

ECB-stöd är ingen genväg

Att låta Europeiska centralbanken stå för stödet till krisländerna trollar inte bort kostnaderna. De döljs bara för väljarna.



Lars Calmfors är professor i internationell ekonomi vid Stockholms universitet och fristående kolumnist i Dagens Nyheter.

Den senaste tiden har möjligheterna för Europeiska centralbanken, ECB, att lösa eurokrisen stått i fokus. Uttalanden av centralbankschefen Draghi tolkades som att banken skulle göra storskaliga stödinsatser för att sänka krisländernas statsskuldräntor. ECB-rådet fattade emellertid inte några konkreta beslut men öppnade ändå för sådana insatser.

Många har argumenterat för att endast ECB (mer exakt Eurosystemet som består av både ECB i Frankfurt och euroländernas nationella centralbanker) har de resurser som krävs för att få ett slut på eurokrisen.

Ett förslag är att ECB ska sätta ett tak för krisländernas statsskuldräntor. Banken måste då vara beredd att köpa obegränsat med obligationer om räntorna hotar stiga över taket. Hypotesen bakom förslaget är att krisländerna i grunden är solventa, alltså att de i framtiden under normala omständigheter kan betala räntor och amorteringar. Problemen förvärras enligt detta synsätt av felaktiga marknadsförväntningar som driver upp statsskuldräntorna och som därmed kan bli självuppfyllande. Dessa förväntningar kan brytas genom ECB:s stödköp som därför i slutändan inte behöver kosta något.

Men det är omöjligt att veta om synsättet är riktigt. Om krisländerna verkligen är i grunden insolventa, kommer ECB att göra stora kapitalförluster om man köper upp stora mängder statspapper som sedan faller i värde.

Rent tekniskt har ECB/Eurosystemet kapacitet att bära stora förluster. ECB kan alltid trycka hur mycket pengar som helst. Men givet centralbankens grundläggande uppdrag att upprätt-

hålla prisstabilitet är det osannolikt att den skulle slå in på en inflationsväg. Förlustkapaciteten är emellertid mycket stor också vid fortsatt låg inflation.

Inbegripet reserveringar har Eurosystemet ett eget kapital på cirka 500 miljarder euro. Till skillnad från vanliga banker kan en centralbank förlora allt eget kapital och fortsätta att arbeta med ett negativt sådant. Det beror på att rätten att utge sedlar innebär tillgång till räntefria lån från företag och hushåll. Den utelöpande sedelstocken i euroområdet är i dag runt 900 miljarder euro. Till detta kommer centralbanksvinsterna av framtida sedelutgivning (intäkterna när den ökade sedelmängden används för räntebärande placeringar). När dessa poster adderas, har Eurosystemets förlustkapacitet uppskattats till nära 3500 miljarder euro. Denna summa överstiger vida resurserna i de europeiska räddningsfonderna.

Att låta ECB och de nationella centralbankerna ta kostnaderna för krisstöden uppfattas ibland som ett sätt att inte belasta skattebetalarna i Tyskland och andra välskötta euroländer. Men någon sådan gratismetod för att ge stöd finns inte. Omedelbara budgetkostnader skulle uppkomma om euroländerna väljer att med statliga budgetmedel direkt återställa det egna kapital som gått förlorat. Om det inte sker – vilket är mer sannolikt – fördelas i stället kostnaderna över ett antal år därför att de vinster som de nationella centralbankerna (ECB:s ägare) brukar leverera in till statskassorna uteblir.

ECB-stöd till krisländerna är i själva verket ett sätt att dölja kostnaderna för krisstöden för väljarna, eftersom finansieringen i form av lägre offentliga utgifter och högre skatter skjuts på framtiden. Några parlamentsbeslut

behövs inte heller. Det är lätt att förstå varför många politiker tycker att den bristande transparensen är bekväm. Men den är ett allvarligt demokratiskt problem. Den är också politiskt mycket farlig, eftersom de känslor som finns av att den politiska eliten manipulerar väljarna riskerar att förstärkas.

Den tyska centralbanken har hittills motsatt sig massiva ECB-stöd. Men det är ändå troligt att ECB successivt kommer att öka sina insatser. Det pågår ett spel mellan euroländernas regeringar och ECB om vem som ska ge stöden. Även om ECB formellt har ett starkt oberoende, får banken sannolikt svårt att stå emot de politiska kraven. I ett läge där det inte går att få igenom ökade resurser till räddningsfonderna i de nationella parlamenten, kommer ECB-insatser att framstå som den enda möjligheten till utvidgade krisstöd.

Men gradvis ökande ECB-stöd är förmodligen ineffektiva. Om marknaderna tror att stöden är begränsade, övertygas de inte. Utfästelser om obegränsade stöd är knappast heller trovärdiga, eftersom alla inser att det finns gränser för de risker ECB vill ta. ECB är inte någon deus ex machina ("gud som oväntat hoppar ur maskinen") som i ett slag kan lösa eurokrisen.

Det är kontraproduktivt att tro att euroområdet via ECB ska lyfta sig självt i håret. Det finns ingen snabb lösning på krisen. Men den kan förkortas av kraftiga nedskrivningar av krisländernas statsskulder. Sådana bör göras snabbt så att det finns tillräckligt med privata långivare kvar som då får vara med och bära kostnaderna. Annars riskerar skattebetalarna i Tyskland och andra länder att få betala alltför mycket. Väljarnas reaktioner på det utgör det största hotet mot både euro- och hela EU-projektet.

Även om ECB formellt har ett starkt oberoende, får banken sannolikt svårt att stå emot de politiska kraven.