

TIMO TYRVÄINENS TESER OCH TOLKNINGAR



Chefsekonomens översikt 25.8.2011

Katainen/Urpilainen-regeringen spelar rysk roulette

Tack vare världshistoriens största stimulansoperation undveks en global recession i stil med depressionen på 1930-talet för tre år sedan efter *Lehman Brothers* konkurs. Feberkurvorna på kreditmarknaden som då visade vägen till kollapsen i världshandeln har stigit brant under de senaste veckorna.

Trots stimulansen sjönk de utvecklade länderna ner i en kollektiv recession 2009 och BNP i Finland krympte till 8 %. Nu stiger febern ute i världen och något stimulansutrymme finns inte. Låter man febern stiga för högt finns det ingen kraft i världen som får kurvan att vända.

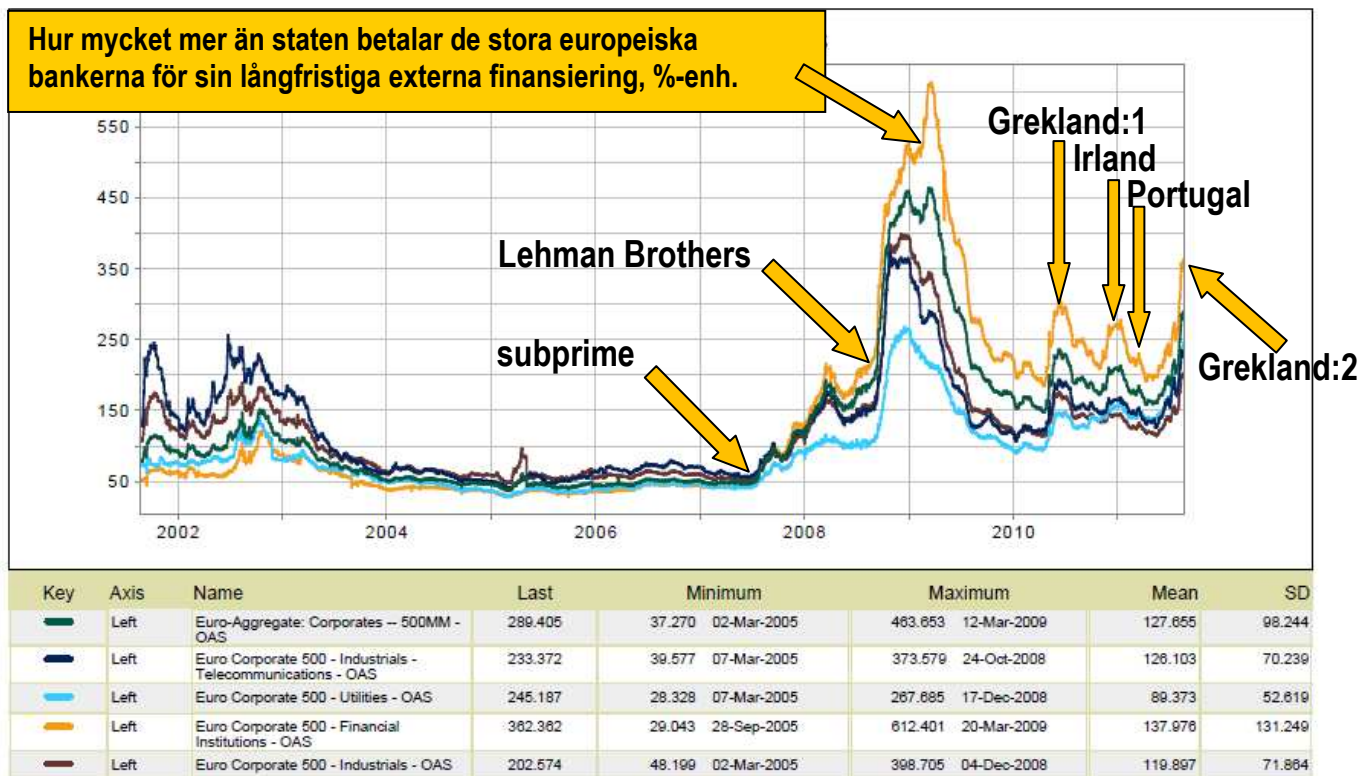
Under sommaren publicerades statistik som visar att den ekonomiska tillväxten har mattats av så nära nollnivån både i USA och i Europa att avståndet till recessionen är litet. Samtidigt har de politiska beslutsfattarna såväl i euroområdet som i USA visat sig vara iögonenfallande ovilliga/oförmögna att sätta stopp för skuldkriserna. Detta höjde osäkerheten till nya dimensioner. Risken för global depression har ökat och ökar hela tiden.

