

EMU och risken för finanskriser

Rapport utgiven av Fackliga EU-kritiker, juni 2003

Anhängare av ett svenskt medlemskap i EMU hävdar ofta att valutaunionen skulle skydda oss mot valutaspekulation och valutakriser. Vanligt är också att man hänvisar till de svenska erfarenheterna i början av 1990-talet, och ledande företrädare för ja-sidan har till och med använt hotet om "500 procent" som argument. Så här skriver till exempel Göran Persson (Aftonbladet 1/5 2003):

"I praktiken kan en situation som den vi upplevde i början av 90-talet, med 500 procents ränta, inte inträffa inom valutaunionen. Valutaspekulation blir omöjlig."

EU-kommissionären Margot Wallström hävdar på liknande sätt att "euron skulle skydda oss mot extern valutaspekulation. Alla minns när Sverige tvingades (!) höja bankräntan till 500 procent som en följd av att en handfull valutaspekulanter anförda av George Soros attackerade och försvagade den svenska kronan." (Aftonbladet den 5/1 2003)

Så byggs konspirationslegenden upp: det var inte en stollig politik, utan illasinnade valutaspekulanter, som skapade den svenska 90-talskrisen.

Göran Persson, Margot Wallström och en rad andra förespråkare för euron påstår att EMU skulle skydda oss både mot valutaspekulation - som med Perssons ord blir "omöjlig" - och mot en upprepning av den kris vi upplevde i början av 90-talet.

Har Göran Persson och Margot Wallström rätt? Vilka samband finns det mellan växelkurser, valutaunioner och kriser? Ökar eller minskar ett medlemskap i en valutaunion riskerna för valutaspekulation och kriser?

Syftet med denna skrift är att, med hjälp av en översikt över några av de senaste decenniernas värsta valutakriser, försöka besvara dessa och liknande frågor. Men en av slutsatserna kan redan nu avslöjas: det mesta tyder på att Göran Persson och Margot Wallström har både rätt och fel. 500 procents ränta får vi inte inom EMU. Men det får vi inte med nuvarande ordning med rörlig växelkurs heller.

Det är djupt osakligt att skrämman med 500 procent. Det dyrbara kronförsvaret och den efterföljande kollapsen i november 1992 var en ju en direkt följd av att vi "lekte EMU" och band kronan till eurons föregångare, ecun. Det var just försöken att upprätthålla en fast växelkurs gentemot övriga EU-länder som ledde rakt mot fördärvet.

Misstagen från den senare hälften av 80-talet, då den ekonomiska politiken ledde till överhettning och inflation, hade förorsakat problem även om vi fört en annan växelkurspolitik i början av 90-talet. Men utan experimentet med fast växelkurs hade vi sluppit kraschen.

Naturligtvis utgör inte en självständig, flytande valuta en garanti mot alla slags ekonomiska kriser. Finansmarknadernas instabilitet *är* ett allvarligt problem, vilket till exempel de senaste årens spruckna IT-bubbla och börsras illustrerar. Men jag är övertygad om att risken för allvarliga kriser skulle öka om vi anslöt oss till euron. En bestående lärdom från de senaste decenniernas kriser är att rörliga, eller flytande, växelkurser oftast har en stabiliserande effekt på produktion, sysselsättning och tillväxt. Länder med fasta eller halvfasta växelkurser har råkat ut för fler och allvarligare kriser än de länder som låtit sina valutor fluktuera och därmed agera stötdämpare vid olika typer av ekonomiska störningar.

Detta är egentligen ganska naturligt. Vid en störning måste något justeras. Med en fast växelkurs gentemot omvärlden kan inte växelkursen ändras. Dock kan räntevapnet fortfarande användas (och missbrukas!) för stabiliseringspolitiska ändamål. I en valutaunion kan inte heller räntan sättas av det enskilda landet. Något annat måste då justeras. Vid smärre problem kan finanspolitiken, alltså skatter och offentliga utgifter, användas för att parera störningar. Men finanspolitik är ett trubbigt vapen, och erfarenheterna visar att det blir sysselsättningen som får bära större delen av anpassningsbördan. Och krishanteringen, dvs ett lands förmåga att reparera skadorna och komma tillbaka efter en allvarlig kris, blir avsevärt svårare utan en egen valuta och självständig räntepolitik.

Men innan vi återkommer till slutsatserna skall vi granska de förändringar i världsekonomin som ägt rum de senaste tjugo-trettio åren, och som tycks ha ökat riskerna för allvarliga finanskriser. Vi ska också granska några av de så kallade valutakriser som drabbat olika delar av världen, och se vilka lärdomar som kan vara av intresse inför folkomröstningen om en svensk övergång till euron.

Bretton Woods-systemet

Under hela efterkrigstiden fram till början av 1970-talet präglades världens valutamarknader av en enastående stabilitet.

Denna idylliska period kallas ofta "Bretton Woods-epoken", uppkallad efter den stad i USA där en berömd konferens ägde rum år 1944, i andra världskrigets slutskede. Konferensen, som samlade en rad av de allierade staternas politiska ledare plus ett flertal berömda ekonomer - av vilka den mest kände, och inflytelserike, var John Maynard Keynes - handlade om vilken ekonomisk världsordning som skulle råda efter det nederlag för Tyskland som alla visste var nära förestående.

Det kanske allra viktigaste resultatet av konferensen 1944 var beslutet att efter krigsslutet skapa två nya internationella ekonomiska organisationer, ofta kallade "Bretton Woods-institutionerna": Internationella Valutafonden (IMF) och Världsbanken.

Den inledningsvis viktigaste uppgiften för Världsbanken var att bidra till finansieringen av Europas återuppbyggnad efter kriget. IMF:s roll var att ge kortfristiga lån till länder med akuta betalningsbalansproblem samt, och

framför allt, att övervaka och förbättra de internationella valuta- och betalningssystemen.

För Keynes och många andra var skapandet av IMF i första hand sprunget ur viljan att undvika en ny deflationistisk period av det slag världen upplevde på 30-talet. IMF:s regelsystem - som bland annat stadgade att länder inte fick använda sig av så kallade konkurrensdevalveringar för att stärka sin konkurrenskraft på andra länders bekostnad - syftade till att garantera en stabil och växande efterfrågan i världsekonomin.

I dagens svenska EMU-debatt hänvisas det ofta till Bretton Woods-epoken som belägg för fördelarna med fasta växelkurser. Inte minst Carl Bildt brukar anföra de positiva erfarenheterna från denna period för att dra slutsatsen att fasta växelkurser är bra, och att ett svenskt medlemskap i EMU skulle möjliggöra en återgång till ordning och reda.

Carl Bildt har rätt i att Bretton Woods-epoken, som präglades av keynesiansk stabiliseringspolitik med inriktning på full sysselsättning i flertalet industriländer, präglades av högre och stabilare tillväxt än de följande årtiondena. Det finns dock avgörande skillnader mellan dagens situation och den som rådde under det "gyllene kvartsseket" mellan 1947 och 1971.

En skillnad är den amerikanska dollarns ställning. Ankaret i Bretton Woods-systemet var dollarn, vars värde - i guld - garanterades av USA:s regering¹. Systemet baserades vidare på "i princip" fasta växelkurser mellan alla ledande västvalutor.

Inom de enskilda länderna hade de olika centralbankerna omfattande befogenheter att med valutakontroller begränsa oönskade valutarörelser, och internationellt spelade IMF rollen som global monetär polis som såg till att länder inte ägnade sig åt förbjudna saker (till exempel devalveringar).

Bretton Woods-periodens stabila växelkurser förutsatte valutakontroller. I dag har alla i-länder, och flertalet medelinkomstländer, avskaffat dessa valutakontroller. Redan av detta skäl är en återgång till 50- och 60-talens stabilitet på valutamarknaderna otänkbar.

Decennierna efter andra världskriget präglades också av hög och stabil tillväxt i alla ledande industriländer. Länderna gick i takt i mycket större utsträckning än idag – en förutsättning för att fasta växelkurser skall fungera i längden. Några allvarliga kriser ägde inte rum fram till början av 70-talet. Det är lättare att bedriva stabiliseringspolitik när alla viktiga handelspartners har en hög och jämn ekonomisk tillväxt än då de drabbas av återkommande kriser.

Bretton Woods-systemets stabilitet urholkades mot slutet av 60-talet som en följd av USA:s höga inflation och växande budget- och bytesbalansunderskott i spåren av Vietnam-kriget. I takt med att förtroendet för dollarn försvagades underminerades också dollarns ställning som världens reservvaluta, och

¹ USA:s guldreserv förvarades i Fort Knox, som blev ett slags symbol för Bretton Woods-systemets trovärdighet. Detta är bakgrunden till det gruvliga hot som skurken Goldfingers lömska attacker mot Fort Knox utgjorde i en gammal James Bond-film; ett angrepp på Fort Knox var ett hot mot hela världskapitalismens stabilitet. Det Goldfinger inte klarade av gjorde president Nixon.

under president Nixons tid i början av 70-talet upphävdes även formellt den koppling mellan dollarn och guld som varit den psykologiska grundvalen för dollarns trovärdighet, och därmed för hela Bretton Woods-systemet.

