



Mikael Kosk  
är redaktör för Ekonomiska  
samfundets tidskrift.

## Betala eller inte betala: Utan tillväxt finns fröet till en statsskuldskris

Tillväxten och inflationen har tidigare tagit hand om statsskulderna. När tillväxtutsikterna är magra och inflationen obefintlig är det låga räntor och långa lånetider som ska göra skulden hanterlig. När centralbanker köper obligationer betyder det att de i praktiken finansierar statsekonomierna. Frågan är om en återgång till reglerna före krisen alls finns.

I somras föddes en debattunge då Vänsterförbundets riksdagsledamot Paavo Arhinmäki påstod att stater aldrig betalar tillbaka sina skulder. Det var ett tjockt påstående, men i en viss mening verkar det stämma. Pensionsförsäkringsbolaget Varmas vd Risto Murto bemötte Arhinmäki med att växande statsskulder tidigare sköts med ekonomisk tillväxt. <sup>1)</sup> Om ekonomin inte växer efter att coronakrisen är över blir statsskulden däremot en belastning för lång tid framöver. <sup>2)</sup>

Murto menade att finansministrarna på 1960- och 70-talet inte skulle ha trott sina öron om de hört den nuvarande historiska diskussionen om att det går att ta lån utan att betala tillbaka skulden. Det har dock skett tidigare då den snabbt växande statsskulden i samband med bank- och valutakrisen på 1990-talet skulle betalas bort. Med tiden frystes den nominella skuldnivån. Det räckte för att sänka skuldkvoten i förhållande till bruttonationalprodukten då tillväxten i början av 2000-talet var rask och det rådde inflation.

Enligt Murto är det högst osäkert att det går att använda samma medicin den här gången. Med de tillväxtutsikter som råder kommer det att krävas smärtsamma åtgärder bara för att hindra att skuldkvoten

fortsätter öka. Det skulle inte ens hjälpa att det finns ett primäröverskott, det vill säga större intäkter än utgifter före finansieringskostnaderna, om tillväxten uteblir. Italien är med sin stora statsskuld ett avskräckande exempel; även om räntorna gått ner och landet länge haft ett primäröverskott är statsskulden ett ständigt gissel då tillväxten aldrig vill ta fart. Grundregeln är att tillväxten ska vara större än finansieringskostnaderna för att skulden ska vara hanterlig.

### Inga överskott i finanserna

2020 förväntas Finlands skuldkvot stiga till över 70 procent i förhållande till bnp, eller med 19 miljarder till 125 miljarder euro. 2021 väntas skulden öka med ytterligare 12 och 2022 med 10 miljarder euro. Då skulle de offentliga samfundens skuld i förhållande till bnp vara kring 75 procent. <sup>3)</sup> Ränteutgifterna stiger inte i motsvarande grad då Finland kan få lån till negativ ränta för statspapper som förfaller först i mitten av 2030-talet.

På distansevenemanget EBLC Northern Light i juni tog Europeiska centralbankens chefdirek-

*”Det som är annorlunda är att maturiteterna är någonting helt annat än vi vant oss vid och att lånta pengar är mycket förmånliga för tillfället.”*

tör Christine Lagarde ställning till frågan om lånen ska betalas tillbaka. <sup>4)</sup> Ja, det måste göras, var hennes svar. Det som är annorlunda är att maturiteterna är någonting helt annat än vi vant oss vid och att lånta pengar är mycket förmånliga för tillfället.

Vid samma evenemang kontrade Martin Wolf, redaktör vid Financial Times och tidigare ekonom vid Världsbanken, med att skulderna inte kommer att betalas tillbaka. Staterna kommer helt enkelt inte att ha några överskott i sina finanser och det enda de kan göra är att åstadkomma mindre underskott. Även Wolf ser tillväxt som nyckeln till att klara skuldbördan. Till det krävs att de låga eller rentav negativa räntor-



Foto: Lehtikuva

*Ja, lånen ska betalas tillbaka, säger Europeiska centralbankens chef Christine Lagarde. Det som är annorlunda än tidigare är att lånetiderna är långa och pengarna mycket förmånliga.*

na fortsätter så att staterna kan ta lån med 30 eller 50 års maturiteter. Om lånen måste förnyas inom tio år med en ränta på två eller tre procent kommer vi att befinna oss i otroliga svårigheter, förutspådde Wolf.

### Omfattande risk för skuldkriser

Skulderna som staterna tar upp på marknaden gör tillsammans med den stora mängd lån företagen är tvungna att ta för att klara sig över krisen att den sammanlagda skuldsättningen i världen stiger till oroväckande nivåer. Bankerna har i dag större kapitalbuffertar än när finanskrisen bröt ut 2008, men den låga räntenivån tär på deras marginaler och minskar deras tålighet för kreditförluster. Enligt en enkät gjord av forskningsinstitutet Oxford Economics ser globala affärsidkare en sannolikhet på 20 procent att en finanskris bryter ut under de närmaste två åren. 5) Rädslan för en finanskris leder till en ond spiral där hotbilden i sig förmörkar framtidsutsikterna och hämmar den ekonomiska aktiviteten.