Mitt i denna känsliga situation presenterade Katainen/Urpilainen-regeringen ett spel som kan bli en katalysator för depression.

Rysk roulette spelas med en revolver där två av sex kammare har kulor. Sannolikheten för en förestående recession är minst en av tre. Den stiger hela tiden då hållbara, långsiktiga lösningar inte uppstår på europeisk nivå eller de drar ut på tiden. Man brukar säga att tid är pengar. I detta sammanhang är tid förödelse.

Finansminister Urpilainen sade förra veckan att de övriga ländernas ståndpunkter till garantiavtalet mellan Finland och Grekland klarnar inom några veckor. Den ekonomiska revolvern kan om några veckor redan ha tre kulor. Då förväntningen och/eller rädslan för recession stiger tillräckligt högt förverkligar de sig själva. Den branden går inte att släckas av människohand. Sedan kommer man att fråga vem det var som kastade käppen i beslutsfattandets hjul, hjulet som skulle åstadkomma en hållbar lösning, i tid.

Figur 1

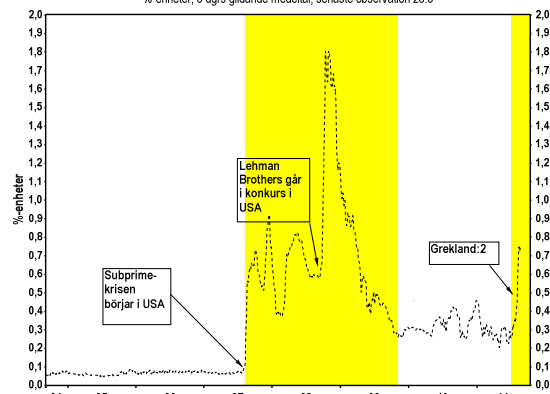


Källa: Barclays

Figur 2

EMU: differens mellan 3 mån. ränta med och utan säkerhet

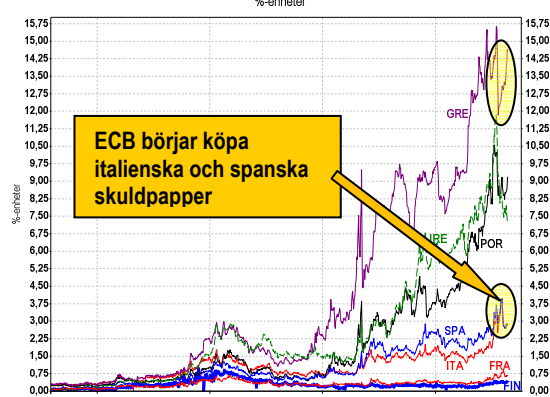
%-enheter, 3 dgrs glidande medeltal, senaste observation 23.8



Figur 3

EMU: Räntedifferens hos 10 års statslån mot Tyskland

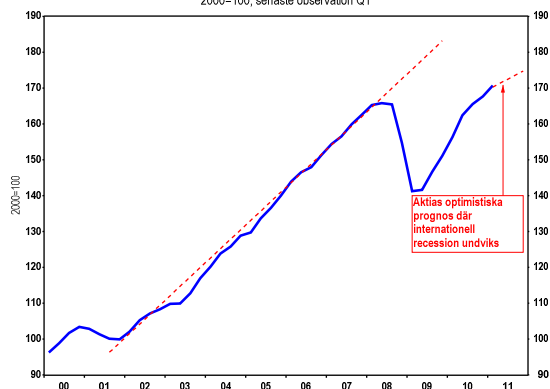
%-enheter



Figur 4

Världshandelns totalvärde

2000=100, senaste observation Q1



Figur 5

LIGGER GARANTISPELET I FINLANDS INTRESSE?

Jag anser den finska regeringens strategi i debatten om Greklandsgarantier vara kortsynt och skada Finlands intressen på längre sikt. I eurosammanhang har garantier diskuterats redan länge, men någon förnuftig lösning har inte nåtts.

Efter att finansminister Urpilainen hållit sin presskonferens på tisdag 16.8 verkade också det bästa möjliga slutresultatet vara dåligt. I detta önskesenario skulle de övriga euroländerna låta Finland spela sitt spel och dessutom rädda Europa, sig själva och samtidigt också Finland. Finland skulle vara en desertör och behandlas som sådan i all framtid. Enligt det "bästa" spelresultatet skulle Finland "bara" förlora sina möjligheter att kunna inverka på EU-lösningar i frågor som är viktiga för landet och vinna förståelse för sitt geografiska läge (inkl. jordbruk).

Ett sämre – och mer sannolikt – scenario var från första början att många andra euroländer följer Finlands exempel och kräver garantier. Det har nu hänt. Det är omöjligt att tro att den finska regeringen inte skulle ha förväntat sig denna reaktion som antagligen kommer att fälla garantiavtalet mellan Finland och Grekland. Allt detta skjuter upp en hållbar lösning av skuldproblemen. Om så blir fallet ökar sannolikheten för depression.

