgan bedömde obalansen i EMU-området ansågs Tyskland vara det land som var mest i obalans, men åt andra hållet – för låg löneutveckling (löneinflation).

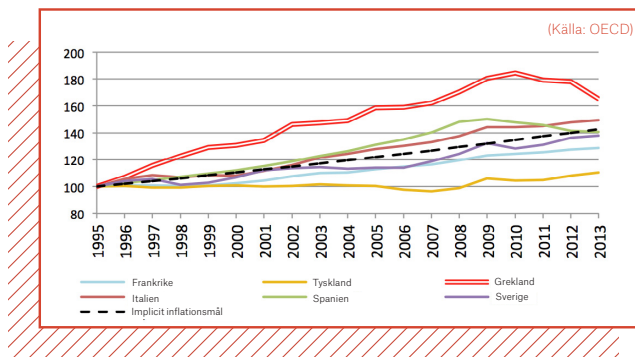
Frankrike, som haft en löneutveckling i takt med inflationsmålet, under perioden 2001–2012, har förlorat nästan 15 procent i konkurrenskraft mot Tyskland bara under dessa år. Tyskland har i detta avseende mycket att svara för när det gäller eurozonens obalanser.

Att inom samma valuta acceptera helt olika löneinflation över lång tid, oavsett om den är för hög eller för låg, leder per automatik till kris. Det leder oundvikligen till att konkurrenskraften i vissa länder blir för svag och att andra blir för starka, med åtföljande import- och exportproblem (bytesbalansen).

Förutom den finansiella sektorns härdsmälta så är det detta som är den stora pusselbiten i eurokrisen, en obalanserad lönebildning.

Det är dock en helt annan frågeställning än om Greklands statskuld var hållbar och om landet riskerade statsbankrutt. En lågkonjunktur för att anpassa kostnadsläget är också en helt annan sak än den kollaps av den grekiska ekonomin vi sett de senaste sex åren.

Löneinflation urval länder index 1995=100



Förändringen var förlusten av en egen centralbank

Om den kortsiktiga vinsten för Grekland med ett EMU-inträde var stor, så var även den långsiktiga förlusten det. Den s.k. Calmforsutredningen konstaterade, i samband med att ett svenskt EMU inträde diskuterades, att priset för EMU var en svagare stabiliseringspolitik. Alltså en försvagad kapacitet att klara konjunkturedgångar och kriser.

Stabiliseringspolitiken handlar om att överbrygga konjunktursvängningar genom att påverka efterfrågan i ekonomin.^[8] När konjunkturen går ned anses det önskvärt (i normalfallet) att stimulera ekonomin med att öka efterfrågan. Detta kan göras på i huvudsak två sätt, antingen via finanspolitiken eller via penning- och valutapolitiken.

Finanspolitik är när politikerna ändrar skatter och bidrag på ett sådant sätt att de gör av med mer pengar (ökar efterfrågan) än de gjorde året innan. Det är alltså inte kopplat till huruvida landet har ett budgetöverskott eller underskott.

Det andra instrumentet för att stabilisera ekonomin är penning- och valutapolitiken. När ekonomin går ned kan efterfrågan ökas med hjälp av att räntan sänks. Det leder till att konsumtion och investeringar på kredit blir billigare, vilket borde leda till mer shopping på kredit och mer köp av maskiner – alltså mer efterfrågan i ekonomin.^[9]

Det är också möjligt att på olika sätt påverka valutan så att den faller i värde, vilket ökar efterfrågan från utlandet, när exporten blir billigare mätt i andras valutor.^[10]

8 Läs för en mer noggrann genomgång i Konjunkturinstitutet Specialstudie nr 16

9 Här är dock ofta problemet att ofta förändras även annat, såsom att sparbenägenhet ökar hos hushållen i kristider vilket försvagar viljan att handla på kredit generellt, även om det blivit billigare.

10 Här kan man tänka sig en rad olika åtgärder, allt från varianter på fast växelkurs, till att sänkta relativ räntor påverkar valutan eller olika former av kvantitativa lättnader, d.v.s. ”trycka” pengar.

Skattebetalarna
har alltså inte
bara betalat
räntorna, utan
också tagit över
skulden.



