

Grekland kan behålla euron

Dagens Nyheter den 1 juli 2015

Greklands kris har de senaste dagarna accelererat till ett crescendo: besked om folkomröstning, avbrutna förhandlingar om förlängt stödpaket, ECB:s stopp för mer likviditetsstöd till grekiska banker, tillfällig stängning av dessa, kapitalkontroller och utebliven återbetalning till IMF.

Folkomröstningen blir avgörande för utvecklingen. En vanlig första reaktion var att Greklands regering ville få mandat att, i strid med tidigare vallöften, acceptera långgivarnas villkor för fortsatta krisstöd och kanske också utöva politisk utpressning på sina motparter för att dessa skulle bli mer generösa. Men denna tolkning motsägs av den närmast krigsliknande argumentationen för ett nej i folkomröstningen.

Det är svårt att förutsäga utgången av omröstningen. Å ena sidan finns en stor upprördhet över kraven på ytterligare åtstramningar. Å andra sidan vill en majoritet ha kvar euron.

Med ett ja blir det antagligen nya förhandlingar om ett stödprogram. Då kan en statsbankrutt undvikas eller i varje fall skjutas på framtiden. Men vid ett nej blir en statlig betalningsinställelse oundviklig. De flesta tycks utgå från att Grekland då måste lämna euron. Det följer emellertid inte automatiskt.

Utan nya stödlån kan grekiska staten inte längre betala amorteringar och räntor. Det betyder förluster för långgivarna som i dag är främst övriga euroländer, de europeiska räddningsfonderna, ECB och IMF. Merparten av förlusterna får i slutändan bäras av skattebetalarna i resten av euroområdet.

För Greklands del innebär en statsbankrutt bättre offentliga finanser när man slipper ifrån räntebetalningar. Kraven på skattehöjningar och utgiftsnedskärningar minskar. I den mån skatteintäkterna inte räcker för att finansiera löner, pensioner med mera kan staten betala med skuldsedlar som kan användas av företag och hushåll till exempel för skattebetalningar. Skuldsedlarna kommer då att fungera som en parallell valuta.

Ett svårt problem blir de kapitalförluster som grekiska banker kommer att göra på sina innehav av inhemska statspapper och på andra fordringar vid en statsbankrutt. Det kan radera ut bankernas egna kapital och därmed göra dem insolventa. Då måste de rekapitaliseras, alltså tillföras nytt aktiekapital, för att fortsätta att fungera.

Huruvida Grekland måste lämna euron efter en statsbankrutt beror i hög grad på hur en sådan rekapitalisering sker. Det naturliga vore att grekiska staten stod för denna. Men det kan den inte utan vidare göra, eftersom det är dess egen insolvens som är grundproblemet. Därför måste staten övervältra kostnaderna på företag och hushåll till exempel genom att inte lösa in skuldsedlar som man utfärdar till sitt fulla värde.

Alternativt kan en så kallad bail-in göras på ungefär det sätt som skedde på Cypern när insättare och andra långgivare till bankerna förlorade en del av sina fordringar vilket återställde banksystemets solvens.

Slutligen skulle Europeiska stabilitetsmekanismen (ESM, euroländernas sist upprättade räddningsfond) kunna rekapitalisera bankerna och ta över ägandet av dem. Men det gäller då att få politisk acceptans för detta från skattebetalarna i övriga euroländer genom att förklara att en sådan åtgärd kan bli en vinstaffär på lång sikt när den grekiska ekonomin återhämtat sig.

Om bankerna rekapitaliseras, kan Grekland mycket väl behålla euron även efter en statsbankrutt. Det förutsätter då att ECB tills vidare fortsätter med likviditetsstöd till det grekiska banksystemet. Men om så inte sker, måste Grekland återinföra en egen valuta och sedan låta centralbanken trycka nya pengar. Det kommer att skapa inflation som finansierar budgetunderskotten genom att erodera realvärdet av människors besparingar (en så kallad inflations beskattning).

Den omedelbara effekten av ett grekiskt eurouträde blir sannolikt en fördjupad kris i landet. På ett par års sikt kan visserligen en återinförd egen valuta, som faller i värde gentemot euron, leda till en ekonomisk återhämtning när konkurrenskraften förbättras. Men priset för det kan bli att Grekland även i det långa loppet fastnar i en inflations spiral som går ut över tillväxt och levnadsstandard.

Greklands konkurrenskraft har dessutom redan stärkts genom de lönesänkningar som tvingats fram av den höga arbetslösheten. Det skulle ligga en stor tragik i att man redan tagit stora kostnader för att behålla euron om man sedan ändå till slut lämnar den.

På kort sikt behöver en Grexit inte leda till allvarliga smittoeffekter på resten av euroområdet. Läget för övriga krisländer är i dag mer stabilt än tidigare.

Eventuella stora negativa effekter ligger förmodligen längre fram i tiden. De riskerar att uppstå därför att ett grekiskt utträde visar att ett euromedlemskap inte är irreversibelt. Det kommer att skapa förväntningar om att även andra länder ska lämna euron i framtida kriser, vilket kommer att förvärra dessa.

Det finns inga bra lösningar på den grekiska krisen. Min bedömning är ändå att det minst riskfyllda alternativet för alla parter är ett fortsatt grekiskt euromedlemskap även efter en statsbankrutt.

Lars Calmfors