Om depressionstsunamin slår till kommer de finska garantiarrangemangen att förpassas till historiens soptipp. I den världen kommer det finska folket att hamna i en svacka som får depressionen på 1990-talet att verka som ingenting. Och vem var det som kastade en brinnande tändsticka i den torra marken? Finland!

Också i bästa fall kommer Katainens och Urpilainens spel att bli mycket dyrt i det långa loppet. Det värsta alternativet vill man knappt tänka på.

Vad ska Katainen/Urpilainen-regeringen göra om de övriga euroländerna faller garantiavtalet mellan Finland och Grekland? Hota med en tändsticka till? Förhoppningsvis inte.

Finansminister Urpilainen sade i slutet av förra veckan att garantifrågan löses inom de kommande veckorna. Figur 1 visar hur mycket hann hända inom några veckor efter Lehman Brothers konkurs.

HUR KOM FINANSKRISEN TILL FINLAND?

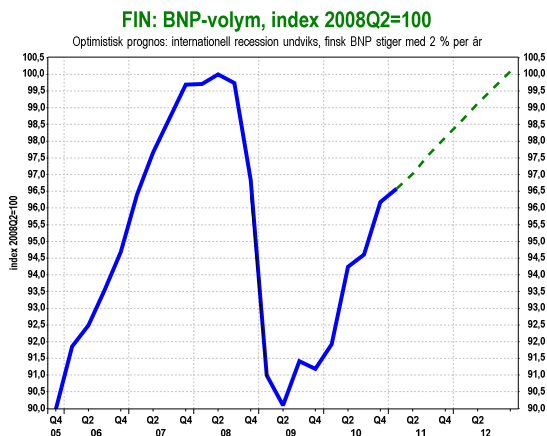
Figuren 1 och 2 visar hur finanskrisen spred sig till finanssektorn och därigenom till realekonomin.

Av figur 2 framgår hur misstron mellan bankerna i euroområdet utvecklade sig efter att Lehman Brothers fallit långt borta från Europa. När räntedifferensen mellan krediter med och utan säkerhet var som störst hade förtroendet mellan bankerna försvunnit och den bankinterna finansieringen låg på is.

Figur 1 beskriver utvecklingen på kreditmarknaden ur en annan synvinkel. Våren 2009 sinade de stora europeiska bankernas externa finansiering då räntekravet på deras skuldebrev på sekundärmarknaden var över 6 procentenheter högre än statens. Närhistorien upprepar sig. Under de senaste veckorna har bankernas långfristiga externa finansiering stannat upp.

När den bankinterna finansieringen och bankernas yttre marknadsfinansiering frös till, frös även finansieringen av kunderna. När likviditet saknades hamnade företagen i trångmål när investeringar stoppades och order togs tillbaka. Figur 1 visar detta för flera centrala branschers del. Speciellt stor var åtstramningen av finansieringsvillkoren för företag inom utrikeshandeln. Detta förklarar den unika kollapsen (figur 4) i världshandeln som 2009 drev Finlands BNP i det största fallet sedan inbördeskriget 1918 (figur 5).

Lehman Brothers föll långt borta, på andra sidan det stora vattnet. Trots



att Finland inte hade någon anknytning till boven i dramat minskade den finska exporten med 20 % och BNP med över 8 % 2009.

Med detta i bagaget kan vi inte inbilla oss att vara i trygghet när det gäller verkningar från Grekland, även om våra fordringar på Grekland inte är av betydelse. Ett stabilt finansieringssystem är lika livsviktigt för oss som för alla andra européer.

DEN EUROPEISKA SKULDKRISEN FRÅN GREKLAND TILL GREKLAND

Av figur 1 framgår att tillspetsningen av kris nr 1 i Grekland satte i april-maj 2010 i gång en process på den europeiska finansmarknaden som liknade upptakten till det som upplevdes efter *Lehman Brothers* konkurs. Till all lycka verkade politikerna ha tagit lärdom av krisen 2008–09 och Grekland räddades. Inga billiga politiska poäng delades ut till någon.

När Irlands krisen började hösten 2010 återkom bilden av *Lehman* på våra näthinnor. Irland räddades snabbare än Grekland. När den portugisiska regeringen upplöstes förra våren steg feberkurvan bara litet. Portugal omfattades snabbt av räddningsoperationerna och misstroendepremien krympte. Samtidigt minskade oron över att krisen sprider sig till Spanien (se figur 3).