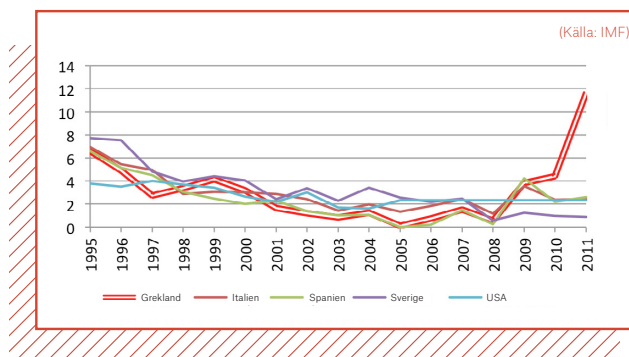
Den ordning vi idag har i de flesta västländer är att valutan flyter fritt, att penningpolitiken (Riksbanken) ska sköta efterfrågan med räntan och endast när räntevapnet inte längre är effektivt (nära nollränta) kliver finanspolitiken in och stimulerar efterfrågan med sänkta skatter eller ökade utgifter. Där har ni modellen.

Så vad hände i Grekland när det gick med i EMU? Förutom den mer positiva effekten av kraftigt fallande räntor på statsskulden förlorade de två av tre instrument för att stabilisera ekonomin i en konjunkturedgång, valutan och räntan.

Penning- och valutapolitiken skulle fortsättningsvis skötas av Europeiska centralbanken. Deras uppdrag var att se till att efterfrågan i euroområdet var i balans, vilket med matematisk nödvändighet innebär någon form av genomsnitt för euroområdet.

Det innebär med samma nödvändighet att ett mycket litet land i periferin som Grekland inte kommer påverka genomsnittet särskilt mycket. För Grekland en störning, utan att de andra länderna får samma nedgång, kommer både valuta och ränta passa den grekiska ekonomin illa.

Real avkastning 10-årig statsobligation 1995-2011



Finanskrisen tvingar fram konkursen

Den störning som hände efter Lehman Brothers konkurs var inte bara en kraftig tillväxtchock, utan också att alla tillgångar blev ifrågasatta. Vad var bostadsobligationerna värda? Strukturerade finansiella produkter? Tillgångar i andra banker? Aktier? Fastigheter? Statsobligationer?

Den stora osäkerheten ledde till att riskapiten på marknaden gick från hög till extremt låg över en natt. USA hade låtit en stor affärsbank gå i konkurs. Inga spelregler gällde längre. Det var uppenbarligen det som krävdes för att marknaden skulle fundera över vad ett EMU-inträde faktiskt innebar för Grekland.

Tänk er en livrädd placerare som har denna fundering: En liten och relativt illa skött ekonomi med stort budgetunderskott, för högt kostnadsläge, stort bytesbalansunderskott, utan möjlighet att devalvera valutan eller få en anpassad ränta och utan möjlighet att bedriva en stimulerande finanspolitik på grund av det höga skuldläget. Som lök på laxen kan de inte låna pengar av en egen centralbank (lender of last resort) och som dessert finns ett bail-out förbud för övriga euroländer. Finns det en kreditrisk här? Svaret blev naturligtvis: JA, SÄLJ!!

Greklands öde var beseglat och räntorna rusade i höjden. Inga ville äga grekiska statspapper. Givet den nya situationen gick också statsskulden snabbt från hållbar till ohållbar och räntorna steg till en nivå som inte heller var hållbar för övriga ekonomin, d.v.s. företag och hushåll.

Det är alltså Greklands kraftigt försämrade budget- och skuldsituation i spåren av finanskrisen samt den nya institutionella ramen, EMU-medlemskapet, som är förändringen som leder till att Greklands skuld går från hållbar till ohållbar. Anledningen är att i avsaknad av två (av tre) stabiliseringspolitiska instrument har Grekland ingen trovärdighet när finanskrisen slår till att kunna hantera sin skuld.

Om Grekland stått utanför EMU skulle centralbanken finansierat skulden genom att "trycka" pengar, vilket skulle ha lett till att valutan föll och därmed också de grekiska lönerna mätt i annan valuta. Detta skulle också leda till inflation, som skulle minska värdet på utestående skuld, och högre arbetslöshet. För ett bussiness-as-usual-

scenario för Grekland från mitten av 90-talet, utan EMU, är det svårt att se ett med en arbetslöshet på över 25 procent och statsbankrutt.