Efter Bretton Woods: valutaoro, finanskriser och ökad sårbarhet

Det stökiga 70-talet upplevde bland annat dollarkriser (en dollar var värd mindre än fem svenska kronor i mitten av 70-talet), oljekriser, hög internationell inflation och allmän världsekonomisk oro. Mot slutet av decenniet inleddes också en övergång till ett nytt internationellt finansiellt system, baserat på alltmer rörliga växelkurser och, i flertalet länder, en gradvis eliminering av efterkrigstidens valutaregleringar.

I Sverige kom avregleringen av kapital- och valutamarknaderna förhållandevis sent. De sista resterna av efterkrigstidens valutareglering avskaffades först under den senare hälften av 80-talet.

De senaste tjugo åren har präglats av de finansiella marknadernas växande makt. Med hjälp av avreglering och modern kommunikationsteknologi rör sig kapitalet i dag med elektronisk hastighet världen över, och för politiker gäller det i dag att hålla sig väl med de nyckfulla och nervösa finansmarknaderna.

I både rika och fattiga länder har de enskilda människornas beroende av finansmarknaderna ökat. En dålig utveckling på ränte- eller aktiemarknaden kan innebära höjda bostadsräntor eller sämre framtida pensioner för oss som bor i Sverige. I utvecklingsländerna kan finansiella kriser skapa valutaras, kapitalflykt, urholkade statsfinanser och ökad arbetslöshet och fattigdom.

Sedan början av 90-talet har världsekonomin upplevt en rad dramatiska finanskriser, som gång efter annan visat sårbarheten i världens finansiella system. Som exempel kan nämnas sammanbrottet för det europeiska växelkurssamarbetet i början av 90-talet, den svenska 90-talskrisen, Mexiko 1994-95, Asien-krisen 1997-98, Ryssland 1998, Brasilien 1999 eller Argentina 2001-2002. En mängd andra länder drabbades också av mer eller mindre dramatiska finanskriser.

En viktig lärdom är att även länder med ganska sund ekonomi kan dras med i internationella finanskriser. I en globaliserad ekonomi där svansen - de finansiella marknaderna - viftar på hunden - den reala ekonomin, det vill säga produktion och sysselsättning - riskerar även ganska friska jockeyar att råka illa ut.

Moderna finanskriser: Orsaker och krisförlopp²

Varje kris har sina specifika ekonomiska och politiska orsaker och speciella dynamik. Det är vanskligt att generalisera. Till exempel har ett par av de senaste stora kriserna - i Turkiet vintern 2001 och Argentina 2001-2002 - utlösts av en kombination av politisk kris och ekonomisk vanskötsel. Dock

² De avsnitt som berör kriserna i Latinamerika och Sydostasien är i stor utsträckning baserade på min diskussion om moderna finanskriser i de Vylder (2002). För källhänvisningar och ytterligare data om dessa kriser hänvisas läsaren till denna bok.

framträder vissa mönster, och i den översikt över några av de största finanskriserna sedan 80-talet som följer skall jag försöka lyfta fram några drag som tycks gemensamma.

Nu över till kriserna. Tonvikten ligger på en diskussion av några av de kriser som givits beteckningen "valutakriser", såsom Mexiko-krisen 1994-95 och Asien-krisen 1997-98, men i centrala avseenden är diskussionen även tillämplig för en tolkning av Ryssland 1998 eller Turkiet och Argentina år 2001. Eller Sverige 1992. Jag återkommer avslutningsvis till skillnaderna mellan dessa "valutakriser" och andra typer av kriser.

Borde kriserna förutsetts?

Ett illavarslande drag i moderna finanskriser är att de sällan förutses av de betydelsefulla aktörerna: affärsbanker, fondförvaltare och aktierådgivare, regeringar, IMF och Världsbanken, kreditvärderingsinstitut, valutaspekulanter, ledande ekonomitidskrifter och ekonomijournalister med flera.

De senaste årens spruckna IT-bubbla visar hur litet man har lärt, och hur fast rotat finansmarknadernas flockbeteende är.

Av de dussintals riktigt allvarliga finans- och valutakriser som drabbat olika länder under de senaste decennierna har flertalet kommit plötsligt, till synes utan förvarning. Den svenska krisen 1991-92 tillhör i detta avseende undantagen: den byggdes upp under förhållandevis lång tid, och rader av inflytelserika bedömare förutsåg vad som skulle hända.³ Detsamma gäller den argentinska krisen, som åren 2000 och 2001 hade ett utdraget och föga överraskande förlopp.

Den svenska finanskrisen - liksom den ryska och den argentinska - var "välförtjänt". En dålig ekonomisk politik fick sitt rättvisa straff av finansmarknaderna.

Vi skall, i Sveriges fall, vara tacksamma för att valutaspekulanterna hösten 1992 lyckades besegra de halstarriga politikerna, som i det längsta försökte försvara - till svindlande kostnader - en övervärderad krona. Hade politikerna lyckats i sitt uppsåt hade krisen under 90-talet blivit ännu djupare och mer långvarig än den blev.

Den flytande kronan - som först sjönk snarare än flöt - räddades oss undan ett ännu värre öde.

Det var inte, som Margot Wallström påstår, "en handfull valutaspekulanter anförda av George Soros" som *skapade* den svenska krisen. Däremot *utnyttjade* de den kris som de svenska politikerna var ansvariga för.

³ Däremot var det inte opportunt att lufta sina farhågor offentligt - att öppet ifrågasätta försvaret av den fasta kronkursen år 1992 var, bland de ledande aktörerna, fullt jämförbart med landsförräderi, och den okritiska ekonomijournalistiken spelade en ömklig roll före kronkollapsen (och även efter, då efterklokheten helt tog överhanden).

Politisk prestige har ofta skapat eller förvärrat finanskriser. Det är inte bara i Sverige som politiker har försökt försvara övervärderade valutor. Och ju längre de lyckats, desto högre har priset blivit. I Argentina lyckades politikerna - med benäget stöd från IMF - mycket länge, och krisen utvecklades därför till en ren katastrof.

Latinamerikanska kriser

Välförtjänt - men ändå oväntad - var även Latinamerikas finans- och skuldkris på 80-talet. År 1981, året innan den stora krisen bröt ut, var de stora affärsbankernas utlåning som allra störst, liksom optimismen om Latinamerikas framtidsutsikter i ledande affärstidskrifter. Dock var varningstecknen många: den genomsnittliga inflationen i Latinamerika år 1981 var 61 procent, bytesbalansunderskotten var förfärande stora, liksom budgetunderskotten. De militärdiktaturer som vid denna tid styrde flertalet latinamerikanska länder - och vars ekonomiska politik fick starkt stöd från både internationella banker och från institutioner som IMF och Världsbanken - utmärkte sig genomgående för ekonomisk-politisk inkompetens som endast höga råvarupriser och god tillgång till billiga internationella banklån hjälpligt förmådde dölja.

När så 70-talets gynnsamma situation för skuldsatta råvaruexportörer i början av 80-talet övergick i sin motsats - med stigande dollarkurs, stigande realräntor och fallande råvarupriser - rasade korthusen. När Mexiko ställde in betalningarna på utlandsskulden i augusti 1982 avslöjades en hel kontinents insolvens. De som föreföll mest förvånade var de internationella bankerna och kreditvärderingsinstitutet, IMF och Världsbanken.

Det vore missvisande att kalla 80-talets latinamerikanska kriser för "valutakriser". De bottnade alla i en usel ekonomisk politik, där rasen på valutamarknaderna endast var symptom, inte orsak. Dock spelade försöken i flertalet länder att i det längsta försvara övervärderade valutor en stor roll för att fördjupa de kriser som blev ofrånkomliga.

Även Mexiko-krisen 1994-95 var "välförtjänt". Dock åtnjöt Mexikos dåvarande president Carlos Salinas (sedermera anklagad för svindleri, anstiftan till mord och litet annat smått och gott) ett nära nog unikt förtroende hos såväl Clinton-administrationen som i Världsbanken och IMF. Även i de internationella affärs- och ekonomitidskrifterna flödade berömmet.

Vad som var sant i hyllningarna var att Salinas följde Valutafondens råd. Sant var också att inflationen sjönk till noll, och att budgetunderskottet eliminerades; åren 1992 och 1993 kunde Mexiko till och med skryta över något så ovanligt som överskott i statsbudgeten.

Bakom denna fasad av sjunkande inflation och budgetbalans fanns dock en allvarlig och djupgående kris. Det inhemska sparandet minskade kraftigt under Salinas sex år vid makten. Den låga inflationen köptes till priset av en övervärdering av valutan, ständigt växande kapitalimport och underskott i utrikeshandeln. Mexikos internationella konkurrenskraft var underminerad -

liksom Sveriges år 1992 eller Argentinas år 2001 - och utlandsskulden växte lavinartat.

