



ECB:s balansräkning är både politik & penningpolitik

MÅNDAG
19 JANUARI 2015

Eurons långsiktiga stabilitet, och valutaunionens överlevnad, är starkt beroende av fortsatt ekonomisk-politisk integration. Till sist måste en **fiskal/politisk union** komma på plats. Onekligen har euron klarat ett flertal "stresstester" de senaste åren. Kriserna har på flera sätt kommit att bli ett verktyg, odemokratiskt enligt vissa, för att accelerera och uppnå *ökad integration, en gemensam kontroll och minskad ekonomisk-politisk självständighet*. Visst har vissa länder genomfört strukturella reformer men de verkar nu sjösättas i en allt långsammare takt.

Men destabiliserande krafter fortsätter att växa: populismen vinner terräng i flera euroländer p g a hög arbetslöshet (inte minst bland ungdomar), stor invandring från MENA-regionen, svag tillväxt och åtstramningspolitik. Samtidigt brottas flera länder med en ohållbart hög offentlig och privat skuldsättning, åldrande befolkningar, svag konkurrenskraft och låg investeringstillväxt. Därtill har det geopolitiska klimatet försämrats p g a Ryssland-Ukrainakrisen.

Nu går **grekerna** till valurnorna igen (25/1) och mycket pekar på att ett radikalt vänsterparti kan vinna mot sittande premiärminister Samaras (center/höger). En Syriza-seger är trolig men långt ifrån säker och det kan **behövas flera val innan vi kan fastställa ett möjligt regeringsunderlag**. Syriza har uttryckt motstånd till åtstramningspolitiken och vill göra om internationella låneavtal så att minst hälften av den offentliga skulden på 175 procent av BNP kan skrivas av. Långivarna väljer en tuff linje men det finns öppningar att t ex omförhandla löptider och räntevillkor.

Ett flertal bedömare säger att "Grexit", att landet överger euron, skulle få små smittoeffekter på omvärlden och att det värsta är över av kriser för euron; systemet sägs vara starkare i dag och kan stå emot nya problem. Det finns anledning att vara försiktig med att dra den slutsatsen. Eurozonen är fortsatt sårbar och Grexit skulle med säkerhet leda till nödvändig skuldedskrivning som påverkar skattebetalare i andra euroländer. Det betyder att Pandoras ask öppnas, att valutarisk återuppstår och att vi sannolikt börjar tala om tyska euro, franska euro, italienska euro etc.

Efter valet till EU-parlamentet i maj 2014 står det klart att EU:s huvudstäder helst vill se ökad ekonomisk-politisk självständighet och mindre federalism. Samtidigt ökar spänningarna mellan euroländer, mellan EU-kommissionen och enskilda länder, inom kommissionen och mellan

politiker och Europeiska centralbanken ECB. Och på sikt kan Storbritannien efter valet senare i vår mer tydligt klargöra vägen mot en folkomröstning om EU-medlemskapet.

Trots alla dessa ovan nämnda ekonomiska, finansiella och politiska utmaningarna har **finansmarknaderna valt att handla enskilda euroländer, och eurozonen, som om vi redan hade en fiskal och politisk union på plats**. En av förklaringarna är förstås ECB:s löfte att med sin balansräkning göra "allt vad som krävs" för att stabilisera euro-samarbetet. **ECB:s balansräkning kan därför sägas ha lagt flera stora riskpremier i mörker**. ECB:s okonventionella penningpolitik har blivit ett slags **substitut** till ökad integration och ekonomisk-politisk koordinering.

Eurozonen kan sägas ha skapat en fiktiv fiskal och politisk union utan politiska beslut. Den har växt fram med hjälp av ECB:s politik och att flera euroländer förväntar sig att Tyskland ska föra en mer expansiv finanspolitik; en slags **fiskal union men ingen riktig transfereringsunion**.

De senaste årens "konvergenshandel 2.0" (den första uppstod inför eurons skapande 1999) har varit framgångsrik med ECB:s systemgarantier, billiga LTRO-pengar från ECB och gynnsam dollarfinansiering. Men utrymmet för ytterligare konvergenshandel är begränsat, inte minst p g a att Fed gradvis gör penningpolitiken mindre expansiv och risken för en ännu starkare dollar fortsätter att öka.

Nu förväntar sig alla att ECB i veckan ska visa sin aggressiva sida genom **omfattande tillgångsköp (QE)**, däribland köp av statspapper. Vår ECB-prognos infrias därmed men åtgärden kommer ett år senare än (vi) förväntat. QE-politiken har redan satt avtryck genom historiskt låga obligationsräntor, börsstöd och svagare euro. Men inflationsförväntningarna är fortfarande oroande låga. Åtgärden är långt ifrån säker att bli uthålligt lyckosam. **Tvivel kring politikens verkningssgrad och att verktyglådan är uttömd riskerar att – tväremot intentionen – utlösa vinsthemptagningar och därmed stigande räntor**. Och ECB:s balansräkning förblir ett substitut till strukturella reformer, ökad integration och ekonomisk-politisk samordning. Det är inte hållbart i längden och fortsätter att bygga in stora spänningar och driva fram mörklagda risker i eurosamarbetet.

Robert Bergqvist, robert.bergqvist@seb.se
070-445 1404, Twitter: @BergqvistRobert