IMF bedömde i juli att Grekland behöver ett andra stödpaket. I och med att beslutsfattarna i euroområdet inte kunde enas om ett stödpaket stod man igen inför en kris. Förutom Spanien hamnade nu också Italien och Frankrike i strålkastarljuset. Om de europeiska beslutsfattarna hade fattat beslut som eliminerar kortsiktig osäkerhet om likviditet och vänder långsiktiga skuldtröskor skulle den nuvarande krisen aldrig ha uppstått och risken för recession skulle vara mindre.

Under de senaste veckorna har krisen drabbat finansmarknaden i euroområdet hårdare än någonsin sedan *Lehman Brothers* konkurs (figurena 1 och 2). Om politiska lösningar inte hittas snabbt befinner vi oss i en *post-Lehman*-situation snabbare än någon vill tro. Hade ECB inte inlett köp av spanska och italienska skuldpapper kunde situationen redan vara utom kontroll.

Risken för internationell recession ökas av att också den amerikanska statsskulden hamnat på marknadens observationslista. Trots att detta i våra egna prognoser setts som bara en tidsfråga försvåras situationen dramatiskt av bakläget mellan Obamas administration och det republikanska maktpartiets teapartyrörelse. Språkrören för teapartyrörelsen kommer att se till att man under hösten hör sådana nyheter från USA som sprider osäkerhet också i Europa. Om Europa inte har kommit vidare med att lösa sina egna kriser kommer dess motståndskraft mot externa negativa chocker att vara svag. Därför kan spel som fördröjer lösningarna blir dyra.

Det är av största vikt för Finland att den europeiska finansmarknaden fungerar. Om företagens finansieringsvillkor åtstramas i betydande grad kommer de inte att investera eller köpa finländska exportprodukter. Vår exportdrivna ekonomi behöver stabilitet och tillväxt inom sitt viktigaste marknadsområde.

Att rädda Grekland är ett nödvändigt men inte tillräckligt villkor för balansering av finansieringsmarknaden och den europeiska (inkl. finska) ekonomiska tillväxten. Grekland är en hållplats som man inte kan köra förbi om man vill komma fram. Man borde ha lyckats hålla Spanien, Italien och speciellt Frankrike utanför krisen. Det lyckades inte. Inrikespolitiska spänningar i olika länder, vilka ökas av det finländska spelet, har besegrat de ekonomiska realiteterna. Frukten för populism är dumhetens begynnelse.

Före *Lehmans* konkurs trodde beslutsfattarna inte att följderna skulle vara fatala. Efter *Lehman* vet vi hur djuptgående nätverken under den globala finansmarknaden är. Jag vet att många anser att man överdriver risken för bankkris i Europa men jag hoppas att ingen i en ansvarsposition

vill sätta det på prov. Redan nu får miljoner människor i krisländerna dra åt svängremmen i många år och betala ett högt pris för sina politikers misstag.

TILL SLUT

Det krävs tre saker för att lugna ner skuldkrisen i Europa.

Det första och viktigaste villkoret är att varje land presenterar ett *långtidsprogram* för att på ett trovärdigt sätt styra skuldsättningen till ett hållbart spår. Det är orealistiskt att abrupt vända skuldtrender, eftersom en snabb åtstramning förstör den ekonomiska tillväxten. Därför är det fråga om ett långsiktigt projekt. Om programmet är trovärdigt och alla aktörer litar på regeringens engagemang har det viktigaste villkoret uppfyllts. Ju noggrannare varje euroland övervakar de övriga euroländernas budgetdisciplin, desto sannolikare förhindras att en politik som vilar på ett överstort underskott uppstår.

För det andra behövs för kortsiktiga behov så snabbt som möjligt ett trovärdigt verktyg för att garantera att inget euroland kan hamna i en likviditetskris här och nu. När villkor nr 1 uppfyllts försvinner behovet av detta arrangemang så småningom.

För det tredje efterlyses ett sådant permanent system för att minska osäkerheten på kort och medellång sikt som garangerar att marknaden inte har anledning att misstänka att något euroland blir insolvent i framtiden heller. Om det första villkoret uppfylls behöver man aldrig ta till detta system.

Aktia Bank Abp publicerar denna översikt vederlagsfritt. Analysen som presenteras i översikten och utsikterna som baserar sig på analysen bygger på information tillgänglig för allmänheten. Även om vi använder källor som Aktia Bank anser vara så tillförlitliga som möjligt, kan det utan förvarning ske t.o.m. stora förändringar i omständigheterna, vilka kan påverka bedömningarna i denna översikt. Varken Aktia Bank Abp, dess dotter- eller delägarbolag, samarbetspartners eller anställda vid ovannämnda bolag garanterar riktigheten eller fullständigheten av uppgifterna i kommentarerna och översikterna. De ansvarar inte heller för skador som eventuellt förorsakats av användningen av uppgifterna