Efter påtryckningar från IMF, och som villkor för medlemskap i i-ländernas samarbetsorganisation OECD, hade Mexiko avskaffat alla valutarestriktioner, vilket banade väg för destabiliserande privata kapitalströmmar.

Merparten av pengarna härrörde från amerikanska pensionsfonder. Fondförvaltarna såg att det fanns lätta pengar att hämta: räntan på de mexikanska statsobligationerna låg på drygt tio procent, och placeringarna var försedda med en försäkring mot växelkursrisker.

När krisen väl bröt ut i december 1994 var det för sent för en mjuklandning. Både inhemska och utländska placerare paniksålde pesos, och valutan sjönk som en sten.

Argentina-krisen

Det finns många politiska och ekonomiska orsaker till att Argentina, som för ett halvsekel sedan räknades som ett av världens tio rikaste länder, har halkat efter. Inte minst viktigt är att det politiska arvet efter peronismen – med korruption och maktmissbruk som eviga följeslagare – varit förödande.

Men om vi begränsar oss till den senaste krisen kan det konstateras att en starkt bidragande orsak till lågkonjunkturen efter 1998, som mynnade ut i en total kollaps år 2001, var att den argentinska valutan var övervärderad. När peson år 1991 kopplades till den amerikanska dollarn till kursen en peso = en dollar var syftet att komma till rätta med den galopperande inflationen. Regeringen förband sig att garantera pesons värde, och att inte trycka sedlar för att finansiera statsutgifterna. Detta lyckades, och under några år upplevde Argentina ett slags smekmånad med låg inflation, stabila statsfinanser, massivt stöd från Internationella Valutafonden och ett stort privat kapitalinflöde.

Men priset för den till synes framgångsrika politiken var högt. Statsfinanserna sanerades, kortsiktigt, med hjälp av en gigantisk realisation på statliga tillgångar. IMF jublade över privatiseringarna, men folket rasade över den korruption som omgärdade utförsäljningen.

Inflationsbekämpningen lyckades - till priset av en övervärdering av valutan. Billig import höll prisstegringarna i schack. Underskotten i utrikeshandeln växte, men kunde finansieras med krediter så länge IMF och utländska banker inte synade korten.

När landets viktigaste handelspartner Brasilien devalverade – eller, snarare, släppte sin valuta fri, vilket medförde ett kraftigt prisfall på marknaden - i början av 1999, samtidigt som den till dollar knutna argentinska peson följde med i dollarns uppgång, gick det inte längre att dölja att Argentinas internationella konkurrenskraft var helt underminerad.

Åren 1999-2001 var det nästan bara IMF som fortsatte att stödja galenskaperna. Men varje nytt IMF-lån var förknippat med hårda krav på åtstramningar. Argentina försökte svälta sig ur krisen. Men det lyckades bara till hälften: samtidigt som svälten bredde ut sig fördjupades krisen.

Under hela perioden 1998-2001 ökade arbetslösheten. Den övervärderade valutan gjorde importen billig, men exporten rasade. Importkonkurrensen blev övermäktig på hemmamarknaden. Åren 2000-2001 blev det till och med lönsamt att importera kött från USA och sälja i argentinska butiker – en för argentinare smärtsam och förödmjukande illustration till vansinnet.

År 2002 var arbetslösheten uppe i drygt 25 procent. Över hälften av befolkningen levde, och lever, i fattigdom. I det rika jordbrukslandet Argentina dör barn av svält.

När Argentina i slutet av 2001 – många år för sent - tvingades släppa den fasta växelkursen gentemot dollarn sjönk peson först som en sten. Från att ha varit värd lika mycket som en dollar var peson efter ett halvår värd mindre än en tredjedels dollar.

Idag har peson stärkts något gentemot dollarn, och en viss ekonomisk återhämtning börjar skönjas. Den flytande växelkursen har gjort att Argentina har återvunnit sin förlorade konkurrenskraft, och exporten går idag bättre än någonsin. Men kostnaderna för krisen – i form av uteblivna investeringar, företagsnedläggelser, utbildade människor som lämnat landet, avbrutna skolgångar, social misär och omfattande kriminalitet, med mera – kommer att kasta en slagskugga över landet under många år framåt.

Asien-krisen

Fram till juli 1997 omtalades de ostasiatiska ländernas ekonomiska utveckling så gott som uteslutande i positiva ordalag. Och flertalet långsiktiga prognoser andades tillförsikt. "Mirakelekonomierna", för att låna titeln på en uppmärksam bok som Världsbanken lät publicera 1993,⁴ förväntades växa med 6-8 procent per år under överskådlig tid framåt.

Lovorden var befogade. Asien-krisen får inte skymma det faktum att framstegen i Ost- och Sydostasien varit spektakulära. Rader av sociala indikatorer, såsom spädbarnsdödlighet, medellivslängd och utbildningsnivå, visar att den exceptionellt snabba ekonomiska tillväxten i Ostasien också åtföljts av imponerande sociala framsteg (men ofta även av en förfärande miljöförstöring). Mellan 1960 och 1995 ökade till exempel medellivslängden i Ostasien med 17 år - från 55 till 72 - och i Sydostasien från 45 till 65 år. Inte illa.

Redan 1995 började dock vissa tecken tyda på att den höga tillväxten i Sydostasien höll på att mattas av. Exporttillväxten sjönk markant, och aktiekurserna i ett par nyckelländer, främst Thailand och Sydkorea, började falla.

⁴ *The East Asian Economic Miracle*, 1993.

Under våren och försommaren 1997 ökade trycket mot den thailändska valutan, bathen, som var knuten till en dollardominerad valutakorg, och som haft ett stabilt värde gentemot USA-dollarn sedan 1984.

Den egentliga krisens utbrott brukar dateras till den andra juli 1997, då den thailändska riksbanken, efter omfattande och dyrbara stödköp, gav upp sina försök att försvara bathen. Likheter med den svenska politiken 1991-92 är slående.

En dryg vecka senare släpptes den filippinska valutan fri. Den 14 juli föll den malaysiska valutan, och en månad senare den indonesiska. I december 1997 var det Sydkoreas tur. Den thailändska krisen hade nu döpts om till "Sydostasienkrisen".

Krisen fick ett långt mer dramatiskt förlopp än vad någon bedömare hade förutsett. På kort tid - mellan juli 1997 och den sista januari 1998 - hade valutorna fallit med mellan 40 och 80 procent gentemot den amerikanska dollarn.

Börskurserna följde ett liknande mönster, med en i genomsnitt femtioprocentig nedgång under det andra halvåret 1997. I Indonesien var börsrasen störst: hela 80 procent mellan juni 1997 och januari 1998.

Krisen spreds snabbt, och fick kraftiga återverkningar på hela världsekonomin. Vad som började som en thailändsk valutakris i juli 1997 blev i början av 1998 en "Asien-kris". Under resten av 1998 blev Asien-krisen alltmer global. Ryssland drogs med i fallet, liksom en rad länder i världsekonomin periferi: Latinamerika, Sydafrika och delar av Östeuropa. I många av världens fattigaste länder steg räntorna, och kapitalflykten tilltog. I de utvecklade industriländerna sjönk aktiekurserna (tillfälligt, skulle det visa sig), och tillväxtprognoserna skrevs ned.

Huvudorsaker till Asien-krisen

Asien-krisen har många drag av klassiska finansiella "bubblor": en snabb stegring av tillgångspriser⁵ - inte minst på fastighetsmarknaden -, och lätta pengar att tjäna innan bubblan brister. När krisen väl är ett faktum leder de inhemska och utländska placerarnas flockmentalitet till en våldsam överreaktion (*overshooting*), med ras på valuta-, aktie- och fastighetsmarknaderna som vida överträffar vad som är motiverat med hänsyn till de underliggande realekonomiska förhållandena.

Men låt oss gå tillbaka några år i tiden. Vissa orosmoln fanns, som nämnts ovan, redan ett par år före krisen utbrott. Den exceptionellt snabba exporttillväxt som varit motorn i de sydostasiatiska ländernas tillväxt på 90-talet började dämpas redan 1995. Avmattningen sammanhängde med den utdragna stagnationen i den japanska ekonomin, men en starkt bidragande orsak var också regionens försämrade konkurrenskraft gentemot Kina efter den kraftiga kinesiska devalveringen 1994. Eftersom de sydostasiatiska

⁵ Med tillgångspriser (*asset prices*) avses priset på reala tillgångar som aktier och fastigheter.

valutorna formellt eller *de facto* var knutna till den amerikanska dollarn⁶ bidrog också dollarns uppgång (appreciering), inte minst gentemot den japanska yenen, till att urholka konkurrenskraften.

Ytligt sett såg det dock ut som om den makroekonomiska situationen var relativt sund. Den nedgång i tillväxttakt som kunde skönjas tolkades av ledande bedömare som IMF som ett friskhetstecken, och i en rad olika rapporter⁷ beskrevs de sydasiatiska framtidsutsikterna som ljusa.