Internationella valutafonden bedömer att det finns en omfattande risk för statskuldkriser. 6) Omkring hälften av länderna med låga inkomster och flera av marknadsekonomierna under utveckling låg i riskzonen för en skuldkris redan innan coronapandemin. Åtgärderna som vidtagits av centralbanker, finansiella institutioner och myndigheter har tills vidare hindrat skuldkriser från att bryta ut, men det räcker inte i längden. Skulderna måste omstruktureras.

Förutom risken för en finanskris finns risk för ett börsras förr eller senare. Kurserna har snabbt återställts efter coronasvackan på våren och verkar hösten 2020 uppskruvade med tanke på hur utdragen återhämtningen sannolikt kommer att vara. En förklaring är att aktier i praktiken är det enda som kan ge avkastning då ränteplaceringar inte ger någonting och uppenbarligen inte kommer att göra det på länge. En annan förklaring är att det finns gott om överskottskapital som placeras i aktier så fort kurserna gått ner en bit. Den stora mängden kapital som söker sig till aktiemarknaden minskar risken för en börskollaps.

### Centralbanker ska vara självständiga

Allt detta har lett till att centralbankerna fått en ny roll för att stödja både staternas finanspoli-

tik och det finansiella systemet. Det sker genom att centralbankerna köper stats- och företagsobligationer på andrahandsmarknaden. Säljare är oftast banker som på vis får så kallade centralbankspengar, med vilka de kan stimulera ekonomin genom att bevilja lån till företag och hushåll. När statskassor fylls genom att centralbanker köper deras obligationer samtidigt som staterna tar lån på marknaden är det i praktiken detsamma som direkt sedelfinansiering av statsekonomin. Europeiska centralbankens (ECB) stödköp av obligationer uppgår till 1 350 miljarder euro och förutom att bära stats- och företagsekonomin över coronakrisen är ett syfte med dem att försöka hindra att en ny finanskris bryter ut.

*”När statskassor fylls genom att centralbanker köper deras obligationer samtidigt som staterna tar lån på marknaden är det i praktiken detsamma som direkt sedelfinansiering av statsekonomin.”*

De exceptionella åtgärderna av bland annat ECB och Federal Reserve i USA väcker frågan om centralbankerna förlorar sin självständighet. Genom att skilja åt penningpolitiken från finanspolitiken reses en mur mot att centralbankerna åläggs att finansiera den senare. Det finns dåliga historiska erfarenheter av att det leder till galopperande inflation, såsom under 1970-talet då USA lät centralbanken finansiera Vietnamkriget.

Det hör till centralbankernas viktigaste uppgifter att med ensamrätt sätta styrräntan och ett inflationsmål.

Den tyska grundlagsdomstolen ifrågasatte i maj 2020 ECB:s omfattande stödköp av obligationer och krävde grundligare motiveringar till att de faller inom ramen för centralbankens mandat. Strängt taget gör de väl det inte, men regelverk omtolkas i kristider och Europeiska unionens domstol hade i ett tidigare utslag inte kunnat se att ECB:s stödköp av värdepapper går

emot grundfördraget. I praktiken hade det varit ett omöjligt beslut för tyska Bundestag att dra sig ur stödköpsprogrammet.

Den större frågan är vad det alls är möjligt för centralbankerna att göra. Enligt Juha Kilponen, som skrivit en avhandling om den penningpolitiska självständigheten, är det en stor ekonomiskvetenskaplig fråga i vilken grad det över huvud taget är möjligt att med penningpolitikens och finanspolitikens medel påverka de utvecklingsförlopp som under de senaste åren hämmat tillväxten och inflationen. 7) Till dem hör bland annat den svaga produktivitetsutvecklingen och följderna av att befolkningen blir äldre.

### Ingen återgång till tiden före krisen

Hur mycket det än bedyras att de penningpolitiska lättnaderna och den finanspolitiska stimulansen är en engångsföreteelse som är betingad av coronakrisen, är det svårt att se att förändringarna kunde vara enbart temporära. Det är klart att nationalstaterna småningom måste övergå till en stramare finanspolitik, men någon återgång till riktlinjerna före krisen finns knappast. Stabilitetspaktens krav på att de offentliga samfundens underskott får vara högst 3 procent och skulden högst 60 procent i förhållande till bnp har förlorat sin relevans för gott. Men viljan till en omförhandling av grundfördraget är inte stort då det finns allt annat att tänka på för några år framåt.

*”Det är klart att nationalstaterna småningom måste övergå till en stramare finanspolitik, men någon återgång till riktlinjerna före krisen finns knappast.”*

Det är också fråga värt vilken relevans en penningpolitik där centralbanken sätter styrräntan och inflationsmålet längre har. ECB har inte på många år behövt göra någonting för att pressa ner inflationen, tvärtom letas det febrilt i verktygslådan efter något redskap som kunde få den att stiga. Då en räntehöjning kunde utlösa en skuld kris och maturiteterna på statspapperen kan vara upp till 50 år är det också klart

att ränteinstrumentet inte är särskilt användbart. Grundtanken att det finns en skiljelinje mellan penning- och finanspolitiken är trots allt inte värd att ge upp.

### Fotnoter

- 1) Uusi Suomi 18.7.2020.
- 2) Uusi Suomi 27.7.2020.
- 3) Helsingin Sanomat 5.10.2020.
- 4) Uusi Suomi 26.6.2020.
- 5) Gillian Tett i Financial Times 24.9.2020.
- 6) IMFBlog 1.10.2020.
- 7) Helsingin Sanomat 29.8.2020.