Det kan också vara lämpligt att påminna om att USA exempelvis har, med en annan institutionell ram, ungefär samma statsskuld som Grekland hade i krisens början och Japan hade (och har) en som är betydligt högre. Det finns sålunda ingen siffermaga kring statsskulder. De är inte ohållbara vid en bestämd nivå, utan det beror helt på det institutionella ramverket.^[11]

När krisen startade fanns i princip inget som kompensterade de enskilda län-

derna för den försvagade stabiliseringspolitiken inom ramen för EMU-regelverket. Tvärtom var det enda som fanns paragraf 125, förbudet mot bail-out. Det som behövs är givetvis det rakt motsatta om EMU ska överleva, en formell ordning och transparent bail-out-mekanism som delvis kan ersätta de enskilda ländernas förlust av penning- och valutapolitiken.

Det grekiska problemet kan delvis beskrivas som att de inte använde de minskade räntorna på statsskulden i spåren av EMU-inträdet till att minska skulden. Den säkerhetsmarginalen behövdes för att motverka deras egen sämre kapacitet att hantera kriser och EMU:s avsaknad av krismekanismer.

I praktiken pågår det, trots paragraf 125, dock omfattande bail-outs sedan flera år tillbaka. En lätt surrealistisk ordning. Inte minst ECB är på väg, med mycket oklara mandat, att etablera sig som en nationell centralbank i form av "lender of last resort", det vill säga att de finansierar de enskilda län-

dernas utgifter genom att köpa deras statsobligationer.

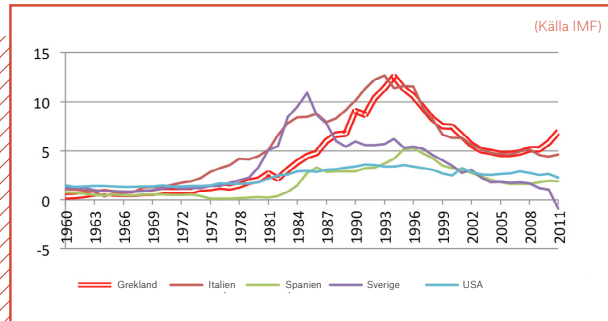
Grekland kan i detta sammanhang ses som ett varnande exempel på vad som kan hända när ett valutaområde sjösätts med ett ofullständigt regelverk och akuta ekonomiska nödvändigheter tvingar fram ett helt nytt regelverk i snabb takt – alltid steget efter. Ansvar för dessa brister faller på EMU-länderna gemensamt.

Fusk? EU-Grekland 10-1!

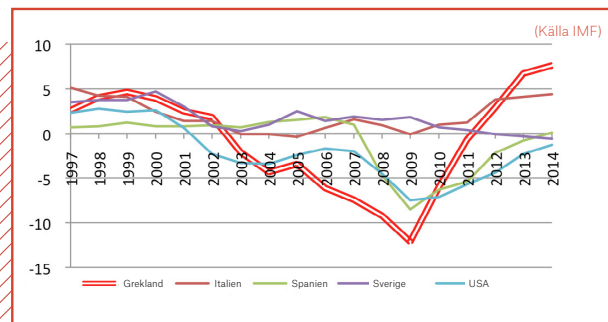
Men lurade sig ändå inte Grekland in i EMU med falsk statistik? Ja, men bara på marginalen och som helt saknade betydelse. Det stora fusket stod EU själv för.

När EMU skulle genomföras sattes konvergenskriterier upp. De mest relevanta

Räntor betalda på offentlig skuld i % av BNP



Konjunkturjusterat primärt budgetsaldo % BNP



11 Forskarna Carmen Reinhart och Kenneth Rogoff publicerade i American Economic Review in 2010 en artikel som antydde sådan siffermaga, just vid 90 procent statsskuld. Sambanden visade sig dock bero på felräkningen.

är i denna kontext att länder inte fick ha högre budgetunderskott än 3 procent och max 60 procent av BNP i statsskuld. Det föreföll hopplöst för Grekland som ända sedan 90-talets början haft en statsskuld på över 100 procent. Problemet var att det hade Italien också. Italien som en gång var med och startade EU i form av Kol- och stålunionen och som är en av de stora.