Även de stora kreditvärderingsinstituten, med Moody's och Standard & Poor i spetsen, misslyckades helt med att förutsäga krisen. Först då Asien-krisen varit ett begrepp på löpsedlarna i månader kom nedgraderingarna i kreditvärdighet.

Om vi ser till vissa makroekonomiska indikatorer fanns det dock inte mycket som pekade på vad som skulle komma att hända. Tillväxten var fortfarande hygglig, och inflationen låg.

Asien-krisen är den av de senaste decenniernas kriser som är minst välförtjänt. De asiatiska krisländerna drabbades mycket hårdare än som var befogat, och än värre blev det i samband med krishantering (till vilken vi återkommer).

Ett varningstecken var bytesbalansunderskotten. Även IMF hade, i fallet Thailand, uttryckt vissa farhågor inför betalningsbalansutvecklingen. Liksom i Mexiko några år tidigare bagatelliserades dock problemen. Ett sannolikt skäl till detta är att IMF varit pådrivande i frågan om avskaffandet av valutakontrollerna i både Mexiko och Sydostasien. IMF har i sina - starkt ideologiskt präglade - analyser ständigt betonat fördelarna med full konvertibilitet (ekonomisk jargong för avsaknad av hinder mot valutatransaktioner) omfattande även kapitalbalansen.⁸

IMF:s varningar hade traditionellt gällt riskerna med offentlig upplåning för att täcka budget- och bytesbalansunderskott; stora privata kapitalinflöden uppfattades som problemfria.

Mellan åren 1987 och 1996 uppgick inflödet till långt över 300 miljarder dollar i de fem krisländerna Malaysia, Thailand, Indonesien, Sydkorea och Filippinerna.

Det argument som ofta framfördes som motiv för den finansiella avregleringen - att länderna lättare skulle kunna locka till sig utländskt kapital - visade sig stämna. Men priset blev högt.

Det var inte ytterligare kapital som Ost- och Sydostasien behövde. Det inhemska sparandet räckte mer än väl. Asien som helhet svarade på 90-talet för cirka 25 procent av världens samlade produktion, men för hälften av världens sparande.

⁶ Sydkoreas växelkursregim var dock något mer flexibel än de övriga ländernas, och redan 1996 tillät den sydkoreanska centralbanken en viss depreciering gentemot dollarn.

⁷ Se exempelvis IMF:s *World Economic Outlook* från oktober 1996 och maj 1997.

⁸ Full konvertibilitet för löpande transaktioner (*current account convertibility*), alltså transaktioner som har koppling till underliggande varuhandel, turism, räntebetalningar med mera är knappast en kontroversiell fråga; det debatten i regel handlar om är för- och nackdelar med konvertibilitet på *capital account*, det vill säga rena kapitaltransaktioner.

Sårbara finansiella system

När Asien-krisen väl var ett faktum avslöjades djupgående brister i ländernas inhemska finansiella system. Det rörde sig bland annat om brister i information - den enorma storleken på företags och bankers olika lån tycks ha överraskat flertalet bedömare, inklusive ländernas egna övervakningsinstitutioner.

Den politiska styrningen av bankkrediter - till exempel till Sydkoreas konglomerat, de så kallade *chaebols*, eller till den indonesiske presidenten Suhartos släktingar - var också omfattande. Vanliga marknadsmässiga bedömningar åsidosattes - det var svårt att vägra stora kunder med politisk förankring lån.

Dessa och andra brister kunde länge maskeras av den snabba ekonomiska tillväxten, och så länge tillgångspriserna (aktier, fastigheter och liknande) steg. Den mycket höga skuldsättning som traditionellt kännetecknat flertalet asiatiska länder - inklusive Japan - är ett ringa problem om efterfrågan hemma och utomlands växer med tio procent per år. Det är först när efterfrågan stagnerar som sårbarheten blir uppenbar.

Den ostasiatiska traditionen med låg självfinansiering i företagen var en viktig orsak till att krisen fick ett så dramatiskt förlopp. Både IMF och de berörda regeringarna underskattade de kedjereaktioner som krisen utlöste hos de djupt skuldsatta företagen.

När valutareglerna i flertalet länder avskaffades helt eller delvis förstärktes bristerna i de finansiella systemen. Informationen om storlek, löptider och slutliga destinationer för de massiva kapitalinflöden som föregick krisen var synnerligen bristfällig; inte minst gäller detta de marknader för olika så kallade derivatinstrument (optioner och dylikt) som expanderade snabbt.

Asien-krisen var i grund och botten en överinvesteringskris. Vi hade överkapacitet så gott som överallt - bilar, datorer, microchips, lyxhotell med mera - och en finansiell bubbla som sprack. Men de valutakriser som utlöstes var endast symptom på, inte orsak till, kriserna.

Vi kan nu sammanfatta likheter och skillnader mellan de tre finanskriser som diskuterats. Tabell 1 är ett försök att peka på ett urval indikatorer på den makroekonomiska situationen åren innan respektive finanskris bröt ut. Jag är medveten om de våldsamma generaliseringar som ligger till grund för de omdömen som avges, och alla omdömen gäller inte varje enskilt land, men en genomgång av situationen land för land skulle bli något svårläst.

I tabellen har jag även lagt in kommentarer till den ryska krisen 1998 och till den svenska krisen 1992.

Tabell 1. Likheter och skillnader mellan fem finanskriser.

Alla makroekonomiska indikatorer avses den period (1-4 år) som föregick respektive kris.

	Mexiko	Sydostasien	Ryssland	Argentina	Sverige
Krisens utbrott *	December 1994	Juli 1997	Augusti 1998	December 2001	November 1992
Var krisen förutsedd av ledande bedömare?	nej	nej	nej	ja	ja
Inflation	obefintlig	låg	ganska låg	låg	ganska hög
Budget-underskott	litet överskott	obefintligt	ganska litet	ganska stort	ganska litet
Bytesbalans	stort underskott	ganska litet underskott	stort underskott	stort underskott	stort underskott
Tillgångspriser	stigande	stigande	stigande	stabila	stigande
Utlandsskuld	stor och växande	låg men växande	låg men växande	enorm och växande	ganska stor, växande
Privata kapitalflöden **	stort inflöde	mycket stort inflöde	mycket stort inflöde	stort inflöde	stort utflöde
Fast växelkurs?	ja (mot USD)	ja (mot USD)	ja (mot USD)	ja (mot USD)	ja (mot ECU)
Var valutan konvertibel?	ja	ja	ja	ja	ja
Hade kapitalrörelserna liberaliserats åren före krisen?	ja	ja	ja	ja	ja
Var valutan övervärderad?	ja	ja	ja	ja	ja
Arbetslöshet?	hög och stigande	ganska låg men stigande	hög och stigande	hög och stigande	låg men stigande

* Dateringen avser tidpunkten för valutans fall.

** I samtliga länder var kapitalutflödet stort *omedelbart* före krisens utbrott; det stora privata kapitalinflödet ägde i regel rum några år tidigare. I Ryssland fortsatte dock utländska kapitalplaceringar att köpa ryska aktier och statsobligationer ända in i det sista.

Likheterna mellan de fem kriserna är i flera avseenden slående. I samtliga fall föregicks kriserna av:

- en långsiktigt försämrad internationell konkurrenskraft, vilket avspeglas i det faktum att de inhemska valutorna hade blivit övervärderade;
- en måttlig eller snabb ökning av arbetslösheten;
- en liberalisering av kapitalrörelserna; alla eller nästan alla restriktioner på valutahandeln hade avskaffats åren före krisens utbrott.
- en fast eller halvfast växelkursregim, med valutan knuten till amerikanska dollar (eller till en valutakorg dominerad av dollar) eller, som i Sveriges fall, till eurons föregångare, ecun.
- snabbt stigande tillgångspriser. I flera fall tog sig detta uttryck i bubblor på aktiemarknaden och/eller fastighetsmarknaden, bubblor som sedan sprack och som ofta drog med sig en rad banker i fallet (den svenska fastighets- och bankkrisen som briserade 1992 kan här stå som exempel).

I fallen Mexiko, Sydostasien, Argentina och Ryssland kan vi lägga till ytterligare två gemensamma nämnare: stora privata kapitalinflöden åren som

föregick krisen samt massivt stöd från IMF och Världsbanken för den förda politiken. De allvarligaste valutakriserna i modern tid i medelinkomstländer har alla föregåtts av en nyliberal avregleringspolitik som fått helhjärtat stöd från både IMF och Världsbanken och från rader av finanstidskrifter, bankekonomer och fondförvaltare.

Speciellt viktigt är det att understryka att samtliga länder som drabbats av vad som brukar kallas valutakriser har försökt kombinera avreglerade valutamarknader med bevarandet av en fast eller halvfast växelkurs. Förutom de länder som diskuterats ovan gällde detta även till exempel Brasilien 1999 och Turkiet år 2001.

