

ECB: Europas räddare i nöden

Stor enighet råder om att de höga och ökande statsskulderna i framför allt Sydeuropa hotar den finansiella stabiliteten i euroområdet. Ett nytt institutionellt ramverk behöver byggas upp för att ersätta Stabilitets- och tillväxtpakten som just skulle förhindra att ohållbara statsfinanser hotade euron. Att bygga nya institutioner tar emellertid tid, samtidigt som behovet av en lösning är akut. En nedskrivning av den grekiska statsskulden kan leda till en akut finansieringskris för andra länder med ansträngda statsfinanser. Fallande priser på Sydeuropas statsobligationer i sin tur hotar flera länders finansiella system, vilket kan sprida sig vidare till hela Europa. Framtidstron som redan är skakig skulle bli knäckt och Europa stå inför ett moras av konkurser och fallande produktion när konsumtions- och investeringsefterfrågan faller. En långvarig deflationsspiral hotar om inget görs den närmaste tiden.

Aktiva beslut från EUs sida har hittills bestått i tillfälliga lån till Grekland, där risken för inställda betalningar sedan 2010 varit akut. Andra åtgärder från EUs sida lyser med sin frånvaro med undantag från EU-kommissionen, som har aviserat ett förslag om gemensamma euroobligationer. Därmed skulle alla euroländer gemensamt gå i borgen för återbetalningen. Skepsisen är stor från många länder, särskilt Tyskland där en färsk dom från författningsdomstolen, som godkände Greklandslånen, indikerar att euroobligationer inte är förenliga med Tysklands författning.

I det akuta läge som Europa befinner sig i ligger det närmast till hands att förlita sig på ECB. ECB har redan agerat genom att köpa statsobligationer på andrahandsmarknaden från Portugal, Spanien och nu senast i augusti från Italien. Dessa obligationsköp är kontroversiella eftersom de tycks strida mot andan i Maastricht-avtalet med den så kallade *no bail-out*-klausulen. Logiken bakom ECBs beslut är emellertid enkel. Länder som utger obligationer i sin egen valuta råkar normalt inte ut för akuta finansieringsproblem då de alltid har tillgång till sin egen centralbank som kan köpa dem i utbyte mot sin egen valuta. Euroländerna i dag befinner sig i samma situation som U-länder som lånar i utländsk valuta. Även ett solvent land kan riskera en rusning från sina statsobligationer så att en likviditetskris utvecklas till en solvenskris genom en ökad räntebörda. ECB räddar därmed också ägarna av dessa obligationer, som i stor utsträckning är europeiska banker. Uppgiften ligger därför naturligt inom ECBs ansvarsområde som också ska vara det finansiella systemets säkerhet.

En akut kris med början i en nedskrivning av den grekiska statsskulden kan därmed hindras att spridas till andra länder och hela Europa genom att

ECB lovar att köpa statsobligationer från alla medlemsländer, dvs fullföljer vad de börjat med. Innebär detta inte en stor risk för fortsatt ohållbara statsfinanser i Sydeuropa och i slutänden hög inflation?

Riskerna måste vägas mot risken för en långvarig deflationsspiral som i Japan om alla de sydeuropeiska länderna ställer in betalningarna. Europa står i en liknande situation som i USA 2008, där the Fed snabbt satte in extraordinära åtgärder. Risken för inflation förefaller i nuläget låg och alternativet med deflation kan bli betydligt värre än en viss ökning av inflationstakten.

ECB måste naturligtvis ställa villkor för att agera *lender of last resort* för ett enskilt lands obligationer. Här finns ett utrymme för ECB att vara kreativ. Idealiskt skulle alla EU-länder införa trovärdiga nationella regelsystem för hållbara statsfinanser som Sverige gjorde 1996 med budgetlagen. Då skulle de kunna undvika att minska statsutgifterna kraftigt i dag och därmed inte spä på den begynnande konjunkturedgången. ECB skulle kunna agera som ett IMF för Europa genom att betinga sina garantier på nationella reformer för hållbara statsfinanser. Trycket från marknaderna på det enskilda landet att följa ECBs krav skulle vara mycket stort. Forskningen om fiskala regelsystem pekar på många olika möjligheter och att dessa bör utformas i samklang med landets konstitution och fiskala struktur. Nationella regelsystem som ger hållbara statsfinanser skulle också öka möjligheterna till nationell finanspolitik, som kan parera nationella störningar så att finanspolitiken kan komplettera den gemensamma europenningpolitiken.

Förutsättningen för att ECB ska kunna brygga över krisen med att köpa statsobligationer är att de sydeuropeiska länderna, med möjligt undantag för Grekland, är långsiktigt solventa. Ett andrum för de sydeuropeiska länderna skulle ge dem möjlighet att undvika höga räntor och en djup lågkonjunktur som i sig hotar solvensen och också ge möjlighet till reformer som stärker tillväxten på sikt.

Om ECB kommer att vara Europas räddare i nöden är i skrivande stund (26/9) osäkert. Om Grekland skriver ner sina skulder tvingas ECB bekänna färg och klargöra sina principer för att köpa ländernas statsobligationer på andrahandsmarknaden. Ett välvilligt stöd på armslängds avstånd från Europas politiker behövs antagligen och kanske på sikt en omskrivning av ECBs stadgar. EU-kommissionen har verkat för nationella budgetregler och skulle kunna tänkas spela en roll i utformningen av villkoren för ECBs garantier.

ECBs oberoende ställning erbjuder möjligheten att använda både morot och piska, som EUs ledning saknar. Man kan bara hoppas att denna sista utväg fungerar bättre än Stabilitetspaktens piska i form av dryga böter som ingen europeisk politiker var beredd att använda när det kom till kritan. I bästa fall undviks en djup lågkonjunktur samtidigt som nya hållbara nationella budgetsysteem upprättas, såsom blev fallet i Sverige efter finanskrisen i början på 1990-talet.

Klas Fregert