Bortsett från de politiska problemen med att ställa Italien utanför fanns också ekonomiska. Med dominans av Tyskland och nordeuropeiska länder skulle valutan bli helt dominerad av låginflationsländer med stark produktivitet utveckling. Det kan låta bra, men Frankrike skulle i sällskapet vara en svagare ekonomi än genomsnittet vilket skulle leda till en högre valutakurs än optimalt.

Dessutom skulle Italien med en svag egen valuta kunna konkurrera ut franska företag. Lösningen var enkel, om Italien och Sydeuropa tas med blir genomsnittet bättre anpassat för franska intressen.

Problemet var att de inte uppfyllde konvergenskriterierna för statsskuldens nivå och hade inga som helst möjligheter att uppfylla dem. Så utan att EU "fuskade" med reglerna på något sätt kunde vare sig Italien eller Grekland komma in. Därför beslutades att konvergenskriterierna gällde, såvida inte statsskulden minskade, för då kunde kriteriet ändå anses vara uppfyllt.

Plötsligt var det möjligt att ha en statsskuld som uppgick till över 100 procent. En hård regel blev en gummiparagraf som nästan tillät vad som helst om det bara var politiskt önskvärt.

När EU-"fusket" var på plats löste både Italien och Grekland sina behov av att statsskulden skulle minska med olika tekniska lösningar. Italiens fall exempelvis genom att låta statliga bolag betala in till statskassan eller i Greklands fall genom att sälja framtida intäkter i förväg via Goldman Sachs.^[12] Greklands och Italiens "fusk" var begränsat och inget av länderna var i närheten av 60 procent efter "fusket".

Men Grekland "fuskade" inte bara med statsskulden, utan också med budgetunderskottet. Grekland uppgav år 2000, när de skulle uppfylla konvergenskriterierna, att de hade ett underskott på 2,9 procent, alltså lägre än kravet på 3 procent. Det visade sig att de "felbokfört" försvarsutgifter och att det verkliga underskottet var 3,2 procent av BNP.^[13]

Båda dessa exempel kan säkert ses som avsiktligt fusk, men det saknar helt ekonomisk betydelse i storlekshänseende. Inget skulle förändras av att Grekland skulle ha haft några procent högre statsskuld än vad som uppgavs eller att budgetunderskottet var några tiondelar högre än vad som uppgivits.

Det enda som kunde ha förändrat förloppet var om Grekland faktiskt vägrades inträde. Det är å andra sidan helt osannolikt. Att sälja framtida rättigheter eller bolag för att få ned statsskulden är dessutom högst troligt förenligt med regelverket. Privatiseringar har exempelvis drivits starkt av trojkan för att ta ner Greklands bruttoskuld, trots att det framstår som en dålig idé att sälja tillgångar i en depressionsekonomi.

När det gäller underskotten får dessa dessutom överstiga tre procent om de är tillfälliga, vilket gör det helt upp till EU att bestämma om detta var acceptabelt. Ett worst-case scenario framstår som att de fått vänta till 2002 för att gå med, vilket inte skulle ha förändrat något.

Det relevanta "fusket" stod i stället EU för, som medvetet tillät länder som uppenbarligen inte var i närheten av att uppfylla de kriterier de själva satt upp för hållbar skuldsättning inom EMU att gå med.

Lösningen var enkel, om Italien och Sydeuropa tas med blir genomsnittet bättre anpassat för franska intressen.

12 <http://www.businessinsider.com/henry-bloedget-greece-paid-goldman-300-million-to-help-it-hide-its-ballooning-debts-2010-2?IR=T>

13 http://www.svd.se/naringsliv/grekland-fuskade-sig-in-i-emu_176207.svd

Räddningspaket till franska och tyska banker

Men Grekland har väl ändå räddats av de andra EMU-ländernas olika räddningspaket? Här blir frågan väldigt semantisk, vem har räddats och från vad? Grekland har definitivt "räddats" från statsbankrutt. Grekland hade inte klarat av sina skuldåtaganden till marknadsräntor och därför var det helt nödvändigt att Grekland fick finansiellt stöd för att långgivarna, i huvudsak franska och tyska banker, skulle få betalt.