En fast växelkurs har en stor nackdel för det land som försöker försvara sin valuta: att spekulera mot en sådan valuta när den befinner sig under press är helt riskfritt. För en valutaspekulant finns det endast två tänkbara utfall: antingen vinner jag, eller också förlorar jag inte. Man kan omöjligen förlora - däremot vinna. Mycket. Samtliga valutanedskrivningar som framtvings i samband med de stora finanskriserna de senaste tjugo åren har varit kraftiga, det vill säga tjugo procent eller, i regel, betydligt mer.

Vid rörliga växelkurser kan valutaspekulanter både vinna och förlora. Här ligger en avgörande skillnad.

Ingen "valutakris" har inträffat i länder med rörliga, eller flytande, växelkurser. Det är därför djupt okunnigt – eller ohederligt – när ja-sidan i EMU-kampanjen hotar med finanskriser och "500 procent" om vi säger nej till euron. Med flytande växelkurs försvinner behovet av att "försvara" växelkursen med stolligheter som 500 procents ränta.

Vad gäller skillnader mellan de fem kriser som beskrivs i tabellen ovan kan vi se att många olika indikatorer – såsom budgetsaldo, inflation och utlandsskuld – uppvisade avgörande skillnader mellan de krisdrabbade länderna. Intressant är till exempel att det i i flertalet fall inte alls rörde sig om en kris för den offentliga sektorn, utan för den privata.

I detta senare avseende torde kriserna ovan representera framtidens kriser. Den gamla typen av kriser som omvärlden var van vid - ansvarslösa regeringar som lät budgetunderskott och inflation skena iväg - ser i dag ut att tillhöra det förgångna, bland annat därför att det nu finns ett väl utvecklat varningssystem vad gäller regeringars lättsinne.

För kriser förorsakade av privata, destabiliserande kapitalflöden är beredskapen sämre. Inte minst har framväxten av allehanda så kallade derivatinstrument, såsom optioner, i kombination med den tekniska utvecklingen som gjort elektronisk hantering av gigantiska kapitalflöden både billig och extremt snabb, gjort livet surt för både nationella finansinspektioner (några internationella har vi ju inte) och riskbedömare.

För IMF (och rader av bankekonomer och finansanalytiker) gäller det också att frigöra sig från den ideologisering som gjort att man uppfattat offentliga underskott som en styggelse, men privata kapitalflöden som effektiva nästan per definition.

Det bör också understrykas att IMF i dag inte bör ses som en neutral bedömare, utan som den helt centrala aktören i samband med finanskriser i utvecklingsländer. Fonden är därför ur stånd att vara helt uppriktig i sina bedömningar. IMF vill inte offentligt gå ut och varna för annalkande finanskriser av det enkla skälet att sådana varningar skulle kunna utlösa just de kriser som Fonden vill undvika.

Vi har de senaste åren sett ideliga exempel på hur IMF idylliserat utvecklingen i enskilda länder, och därmed uppmuntrat offentliga och privata kapitalflöden till dessa länder. De mest makabra exemplen är kanske Ryssland åren före krisens utbrott 1998 och Argentina under president Menem under större delen av 90-talet.

Alla finanskriser vi diskuterat i denna artikel följer detta procykliska mönster⁹: fram till krisen har IMF - liksom för övrigt allehanda fondförvaltare och ekonomitidskrifter - skönmålat situationen, och har därmed haft ett stort ansvar för att ha bidragit till att blåsa upp de bubblor som sedermera brustit. När krisen väl är ett faktum har IMF dock snarare haft intresse av att överdriva krisens omfattning, för att därigenom lättare kunna mobilisera kapital för de olika räddningsaktionerna; exempel på detta har vi sett i både Mexiko 1994-95, Sydostasien 1997-98, Ryssland 1998 och Brasilien 1999.

Det är också slående hur IMF alltid skyller ifrån sig efter en kris: Fonden har inget ansvar. Det är alltid landet självt som har klantat till det.

Några ord om krishantering

Vad gäller 80-talets latinamerikanska skuldcris kan hanteringen beskrivas som utdragen och plågsam. 1980-talet blev ett "förlorat årtionde", med växande arbetslöshet och fattigdom.

Det kapitalinflöde, netto, på drygt fem procent av BNP som föregick krisen förbyttes i ett kapitalutflöde i form av räntor och amorteringar på utlandsskulden som åren 1983-90 i genomsnitt uppgick till tre procent av Latinamerikas BNP. Resultatet var budgetunderskott, inflation och makroekonomiskt kaos. Som exempel på det senare kan nämnas att den genomsnittliga inflationen i Latinamerika år 1989 uppgick till 994 procent.

Perioden efter 1982 kom att präglas av segdragna skuldförhandlingar och av ständiga strukturanpassningsprogram under IMF:s och Världsbankens överinseende.

På 90-talet stabiliserades situationen, och en viss ekonomisk tillväxt, om än ryckig, kom till stånd. Först mot slutet av 90-talet var per capita-inkomsten i Latinamerika som helhet uppe på samma nivå som 1981. Men inkomstfördelningen har blivit ännu ojämnare än före krisens utbrott, och antalet fattiga är idag större än för tjugo år sedan.

⁹ Med procyklisk politik avses en politik som förstärker snarare än dämpar konjunktursvängningarna; ett slags omvänd keynesianism.

Vad gäller Mexiko 1994-95 har många bedömare hyllat IMF:s resoluta ingripande som ett exempel på föredömlig krishantering. På mycket kort tid lyckades IMF, med starkt stöd från Clinton-administrationen, mobilisera ett stödpaket på närmare 50 miljarder dollar i form av likvida medel och garantier. Efter ett drastiskt ras i BNP och sysselsättning 1995 var den mexikanska ekonomin redan 1996 inne i en återhämtningsfas, om än bräcklig sådan. Återhämtningen gick snabbare än efter 80-talskrisen, inte minst tack vare övergången till rörlig växelkurs.

Men de sociala kostnaderna - i form av arbetslöshet, sjunkande reallöner och åtstramningar - blev enorma.

Vi bör också begrunda vilka det var som betalade notan. För Mexikos folk - som fick överta betalningsansvaret för utländska investmentbankers och pensionsfonders spekulation - blev krisen dyrbar. Mexikos regering tog upp utländska lån, bland annat från IMF och Världsbanken, för att göra det möjligt för de privata, utländska kapitalplaceringarna att föra ut sina pengar ur landet. Krishanteringens innebär, något förenklat, en gigantisk kapitalöverföring från mexikanska skattebetalare till banker och pensionärer i USA.

I Sverige var det, som bekant, svenska skattebetalare som stod för en stor del av notan för det dyrbara kronförsvaret och för bank- och fastighetsbolagens dåliga affärer.

Asien-krisen

Det skulle föra för långt att i detta sammanhang gå in på alla turer i samband med krishanteringens i Asien. Skillnaderna mellan länderna är också betydande, både vad gäller den politiska och institutionella situationen och den ekonomiska utvecklingen.

Ett par generella kommentarer kan dock göras.

Den första är att de inledande räddningspaketen snarare spädde på den finansiella paniken i krisländerna. Budskapen från IMF under den första tiden var bland annat att de sydostasiatiska ländernas ekonomier var osunda och måste reformeras i grunden, att en stor del av de inhemska bankerna måste slå igen och att statsutgifterna måste skäras ned. Krisländerna - som inte hade haft några budgetunderskott i utgångsläget - ålades att, i en tid av drastiskt fallande statsinkomster, uppvisa budgetöverskott redan 1998.

Effekterna av de mycket tuffa tongångarna från IMF var likartade de som uppstår om man ropar "Elden är lös!" i en fullsatt biograf.

IMF:s krav på budgetöverskott i flera av krisländerna redan 1998 kom att verka kraftigt dämpande på den redan försvagade investeringsviljan, liksom den extremt strama penningpolitik som fördes sedan krisen brutit ut.

Liknande krav på stora budgetunderskott mitt under krisen har IMF även riktat till Argentina. Här har man dock ännu inte nått någon ny uppgörelse.

Och förutsättningarna för en stabil utveckling är betydligt sämre i Argentina än i de ostasiatiska länderna, där en rad underliggande faktorer – såsom högt sparande och en förhållandevis jämn inkomstfördelning – har bidragit till att länderna relativt snabbt kunnat komma över krisen och på nytt uppvisa en hyfsat hög tillväxt.

En slutsats vi kan dra från alla kriser är att när en finanskris väl är ett faktum finns det inga enkla lösningar. Det handlar om att välja mellan pest och kolera. Skall valutan tillåtas falla som en sten, eller skall raset dämpas av en stram penningpolitik och höga räntor, som i sin tur hämmar investeringarna? Och mycket handlar om förtroende, och psykologi. Skall till exempel ett land i kris våga satsa på en förnuftig stimulanspolitik för att häva lågkonjunkturen, eller skulle en sådan politik bestraffas av finansmarknaderna och därmed förvärra situationen?

Det finns inga enkla svar.

