

Bara dåliga lösningar kvar

Krisländerna behöver sanera sina ekonomier och få fart på tillväxten. Risken är att de gör för lite om Europeiska centralbanken hjälper till för mycket.

De senaste ansträngningarna för att lösa eurokrisen har syftat till att förstärka den europeiska räddningsfonden (EFSF). Dess totala utlåningskapacitet är i dag 440 miljarder euro, varav cirka 250 miljarder återstår för nya insatser. Detta är alldeles för lite ifall det blir aktuellt med stöd till Italien, som har en statsskuld på nära 1900 miljarder euro.

Fonden lånar upp medel på marknaden mot garantier från euroländerna (i praktiken de länder som har högst kreditbetyg, främst Tyskland och Frankrike). Tyskland vill inte öka sina åtaganden. Frankrike kan inte göra det utan att äventyra den egna kreditvärdigheten.

Enligt de flesta bedömare är det mest troliga om ytterligare stora stöd ska ges att de kommer från Europeiska centralbanken, ECB. Detta är egentligen slarvigt uttryckt. Det korrekta är att tala om eurosystemet, som består av både ECB och euroländernas nationella centralbanker (som agerar på order av ECB). Eurosystelet spelar redan en större roll än de flesta är medvetna om.

Eurosystelet har stödköpt statsobligationer från krisländerna för uppskattningsvis runt 190 miljarder euro. Dessutom har det stöttat krisländernas banker genom att tillhandahålla likviditet mot dåliga säkerheter (främst dessa länders statsobligationer). Detta stöd uppgår till minst 450 miljarder euro. Sammantaget är således centralbanks-systemets exponering mot krisländerna nästan 650 miljarder euro. Detta överstiger vida räddningsfondens insatser.

Likviditetsstödet till krisländernas banker kan ses som ett automatiskt betalningsbalansstöd. Dessa länder har länge haft stora bytesbalansunderskott (vilka – förutom i Irlands fall – berott

på större import än export). Före krisen finansierades dessa underskott genom privata kapitalinlöden, det vill säga genom upplåning på finansmarknaderna. Kapitalinlödena upphörde när finanskrisen bröt ut 2008 och började då vändas i kapitalflykt. Om krisländerna haft egna valutor och flytande växelkurser, hade följden blivit valutakursfall som återställt ländernas konkurrenskraft och eliminerat bytesbalansunderskotten. Det som nu skedde var i stället att eurosystelet (i praktiken främst Bundesbank, den tyska centralbanken) övertog den finansieringsroll som de privata långivarna inte längre ville spela.

Eurosystelet, det vill säga ECB och euroländernas nationella centralbanker, har i viss mening obegränsade resurser. Deras totala eget kapital, alltså skillnaden mellan tillgångar och skulder, är cirka 465 miljarder euro. Det finns således en stor marginal innan det egna kapitalet raderas ut ifall stöd till krisländerna medför kapitalförluster. Men bufferten är faktiskt ännu större. En centralbank kan nämligen operera också med negativt eget kapital därför att den har tillgång till räntefria lån från allmänheten genom sitt monopol på att tillhandahålla betalningsmedel (sedlar och mynt utgör sådana lån). En centralbank kan egenmäktigt besluta om att öka denna upplåning genom att trycka mer pengar.

Hur kommer ECB att agera? När den tyska förbundsdagen godkände vidgade befogenheter för EFSF gjorde den klart att eurosystelet inte förutsattes fortsätta med stödköp av krisländernas obligationer. Det finns också en motvilja inom ECB mot dessa, eftersom de innebär att man vidtar finanspolitiska åtgärder (genom riktade stöd) som ligger utanför det penningpolitiska mandatet.

Men det är ändå troligt att ECB i ett akut krisläge kommer att känna sig tvungen att ge ytterligare stora stöd. En del ekonomer argumenterar för att ECB ska utfästa sig att köpa obegränsade mängder italienska (och eventuellt också spanska) statspapper om det behövs för att hålla statsskuldräntorna under en viss nivå.

Om ett land är i grunden solvent, det vill säga i framtiden kan skapa de budgetöverskott som krävs för att betala sina statsskuldräntor, innebär sådana stöd inte några långsiktiga kostnader för övriga euroländer. Den föreslagna strategin kan därför framstå som en enkel lösning. Men den skulle vara ytterst riskfylld att tillämpa för stora länder som Italien och Spanien. Den skulle försvaga drivkrafterna för budgetsanering och tillväxtreformer. Därmed ökar i själva verket risken för insolvens på lång sikt, även om de kortsiktiga finansieringsproblemen minskar.

Det innebär en fara för mycket stora kapitalförluster för de andra euroländernas nationella centralbanker och därmed i slutändan för deras ägare: skattebetalarna. Om kapitalförlusterna hanteras genom att det trycks mer pengar, blir följden en farlig inflationsprocess. Det skulle förmodligen utlösa politiska reaktioner, inte minst i Tyskland, som euron inte skulle överleva.

Stora ECB-stöd riskerar att på sikt leda till en ännu värre eurokris. Chansen att krisländerna verkligen genomför de nödvändiga budgetsaneringarna och tillväxtreformerna är större utan sådana stöd. Men det blir även i bästa fall fråga om mycket smärtsamma processer där länderna under lång tid får leva med höga statsskuldräntor innan de kan återvinna förtroendet. Tyvärr finns det ingen "quick fix" för eurokrisen.

Stora ECB-stöd riskerar att på sikt leda till en ännu värre eurokris.



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