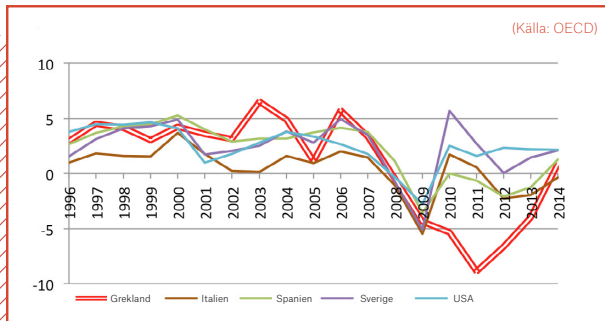
Lösningen blev alltså nya lån till en redan överskuldssatt, vars skuld bara växte i takt med att ekonomin krympte. Det rationella och uppenbara alternativet, avskrivning av delar av lånen, ville inga se och allra minst naturligtvis långgivarna.

Normalt när någon lånar ut pengar bär båda parter ett ansvar. Låntagaren ska ta ansvar för att den kan betala tillbaka och långgivaren för att låntagaren faktiskt är kreditvärdig. Missbedömer båda parter läget och kunden uppenbarligen inte kan betala, så är det rimligt att parterna på en marknad söker en gemensam lösning. Det innebär i praktiken att långgivarna efterskänker en del av skulden (haircut) mot att en del faktiskt betalas.

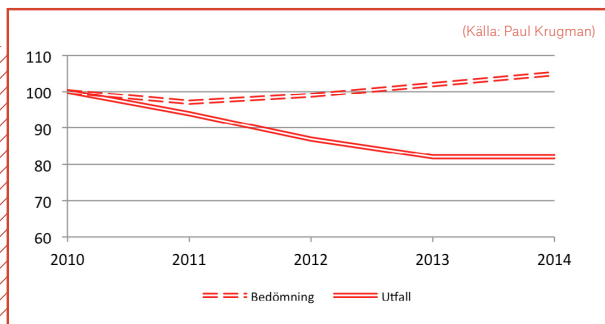
Anledningen är enkel, propser långgivaren på hela betalningen kommer kunden gå i konkurs och långgivaren får ingenting. För låntagaren är det ett sätt att få en möjlighet att fortsätta att låna pengar, vilket en sådan uppgörelse förutsätter.

Detta sker dagligen i företagsvärlden och ibland för statsskulder, men så skedde inte här. Genom det finansiella stödet kunde EU undvika stora kreditförluster i finansiella sektorn, vilket bedömdes kunna leda till en ny finansiell

Årlig procentuell förändring BNP



Trojkans åtstramning, bedömning respektive utfall på BNP, indexerat från 2010



kris. Det var helt enkelt en bank-bail-out.

Bankerna slapp stå för sin felbedömning att Greklands skuld efter finanskrisen gick från hållbar till ohållbar i och med EMU-inträdet. Grekland har däremot fått betala ett mycket högt pris för sin felbedömning.

I det andra räddningspaketet tvingades förvisso privat sektor (banker) skriva ned grekiska statspapper med ungefär 50 procent. Det brukar tas upp för att visa att de som tjänat gott på de höga grekiska räntorna minsann fick vara med och betala för sitt risktagande.

Problemet med den historieskrivningen är att privat sektor redan hade köpts ut av skattebetalarna. När nedskrivningen skedde hade privat sektor endast kvar 13 procent av de ursprungliga grekiska statsobligationerna de haft när Grekland stängdes av från marknaden.

Haircuten var alltså 50 procent på 13 procent, det vill säga 6,5 procent av den ursprungliga tillgången. Med tanke på vad bankerna tjänat på de högre räntorna var

det snarare en reduktion av vinsten än en förlust. Det förklarar nog också varför den passerade rätt obemärkt förbi i finanssektorn.^[14]

Skattebetalarna har alltså inte bara betalat räntorna, utan också tagit över skulden. Det innebär att risken för finansiella störningar av en grekisk statsbankrutt är betydligt mindre i dag än då. Nu handlar konsekvenserna mer om hur marknaden kommer att tolka att EMU inte innebär ett permanent medlemskap, inte minst för Spanien och Italien.