En lärdom vi kan dra av de gångna decenniernas finanskriser är att slagordet "att förebygga är bättre än att bota" gäller både sjukdomar och finanskriser. Oavsett de underliggande orsakerna finns det ingen finanskris som är lätt eller billig att kureras, och de ekonomiska och sociala kostnaderna för folket i de krisdrabbade länderna kan vara mycket höga.

Kanske går vi mot en period av viss återreglering av somliga nationella finansmarknader. Många bedömare har noterat att de länder i Asien som klarade Asien-krisen bäst - länder som Kina, Taiwan, Vietnam och Indien - har bevarat olika typer av valutakontroller. Några av dessa länders finansiella system är i dåligt skick (Kinas, inte minst), och risken för finanskriser är ganska stor i ett par av länderna, men eftersom det utländska kapitalet domineras av direktinvesteringar och inte av kortfristigt *hot money* tar det i alla fall betydligt längre tid att tömma valutareserven i dessa länder.

De flesta av de u-länder som i dag har fasta växelkurser har också kontroller på valutahandeln. Detta *kan* fungera. Det är kombinationen av fria kapitalrörelser och fast växelkurs som brukar leda rakt mot fördärvet.

Det finns i dag en stor och växande kritik mot de krav på avreglering av valutamarknaderna i u-länder som bland annat IMF brukar ställa.¹⁰ Jag stödjer helt den kritiken - att i fattiga länder med svag ekonomi och sårbara finansiella system slopa alla valutakontroller bäddar för kriser.

I de rika industriländerna torde både politiska och teknologiska skäl idag göra att en återgång till gamla tiders valutaregleringar inte är aktuell. Det är också förbjudet - Sverige är till exempel medlem av två internationella organisationer (OECD och EU) som uttryckligen förbjuder oss att införa valutakontroller även om vi skulle vilja.

Kapitalets fria rörlighet är inskriven i Maastricht-fördraget, och är en av EU:s och EMU:s viktigaste komponenter. Ledningen för den europeiska centralbanken ECB lär knappast se det som sin uppgift att representera de

¹⁰ Dock förefaller det som om även IMF börjat tänka om - i varje fall driver Fonden inte längre lika starkt som tidigare kraven på avreglering av valutamarknaderna i fattiga länder.

nationella regeringarnas eller löntagarnas intressen gentemot den internationella finanskapitalet.

Slutsatser inför EMU-valet

Kan vi lära något från gångna tiders kriser som påverkar vårt ställningstagande i EMU-omröstningen? Jag tror det. Men en stor ödmjukhet kan vara befogad. EMU är ett gigantiskt experiment som sjuöptes för bara några få år sedan, och vi har ännu inget facit. Dock tyder mycket på att risken för vissa typer av kriser ökar för länder som är medlemmar i en valutaunion, och att kriserna dessutom riskerar att förvärras ju större valutaunionen är.

Diskussionen som följer kommer att koncentrera sig på två typer av risker: risken för *valutakriser* samt risken för andra typer av kriser.

Verkar valutaspekulation destabiliserande?

Svaret på denna fråga kan verka givet. En elektronisk flock på ett antal tusen miljarder dollar som nervöst rasslar runt världen i jakt på kortsiktig profit måste väl bidra till att öka instabiliteten i världsekonomin, och ge finansmarknaderna ökad makt på politikens bekostnad?

I den arbetsfördelning inom ja-sidan som vi kan se i dagens EMU-debatt – där borgerliga debattörer betonar "högerargumenten" och vänsterdebattörer "vänsterargumenten", så att alla kan få sitt - är det också uppenbart att EMU-positiva socialdemokrater lyfter fram valutaspekulanter som det stora hotet mot vård, skola och omsorg. Förutom 500-procentsargumentet hänvisar till exempel Göran Persson gärna till erfarenheterna från 90-talet, då "flinande 25-åriga finansvalpar" på Wall Street utgjorde det stora hotet mot svenska jobb och svensk välfärdspolitik.

Men svaret på frågan ovan är inte självklart. All valutaspekulation är inte destabiliserande.

För det första är en stor del av denna handel egentligen rätt betydelselös - det rör sig om kortsiktiga transaktioner mellan olika banker och valutahandlare som ofta bara syftar till att skydda vissa så kallade positioner i olika valutor.

En växande del av valutahandeln - så kallade *forwards*, eller *foreign exchange swaps*, och allt vad de nu heter - handlar om kursförsäkringar, det vill säga sätt att gardera sig mot kursrisker vid handel och andra utlandstransaktioner. Det är inte självklart att dessa ganska nya finansiella instrument ökar instabiliteten - tvärtom kan de sägas minska de risker som rörliga växelkurser ger upphov till.

En stor del av denna handel verkar faktiskt, paradoxalt nog, stabiliserande. Alla valutaspekulanter som tjänar pengar köper nämligen när kursen är låg, och säljer när kursen är högre – annars går affärerna uppenbarligen med förlust. Men att köpa när kursen är lägre än när man säljer – den enda

hållbara strategin om man är ute efter profit – innebär att kursfluktuationerna minskar.

Den rutinmässiga valutahandel som ständigt äger rum är, enligt min mening, normalt inte mycket att bry sig om. Siffrorna kan förefalla ofantliga, men valutaspekulanterna skapar knappast själva några kriser. Ibland spelar de rentav en positiv roll, genom att – som i Sverige hösten 1992 - skjuta en övervärderad valuta i sank.

Men det händer också att marknadens aktörer drabbas av panik, och att valutaraset blir för stort (så kallad *overshooting*). I denna bemärkelse verkar valutamarknaderna kortsiktigt destabiliserande. Men det vore missvisande att säga att valutaspekulanter *orsakar* krisen.

Den idealiska situationen för valutaspekulation med efterföljande kris är det fall jag varnat för tidigare: fast eller halvfast växelkurs och fria kapitalrörelser. Det är denna bedrövliga kombination - som havererade i Sverige 1992, som havererat dussintals gånger det senaste årtiondet och som vi senast såg kollapsa i Turkiet och Argentina - som skapar vad som i massmedia brukar kallas "valutakris". Men det är ju politiken det är fel på, inte valutamarknaderna.

En sammanfattande slutsats är att valutaspekulation är destabiliserande endast under mycket speciella förhållanden: när spekulatören sker mot en fast växelkurs, eller i samband med allvarliga kriser då marknaderna har en tendens att överreagera.

Ett annat fall då valutaspekulation kan spela en destruktiv roll är när finansmarknaderna långsiktigt felbedömer kursutvecklingen för olika valutor, och därmed ger upphov till allvarliga stabiliseringspolitiska problem. Denna risk är, vilket diskuteras vidare nedan, framför allt av betydelse för stora valutor, och är den viktigaste orsaken till att stora valutor tenderar att vara mer instabila än små.

Fördelar med en skvalpvaluta

Ett vanligt argument på ja-sidan är att en svensk krona utanför EMU riskerar att utsättas för mycket häftiga fluktuationer. Göran Persson jämför gärna med en liten båt i ett stormigt hav, vilket ju låter rätt läskigt, och Carl Bildt lanserade häromåret uttrycket "skalpvaluta" som beteckning på en darrig svensk krona.

Och visst skvalpar kronan. Upp och ned. Men valutaförändringar är i sig inte negativa; tvärtom bör de normalt ses som nödvändiga korrigeringar, som symptom på underliggande faktorer som påkallar en förändring av växelkursen.

Negativt värdeladdade uttryck som "skalpvaluta" döljer att det är just skvalpandet som är själva poängen med rörliga växelkurser.

En skvalpig valuta fungerar som stötdämpare. Detta har vi tydligt kunna se i Sverige de senaste åren. När IT- och telekom-krisen drabbade Sverige hårdare än flertalet andra länder försvagades kronan något, vilket stärkte konkurrenskraften och mildrade effekterna på arbetsmarknaden. Sedan dess har kronan stärkts något, som ett uttryck för att vi klarat oss rätt hyggligt, vilket har dämpat eventuella inflationstendenser.

För svenska konsumenter betyder rörliga växelkurser att kaffet, bensinen och semesterresorna ibland blir litet dyrare, och ibland litet billigare. Den osäkerhet som detta skapar torde för de allra flesta vara helt marginell, jämfört med all annan osäkerhet.

En varaktig nedgång i värdet på ett lands valuta innebär sänkta reallöner. Inkomstfördelningseffekterna är tämligen odramatiska - reallönepörsämringarna följer, i stora drag, konsumtionen.

I en valutaunion som EMU är det främst sysselsättningen som tar smällen om landets konkurrenskraft försvagas. Den anpassningsmekanism som återstår, sedan växelkurs- och penningpolitik eliminerats och finanspolitiken kringskurits, är ökad rörlighet för arbetskraften (förmodligen i kombination med myriader av nya stödåtgärder administrerade i Bryssel). Människor måste bereda sig på att flytta runt i Europa dit jobben finns i en helt annan utsträckning än i dag.

