

Eurosamarbetet efter eurokrisen

Lars Calmfors

Institutet för internationell ekonomi och Institutet för Näringslivsforskning

När EUs valutaunion startade den 1 januari 1999 fanns stora förhoppningar hos många om att den gemensamma valutan skulle leda till en snabb konvergens av de makroekonomiska förhållandena i de deltagande länderna och bidra till en stabil konjunkturutveckling. Detta tycktes också ske under de första åren. Men efter den internationella finanskrisens utbrott 2007/08 utlöstes en akut kris för valutaunionen som kom att hota dess existens. Eurokrisen tvingade fram en rad krisåtgärder och har också lett till grundläggande förändringar av eurosamarbetet.

Uppsatsen innehåller tre delar: (1) en beskrivning av eurokrisen; (2) en analys av de nya ekonomisk-politiska regelsystem som har upprättats; och (3) en diskussion av framtida utvecklingsvägar för eurosamarbetet

Eurokrisen

Eurokrisens utlösande faktor var den nyttillträdande grekiska regeringens avslöjande hösten 2009 att föregående regering mörkat storleken på budgetunderskotten. Detta aktualiserade för första gången möjligheten att ett euroland kunde göra statsbankrutt. Därmed inleddes en process där statskuldräntorna i EUs periferiländer steg när långivarna krävde högre riskpremier (Figur 1). Detta drabbade främst Grekland, Irland och Portugal men också i viss mån Spanien, Italien och Cypern. För Grekland, Irland och Portugal blev det vad som brukar kallas *plötsliga stopp*, det vill säga det blev i praktiken omöjligt för staterna att omsätta sina gamla lån och ta upp nya.

Figur 1

Enligt artikel 125 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt, den så kallade *icke-undsättningsklausulen*, är det inte tillåtet för EU-institutioner eller andra medlemsstater att överta betalningsansvaret för en enskild medlemsstats lån. Klausulen tillkom för att minska risken för en oansvarig finanspolitik i förväntan om att andra medlemsstater i slutändan ska ta på sig kostnaderna för den.

Euroländernas ledare valde att sätta icke-undsättningsklausulen ur spel och att ge krisländerna räddningslån. Ett första sådant gavs till Grekland våren 2010 och därefter följde ytterligare lån till Irland (2010), Portugal (2011), Grekland igen (2011), Spanien (2012), Cypern (2013) och så Grekland ytterligare en gång (2015). Det första räddningslånet till Grekland 2010 improviserades fram men gradvis byggdes en formell struktur med räddningsfonder upp.

Sedan 2012 är det Europeiska stabiliseringsmekanismen, ESM (*Europeans Stability Mechanism*) som är ansvarig för sådana lån.

Räddningslånen motiverades av en rädsla för att statsbankrutter skulle utlösa en ny finanskris.¹ Lånen gavs under strikta villkor om att mottagarländerna skulle genomföra finanspolitiska åtstramningar för att på kort sikt reducera sina budgetunderskott och strukturella reformer för att öka tillväxten på lång sikt (och därmed bidra till att minska budgetunderskotten och den offentliga skuldsättningen i förhållande till BNP). Åtstramningarna i krisländerna förstärkte konjunkturedgångarna där. Figur 2 visar hur arbetslösheten steg kraftigt.

Under 2011-2012 hamnade periferiländerna i en ond cirkel. Oroliga långgivare krävde högre riskpremier. De högre räntorna ökade lånekostnaderna och minskade därmed efterfrågan, vilket drog ner BNP. Då ökade statsskulden snabbare i förhållande till BNP än tidigare, så att statsskuldkvoterna (statsskulden som andelar av BNP) växte hastigare (Figur 3). Därmed ökade risken för statsbankrutter ännu mer. Följaktligen krävde långgivarna ännu högre räntor och så vidare. Man brukar tala om en *snöbollseffekt*.