När det gällde huruvida Grekland räddades är det uppenbart att så inte skedde med någon som helst rimlig definition av "rädda". Sex år av negativ tillväxt, en arbetslöshet på över 25 procent, en ungdomsarbetslöshet på över 50 procent och en BNP på under 75 procent av vad den var 2008. Det kan inte kallas rädda.

Det är en helt öppen fråga om det hade gått bättre eller sämre för Grekland om de gjort statsbankrutt och lämnat EMU. Det enda vi vet säkert är att det gått sämre för bankerna.

Tesen att hushåll blir glada av besparingar faller sönder

Grekland är inte unikt i att BNP krympte i spåren av finanskrisen, det som skiljer Grekland från andra länder är att återhämtningen uteblev. Vad som ser ut som en vändning under 2009 blir endast en paus i en fortsatt spiral nedåt.

I samband med det första och andra lånepaketet krävdes det av Grekland att man skulle göra betydande besparingar i budgeten för att få lånen. Den så kallade trojkan, ECB, IMF och EU-kommissionen, både formulerade och skulle se till att politiken genomfördes.

Traditionellt anses stora besparingar i dåliga tider leda till ännu sämre tider. Det ekonomer talar om är den fiskala *multiplikatoreffekten*, den beskriver i princip hur stor effekt en nedskärning i statens budget har på ekonomin i sin helhet, då statens utgifter är en del av efterfrågan.

Risken var uppenbar att ett överskuldssatt land, som nu gavs mer lån, ändå skulle få uppleva kraftigt negativ tillväxt som skulle öka skulden ännu mer. Om den traditionella uppfattningen var rätt kunde en nedåtgående spiral startas som riskerade att helt knäcka den grekiska ekonomin.

Med stöd i ny makroekonomi försäkrade trojkan detta inte skulle hända. Trojkans teori var förenklat följande: Alla människor har perfekt kunskap om statens skuld och sin andel i den, hushållen inser att de förr eller senare kommer tvingas betala för statsskulden och därför justerar de sitt eget sparande i förhållande till statens. Alltså, om staten skär ned i sin budget kommer hushållen öka sin budget. Detta brukar kallas Ricardiansk ekvivalens.

Teoretiskt skulle därför nedskärningar i statsutgifterna inte behöva ha någon effekt på tillväxten i en konjunkturedgång. Inom nationalekonomin kallas detta att den fiskala multiplikatorn är 0.

Detta är kontroversiellt, då huvudfåran av policyekonomer trots allt fortfarande tror på det kloka i att bedriva kontracyklisk konjunkturpolitik i stället för procyklisk. Trojkan var uppenbarligen inte heller helt övertygade om detta och använde 0,5 som multiplikator i stället för 0. Det vill säga hushållen blir lite glada, men inte så glada att de ökar sin konsumtion så mycket att det motverkar hela nedskärningen.

Det innebär att en budgetbesparing på 100 miljarder påverkar ekonomin med

Så det som trojkan ägnade sig åt var ett kontroversiellt vågspel med Greklands ekonomi som insats.

14 http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5343&context=faculty_scholarship



Grekland har kol- lapsat på grund av EMU och räddning- spaketen.

50 miljarder. En minskning av BNP med 50 miljarder kommer i sin tur, med 40 % i skattekvot, minska skatterna med 20 miljarder. Summa summarum: en besparing på 100 miljarder leder till en negativ tillväxteffekt på 50 miljarder och en effektiv besparing på 80 miljarder.

För att förstå den helt avgörande betydelse multiplikatorn har, låt oss ta ett exempel med en multiplikator på 2 för samma exempel. Besparing 100 miljarder, tillväxteffekt 200 miljarder, skatteeffekt 80 miljarder och effektiv besparing 20 miljarder. En effektiv besparing på 100 miljarder kostar alltså 500 miljarder i budgetnedskärningar.

Med trojkans kontroversiella antagande att åtstramning i nedgång gav liten effekt såg prognosen rätt god ut. Planen var att det skulle ske en liten dipp i tillväxten 2011 sedan skulle det vända och redan 2012 skulle de vara tillbaka till 2010 års nivå och passera den 2013. Inte särskilt blodigt.

Utfallet blev dock att de 2014 ligger nästan 20 procentenheter under 2010 års BNP-nivå. Var det då en stor överraskning? Nej, många ekonomer påpekade att svältkurer i nedgång skulle leda till stora negativa tillväxteffekter med åtföljande problem.