Så mitt svar till Göran Persson och Carl Bildt är enkelt: hellre en skvalpig valuta än en skvalpig arbetsmarknad.

I en valutaunion är det även svårare att hantera länder det går extra bra för. Om ett land – tack vare skicklig ekonomisk politik, flitiga medborgare, en gynnsam demografisk utveckling eller en kombination av olika faktorer – lyckas förbättra sin internationella konkurrenskraft fungerar en rörlig växelkurs mycket smidigt: den egna valutan blir mera värd, reallönerna stiger och vinsterna av den gynnsamma utvecklingen kommer landets alla konsumenter till godo. Om växelkursen inte kan justeras uppåt riskerar landet problem i form av övervinster och löneglidning i exportsektorn och oro på arbetsmarknaden. Risken för inflation ökar.

Lönebildningen blir mer konfliktfylld i en valutaunion både i de länder det går dåligt för och i länder vars konkurrenskraft förbättras.

Många av förespråkarna för EMU förefaller utgå från att Sveriges valuta skulle långsiktigt försvagas utanför EMU. Men sedan EMU bildades har utvecklingen i Sverige varit betydligt bättre än i EU i genomsnitt. Och dagens djupa ekonomiska kris och svåra strukturproblem i de ledande EMU-länderna – liksom den demografiska utvecklingen, som är ännu sämre i flertalet EMU-länder än i Sverige - talar för en successivt förstärkt internationell konkurrenskraft för Sverige. Och då är en rörlig växelkurs att föredra: med hjälp av en stigande kronkurs skulle reallönehöjningarna spridas ut mycket jämnare bland konsumenter och löntagare än om vi är låsta av en valutaunion där vinsterna av en förbättrad konkurrenskraft i första hand skulle gynna exportindustrin.

Det bör också understrykas att det för svenska företag som handlar med utlandet inte är den nominella, utan *real*, växelkursen som är intressant.¹¹ Med real växelkurs avses en växelkurs som justerats för skillnader i inflation mellan två handelspartners. Om till exempel inflationen i Sverige – mot förmodan – skulle vara fem procent högre än i euro-land leder en oförändrad nominell växelkurs till att den svenske exportören till EMU-området förlorar pengar, jämfört med om den svenska kronan försvagades med fem procent i nominella termer, vilket skulle innebära en oförändrad real växelkurs gentemot euron. Paradoxalt nog kan alltså skvalpiga nominella växelkurser bidra till en stabilisering av det som är intressant för företagen, nämligen den reala växelkursen.

Sammanfattningsvis kan sägas att själva idén att en storlek passar alla – en idé som genomsyrar hela EMU-projektet, i stort och i smått – helt enkelt är en dålig idé. Än sämre blir den i dagens globaliserade ekonomi där flexibilitet, rörlighet och förmåga till anpassning till nya situationer blir alltmer avgörande.

Dock kan det finnas skäl att varna för alltför kraftiga valutafluktuationer. Om en viss valuta är extra opålitlig kan detta givetvis hämma utrikeshandeln. Det går bra att mot en billig penning kursförsäkra alla utlandsaffärer, men på sikt är alltför stor valutaoro skadlig för handeln.

Risker med valutamarknaderna

Kanske kan det förefalla som framställningen ovan har idylliserat världens finansmarknader. Är dessa marknader alltid rationella? Har vi verkligen fullt förtroende för valutaspekulanter? Finns det inga risker med att vara beroende av världens nervösa, kortsiktiga valutamarknader?

Jo, naturligtvis finns det risker. De finansiella marknadernas flockmentalitet gör att de till sin natur är procykliska – under högkonjunkturer springer de åt ett och samma håll, och blåser därmed upp de finansiella bubblorna, och under lågkonjunkturer rusar de åt rakt motsatt håll, så att raset ofta blir brantare än vad de faktiska omständigheterna motiverar.

Allra allvarligast är denna flockmentalitet på aktiemarknaderna, vilket tydligt har demonstrerats de senaste åren. I jämförelse med aktiekursernas uppgång och fall framstår de svenska växelkursfluktuationerna sedan 1992 som förhållandevis måttliga. Men även valutamarknaderna kan givetvis bete sig irrationellt och överdrivet. Inte minst kan de, som nämnts tidigare, överreagera vid kriser, och därmed försvåra stabiliseringspolitiken i både små och stora länder.

Risken för att detta skall ske är dock störst för de allra största valutorna: dollar, euro och japanska yen. Under de senaste tio åren har den svenska kronan varit mycket mer stabil än dollar och yen, som verkligen skvalpat mot varandra: till exempel pendlade växelkursen mellan 70 och 150 yen per dollar under loppet av några få år i slutet av 90-talet.

¹¹ En utmärkt diskussion om skillnaden mellan real och nominell växelkurs finns i Lundgren (2003).

Sedan euron tillkom har även euron fluktuerat kraftigare gentemot dollarn än vad den svenska kronan har gjort.¹²

Detta kan förefalla förvånande; borde inte Göran Perssons lilla båt guppa mer än oceanångaren euro? Men egentligen är det ingenting konstigt med att stora valutor är mer instabila än små. Eftersom stora valutor som dollarn och euron spelar en långt viktigare roll än t.ex. den svenska eller norska kronan i den globala handeln med värdepapper, och som tillgångar i olika länders valutareserver, är dessa valutor också extra känsliga för finansmarknadernas förväntningar; de är mer utsatta för "spekulation".

Kursen mellan USD och euro kan illustrera problemet. Under lång tid – före 11 september 2001, före Irak-kriget, före president Bushs gigantiska skattesänkningar - förstärktes dollarn kraftigt på eurons bekostnad. När förtroendet för den amerikanska ekonomin år 2002 började övergå i djup misstro, som en följd av de stora och växande underskotten i USA:s statsbudget och utrikeshandel, började finansmarknaderna – hittills med all rätt! – att sälja dollartillgångar och i stället satsa på euron. En rad centralbanker valde också att minska sina dollartillgångar i respektive lands valutareserv.

Sedan början av 2002 har euron förstärkts med över trettio procent gentemot dollarn. Även den svenska kronan har förstärkts gentemot dollarn, om än inte fullt så kraftigt.

Den nuvarande utvecklingen är oerhört riskabel – för euro-land. Den redan djupa lågkonjunkturen i EMU-området, och inte minst i problemlandet Tyskland, riskerar att förvärras ytterligare sedan dollar-fallet förstärkt USA:s (och Asiens!) konkurrenskraft på EMU-ländernas bekostnad.

Jag kan känna viss sympati för de debattörer som gärna ser att euron blir ett slags motvikt mot USA-dollarn i världsekonomin. USA har haft enorma fördelar av att kunna sprida sina dollar till en omvärld som hjälpt till att finansiera USA:s konsumtion och investeringar. Visst vore det bekvämt att kunna trycka pengar som är gångbara i andra länder, och som därför kan användas som räntefria krediter! Och visst är det lockande för EMU-ländernas finansministrar att se hur euron utmanar dollarn och förvandlas till en stark valuta som accepteras i hela världen.

Det finns dock en hake: stora kapitalinflöden verkar ofta destabiliserande. Nästan alla allvarliga så kallade valutakriser har, som vi sett tidigare, föregåtts av ett stort inflöde av kapital, och liknande risker föreligger när efterfrågan på en viss valuta får kursen att stiga "för mycket". Det känns bra i början, men risken för en efterföljande kris ökar. Riktigt dåliga tider har i regel föregåtts av alltför goda tider – i Sverige 1992 likaväl som i Argentina 2001.

Problem av detta slag kan drabba även länder med flytande valutor. Vid rörliga växelkurser innebär ett stort kapitalinflöde med automatik att ett lands – eller valutaområdes - valuta apprecieras, dvs. blir mera värd. Detta gynnar på kort sikt konsumenterna, som kan importera billigare. Men det innebär samtidigt att konkurrenskraften försvagas: landets / valutaområdets egna

¹² Se Stefan Carlén (2003) för data om hur eurons skvalpighet – eller "volatilitet", med ekonomisk jargong – varit större än den svenska kronans åren 1999-2002.

produkter blir dyrare. När en valutaförstärkning drabbar länder som befinner sig i en lågkonjunktur blir situationen extra allvarlig: arbetslösheten förvärras ytterligare.

Rörliga växelkurser innebär således ingen garanti för att växelkursen alltid hamnar "rätt". Förr eller senare kommer det underliggande konkurrens- och kostnadsläget att ta ut sin rätt, men det kan ta lång tid. Och risken för en långvarig felvärdering är större för stora valutor än för små.

En självständig räntepolitik kan till viss del kompensera för ett inflöde eller utflöde av kapital som riskerar att bli destabiliserande. Ett land som "drabbas" av ett stort kapitalinflöde som hotar att försämra landets konkurrenskraft och sysselsättning kan sålunda sänka sin ränta för att dämpa kapitalimporten. På motsvarande sätt kan en räntehöjning bromsa ett ovälkommet kapitalutflöde.

I en valutaunion som EMU elimineras räntevapnet för de enskilda länderna.

Givetvis utgör en valutaunion en garanti mot destabiliserande växelkursförändringar inom valutaunionen. Om Sverige byter ut kronan mot euron slipper vi valutaosäkerhet gentemot EMU-området, som idag tar emot cirka 40 procent av Sveriges export. Men osäkerheten gentemot resten av världen skulle snarare öka. Och idag är ett av de största orosmolnen för EMU-området att euron fortsätter att förstärkas på dollarns bekostnad.

Egendomligt nog tycks inte den europeiska centrallbanken ECB se detta som ett problem; tvärtom tycks det som om ECB av något slags bisarrt prestigeskäl gärna ser att en euro är värd mer än en dollar. Men den viktigaste förklaringen till ECB:s likgiltighet inför försämringen av EMU-ländernas konkurrenskraft torde vara att ECB har ett enda mål för sin politik: låg inflation. En förstärkt euro hjälper ECB att uppnå inflationsmålet – tyvärr på bekostnad av sysselsättning, tillväxt och välfärd.

Den tyska ekonomin befinner sig idag i denna den sämsta av världar: obefintlig tillväxt, växande arbetslöshet, stora budgetunderskott och en övervärderad valuta. Landet har ingen möjlighet att påverka växelkursen eller räntan, och EU:s s.k. stabilitetspakt (som bl.a. stadgar böter för länder vars budgetunderskott överstiger tre procent av BNP, vilket Tysklands redan gör) omöjliggör en mer expansiv finanspolitik.

Tyskland har, enkelt uttryckt, låst in sig i EMU och kastat bort nyckeln. Med stabilitetspakten – som Tyskland, ironiskt nog, drev allra hårdast i samband med EMU:s tillkomst - har man även stängt reservutgångarna.

Risken för överhettning och "bubblor"

Om den tyska krisen illustrerar svårigheterna att inom ramen för en valutaunion komma till rätta med en lågkonjunktur illustrerar Irland den motsatta risken: hur undvika överhettning?

Låt oss först se hur den gemensamma räntan inom EMU påverkar ländernas möjligheter att bedriva stabiliseringspolitik. Inget land kan anpassa räntenivån till sina egna behov, och det faktum att den nominella räntan är gemensam i en valutaunion har den perversa effekten att realräntan alltid blir lägst i de länder som har den högsta inflationen, dvs de som skulle behöva en hög ränta (till exempel Irland, som idag har EMU:s högsta inflation och därmed lägsta realränta), och högst i de länder som skulle behöva stimulera ekonomin (till exempel Tyskland, med unionens lägsta inflation och högsta realränta). En valutaunion blir härigenom automatiskt destabiliserande, dvs den tenderar att förstärka i stället för att utjämna konjunktursvängningarna.

Tysklands och Irlands realräntenivåer år 2001 och 2002 kan illustrera problematiken:

Tabell 2. Ränta, inflation och tillväxt i Tyskland och Irland 2001 och 2002

	2001	2002
Irland		
BNP-tillväxt	6.0	3.6
Ränta	4.2	3.3
Inflation	5.4	4.6
Realränta (ränta – inflation)	1.2	1.3
Tyskland		
BNP-tillväxt	0.6	0.4
Ränta	4.2	3.3
Inflation	1.4	1.6
Realränta (ränta – inflation)	2.8	1.7

Källa: Gottfries (2003), baserad på OECD-statistik

Som synes hade Tyskland, som skulle behöva en låg ränta för att få fart på ekonomin, en realränta både år 2001 och 2002 som var tre procentenheter högre än i Irland, vars ekonomi skulle må bra av högre ränta för att dämpa högkonjunkturen.

Denna inbyggda perversitet i en valutaunion motverkar en förnuftig stabiliseringspolitik, och ökar därmed risken för kris både i ett land det går bra för och i ett land som sackar efter.

Än mer dramatiska blir de destabiliserande effekterna av EMU om vi granskar de så kallade tillgångspriserna – främst aktier och fastigheter – som är extra känsliga för nivån på realräntan. Att låna pengar för att köpa en bostad blir ju mycket förmånligt i en situation då realräntan är negativ samtidigt som huspriserna stiger (som till exempel i Sverige i slutet av 80-talet). Motsatsen gäller givetvis då inflationen är låg och realräntan hög. I Tabell 3 nedan jämförs prisutvecklingen på bostäder (villor och bostadsrätter) mellan 1995 och 2002 i några EU-länder:

Tabell 3. Förändring av bostadspriser 1995-2002, nationella genomsnitt.

Land	Prisförändring (nominellt) 1995-2002
Irland	+ 219
Storbritannien	+ 125
Spanien	+ 95
Sverige	+ 68
Frankrike	+ 45
Euro-området, genomsnitt	+ 35
Italien	+ 29
Tyskland	- 5

Källa: "Close to Bursting. A Survey of Property", *The Economist*, 31 maj 2003

Tolkningen av ovanstående tabell är ganska uppenbar: I Irland, som har upplevt en långvarig högkonjunktur, har det utvecklats en klassisk bubbla på fastighetsmarknaden, liknande den vi upplevde i Sverige i slutet av 80-talet. Om bubblan kommer att spricka, och vilka effekter detta skulle få, vet vi ännu inte. Dock kan vi vara förvissade om att medlemskapet i EMU, och den gemensamma räntepolitiken för hela EMU-området, gör det svårt för den irländska regeringen att kyla av fastighetsmarknaden innan det är för sent. En fortsatt hög inflation i Irland i kombination med en fortsatt negativ realränta riskerar att ta en ände med förskräckelse.

En liknande oro finns också i Storbritannien inför ett eventuellt brittiskt medlemskap i EMU. Eftersom den brittiska konjunkturutvecklingen varit mycket bättre än i EMU-området sedan EMU bildades har fastighetspriserna stigit kraftigt. Att stå utanför EMU utgör ingen garanti mot bubblor. Dock har den brittiska regeringen försökt minska risken med hjälp av en ränta som legat betydligt över EMU-räntan, och det finns en stark oro i Storbritannien för att en anpassning till EMU:s lägre ränta skulle riskera att blåsa upp fastighetsmarknaden ännu mer.

Min slutsats är att ett medlemskap i en valutaunion riskerar att destabilisera utvecklingen på en rad olika marknader, inte minst arbetsmarknaden och fastighetsmarknaden, både i länder där utvecklingen är bättre än genomsnittet och i länder där konjunkturen är bättre. Filosofin "en storlek passar alla" gäller varken kostymer eller räntor och valutor.

Risken för ekonomiska kriser elimineras förvisso inte med hjälp av en egen ränte- och valutapolitik. Oavsett om Sverige avskaffar kronan eller inte kommer ett litet, utrikeshandelsberoende land som Sverige att vara starkt beroende av omvärlden, och vi riskerar alltid att drabbas av kriser som antingen kommer utifrån eller som är hemmagjorda. Men risken för *allvarliga* kriser ökar snarare än minskar i en valutaunion. Och, kanske allra viktigast: möjligheten att *ta sig ur* en kris när sådan – oavsett orsak – väl har inträffat är väsentligt sämre inom ramen för en valutaunion, då varken räntan eller växelkursen kan användas som stötdämpare. Tysklands situation idag illustrerar på ett nästan övertydligt sätt detta dilemma.

Avslutning

Något borde vi ha lärt oss av erfarenheterna från de många finanskriser som skakat världen de senaste årtiondena. Ett minimikrav är att landets ledande politiker åtminstone låter bli att dra totalt vilseledande slutsatser från vår egen kris för bara drygt tio år sedan, då vi med förfärande resultat lekte EMU.

Våra svenska erfarenheter med flytande växelkurs, och dagens djupa kris i EMU-områdets kärnländer Tyskland och Frankrike, talar starkt för att bevara vårt nuvarande system med egen valuta och räntepolitik. Jag tror att vi står bättre rustade att möta kommande faror i vår lilla jolle jämfört med om vi befann oss på nedre däck i jättefartyget Titanic.

Stefan de Vylder, nationalekonom
Juni 2003

Litteratur

Carlén, Stefan, "EMU – ett vänsterprojekt?", i Hermele (red.), 2003

Gottfries, Nils, "Ränta och växelkurs i och utanför EMU", i *Ekonomisk Debatt* nr. 4/2003

Hermele, Kenneth, "Allt du vill inte vill veta om EMU om du tänker rösta ja", Ordfronts Förlag, Stockholm 2003

IMF (International Monetary Fund), "World Economic Outlook", olika årgångar

Lundgren, Nils, "Europa ja – euro nej. De bästa argumenten mot EMU", Fischer & Co., Helsingfors 2003

The Economist, "Close to Bursting. A Survey of Property", 31 maj 2003

Världsbanken, "The East Asian Miracle", Oxford University Press, Oxford 1993

de Vylder, Stefan, "Utvecklingens drivkrafter. Om fattigdom, rikedom och rättvisa i världen", Forum Syds förlag, Värnamo 2002