Föreställningen att hushållen skulle minska sitt sparande och bli mer optimistiska i en situation där arbetslösheten ökar och regeringen aviserar kraftiga neddragningar i offentlig sektor samt sänkta nivåer i socialförsäkringssystem och pensioner föreföll falla på sin egen orimlighet.

Det fanns inte heller något entydigt teoretiskt stöd för den förda politiken. Konjunkturinstitutet skrev i en genomgång 2008:

”Det teoretiska svaret på multiplikatorns storlek skiftar beroende på vilken teoretisk modell som tillämpas. Resultaten varierar mellan stora, positiva multiplikatorer i keynesianska modeller, via multiplikatorer mellan noll och ett i modeller med ricardiansk ekvivalens till negativa multiplikatorer i litteraturen kring ’expansionary fiscal contractions’.”^[15]

Så det som trojkan ägnade sig åt var ett kontroversiellt vågspel med Greklands ekonomi som insats. När vågspelet pågått ett tag var det uppenbart att det inte gick enligt plan, multiplikatorn verkande snarare ligga på de keynesianska modellernas nivå, ”stora och positiva”.

I januari 2013 publicerade IMF:s chefsekonom Olivier Blanchard en rapport där följande mening fanns med: ”Vi konstaterar att multiplikatorn var betydligt över 1 i början av krisen.”^[16] Den hänvisar också till en studie baserad på 27 länder där man kom fram till en multiplikator på 1,6. I en annan studie som specifikt studerat multiplikatorer för länder i kris konstaterade man att dessa kan uppgå till över 3 och slutligen hänvisar man till en studie som kommer fram till att multiplikatorn varierar från 0 i goda tider till 2,5 i dåliga tider.

Med höga fiskala multiplikatorer blir det direkt kontraproduktivt i en skuldcrisis med åtstramningar. Greklands statsskuld på runt 110 procent i inledningen av krisen steg enbart på grund av minskad BNP till över 150 procent, utan att de lånade en enda ny euro.

Keynes gamla recept håller alltså sannolikt fortfarande, spara i goda tider (då det inte kostar något) och slösa i dåliga tider (då det gör stor nytta). Detta borde ha lett till en omläggning av Greklandspolitiken redan för två år sedan. Det gjorde det inte.

Det är inte på grund av EMU och räddningspaketet som Grekland undvikit kollaps, tvärtom har de kollapsat på grund av EMU och räddningspaketet.

15 http://www.konj.se/download/18.70c52033121865b13988000109000/Specialstudie_16.pdf

16 Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers, Olivier Blanchard and Daniel Leigh
january 2013

Aldrig för sent att göra rätt

Den grekiska tragedin beror alltså inte på vare sig snabb skulduppbyggnad före finanskrisen eller grekiskt fusk. Det innebär inte att Grekland saknar egen skuld i det som hänt. Tvärtom, den grekiska staten har varit oförsiktig med statens finanser, låtit kostnadsläget stiga för mycket och i likhet med marknaden gjort grova felbedömningar av skuldens hållbarhet.

Den totala kollaps Grekland genomgått kan dock inte förstås utan trojkans vågspel med kraftiga åtstramningar i nedgång. Greklands krisen är en "perfect storm" när det gäller allvarliga felbedömningar av alla inblandade: marknaden, EU, IMF, ECB och inte minst Grekland självt.

Den relevanta historiska erfarenheten, förutom att felbedömningar är legio, är att:

1. Hållbar skuldnivå är betydligt lägre för mindre länder i EMU än utanför.

2. Krismekanismer måste utvecklas och formaliseras inom EMU för att hantera enskilda länders, särskilt mindre länders, förlust av valuta- och räntevapnet.

3. Lönebildning inom EMU måste säkras så att länder vare sig har för hög eller för låg löneinflation, då det för eller senare kommer utlösa en konkurrenskraftskris utan möjlighet att devalvera sig ur problemen för enskilda länder.

4. Skära ned i kriser förvärrar bara situationen, även i en skuldskris.

5. Finansmarknaden måste regleras för att minimera de negativa effekterna på tillväxt och offentliga finanser.

Krisen förstådd på detta sätt ställer stora och svåra frågor som ingen idag har ett bra eller klart svar på. Det är betydligt lättare att skylla på grekerna. Trots syndabockspolitiken pågår det ändå förändringar på samtliga dessa områden och framförallt inom området att utveckla krismekanismer.

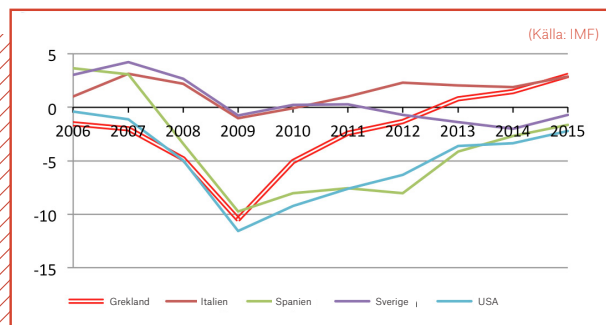
En sådan förändring är också den alltmer utbredda insikten om att neddragningar i dåliga tider är kontraproduktiva i att lösa en skuldskris, det vill säga den fiskala multiplikatorn är stor i dåliga tider.

Det har ännu inte gjort avtryck i den förda politiken, men här finns nu en möjlighet när Grekland kräver omförhandling. Det positiva är också att multiplikatorn går åt båda håll, det vill säga lika skadliga som besparingarna är, lika nyttiga är utgiftshöjningar.

Vissa menar att Grekland även har fuskat med åtstramningen, men Grekland har förbättrat den primära budgetbalansen med 13 procent av BNP. Det är oerhört mycket. Grekland har i dag ett primärt överskott (exklusive räntor) i statens finanser på 3 procent av BNP. Med en statsskuld på över 170 procent blir det ändå minus i budgeten och egentligen finns också behov av ytterligare besparingar. Vi vet att det bara skulle förvärra saken.

Grekland måste alltså få expandera budgeten. Frågan är bara hur och hur mycket. Med en multiplikator på 1,5 skulle en minskning av det primära överskottet på 2 procent av BNP ge en tillväxteffekt på 3 procent. Det skulle kunna starta en positiv spiral. Det skulle också ge den grekiska regeringen möjlighet att infria en del av sina vallöften och därmed även stabilisera den politiska situationen. I princip kan det då endast bli fråga om symboliska räntebetalningar, samtidigt måste dessa betalningar

Primärt budgetsaldo (exklusive statsskuld räntor)



räcka för att inte öka skulden. Här behövs det helt enkelt en baklänges beräkning av räntan.

Givet arbetslöshetsnivån (lediga resurser) behöver Grekland ha en tillväxttakt på 3 procent över minst ett decennium. Arton prominenta ekonomer, med Nobelpristagaren Joseph Stiglitz i spetsen, skrev i Financial Times om betydelsen av att ge Grekland en ny start.^[17] Deras program inkluderar exempelvis ett förslag om att Grekland inte ska behöva betala några räntor de närmaste åren och sedan inte förrän tillväxten överstiger 3 procent och minst 50 procent av BNP-förlusten sedan 2008 återhämtats. Detta behöver enligt författarna kombineras med skuldavskrivning, reformer av de offentliga institutionerna och exportfrämjande exportinvesteringar.

Även utan skuldavskrivningar kan ett sådant scenario, eller något liknande, fungera om skulden bara inte tillåts öka. Det är sannolikt det minst kostsamma både för EMU-länderna och för Grekland. Är EU inte villigt att omförhandla villkoren och tillåta en budgetexpansion är risken uppenbar att Grekland lämnar EMU, till höga kostnader för båda parter.

Det skulle sannolikt göra både EMU och Grekland gott att skiljas, men detta måste ske i ordnade former i relativt goda tider och inte som ett svar på att ingen vill plocka upp notan.

Det är sålunda dags att använda det vi lärt oss under krisen – svältkurer och antigrekisk propaganda löser ingenting. ●

17 Januari 22 2015



SANDRO SCOCCO

är chefsekonom på Arenagruppens tan-
kesmedja Arena Idé. Följ bloggen, pod-
den och lästipsen på: www.arenaide.se.
Twitter: @ScoccoSandro

—
**Siffror
& Samband**
— Ekonomiblogg

—
**Pengar
& Politik**
— Ekonomipodd

arenaidé