Figur 3

En stat med egen valuta och skuld denominerad i denna kan alltid hejda en utveckling som den beskrivna. Den nationella centralbanken kan genom att ge ut mer pengar köpa upp utestående statsobligationer. Då bortfaller risken för statsbankrutt. I stället eroderas realvärdet av utestående nominella skulder genom inflation. Men denna utväg finns inte för ett euroland i statsfinansiell kris, eftersom den gemensamma Europeiska centralbanken, ECB, har ansvaret för penningpolitiken och reglerna för dess verksamhet har utformats för att garantera prisstabilitet.

Huruvida det utvecklas en ohållbar spiral eller inte i en situation när statsskuldproblem inte kan inflateras bort beror på marknadsaktörernas förväntningar. Dessa kan bli *självuppfyllande*. Om aktörerna tror att statsskulden är långsiktigt hållbar, förblir räntorna låga. Men om aktörerna i stället tror på statsbankrutt, kräver de så höga riskpremier att räntorna sticker iväg uppåt. Följden kan bli att statsbankrutt inte kan undvikas.²

¹ Se till exempel Persson (2012) och Wyplosz (2016).

² Calvo (1988) analyserade först detta problem.

Den akuta eurokrisen bröts i och med ECB-chefen Mario Draghis utfästelse sommaren 2012 att göra ”whatever it takes” för att bevara euron och den efterföljande lanseringen av ECBs program för *Outright Monetary Transactions*. Det utgjorde ett åtagande att, om så behövdes för att hålla nere statsskuldräntorna, köpa obegränsade volymer av periferiländernas statspapper så länge dessa uppfyllde vissa grundläggande krav. Sådana obligationsköp har inte behövt effektueras, men åtagandet ändrade marknadsaktörernas förväntningar så att man gick från en jämvikt med höga räntor i periferiländerna till en jämvikt med betydligt lägre räntor (se Figur 1). ECBs program sedan mars 2015 för stora köp av obligationer från *alla* euroländer (*kvantitativa lättnader*) i syfte att stimulera konjunkturen har också bidragit till att hålla nere periferiländernas statsskuldräntor.

Eurokrisens orsaker

Eurokrisen sågs till en början främst som en statsfinansiell kris. Som framgår av Figur 3 har statsskuldkvoterna i en del euroländer växt dramatiskt. Vid utgången av 2017 var statsskulden i Grekland 180 procent av BNP. I Italien var den 132 procent och i Portugal 126 procent. Statsskuldkvoterna ligger runt 100 procent i Cypern, Belgien, Spanien och Frankrike. Mellan 2007 och toppåret efter eurokrisens utbrott ökade statsskuldkvoten med 96 procentenheter i Irland (från 24 till 120 procent 2013) och 78 procentenheter i Grekland (från 103 till 181 procent 2016).³ I Cypern, Portugal och Spanien var ökningarna 50-60 procentenheter.

Figur 4 visar de stora budgetunderskotten i flera euroländer runt 2010. Budgetunderskotten avser den offentliga sektorns finansiella sparandeunderskott, det vill säga skillnaden mellan sektorns totala utgifter och intäkter. Budgetunderskottet i Irland var 2010 till följd av stora bankstöd det året hela 32 procent av BNP. Men underskotten var stora och låg under flera år runt 10 procent av BNP eller ännu högre även i Grekland, Portugal och Spanien.

Det har vuxit fram en samsyn om att eurokrisen inte främst bör ses som en statsfinansiell kris utan som en generell *överbelåningskris* där några euroländer totalt sett (privat och offentlig sektor sammantagna) lånat för mycket från omvärlden.⁴ Man har pekat på att Irland och Spanien hade budgetöverskott och små statsskulder före den internationella finanskrisens utbrott 2007/08 (se Figurerna 3 och 4).⁵ Tabell 1 visar att det gemensamma för de euroländer

³ Irlands statsskuld har sedan fallit snabbt: till 70 procent av BNP 2017.

⁴ Se Baldwin med flera (2016). Framställningar på svenska är till exempel Persson (2012) och Calmfors (2017).

⁵ Se till exempel Persson (2012) och Calmfors (2013).

som behövde undsättningslån – Grekland, Irland, Portugal, Spanien och Cypern – var stora ackumulerade bytesbalansunderskott. Ett underskott i bytesbalansen är definitionsmässigt lika med ett lands *totala* finansiella sparandeunderskott, det vill säga skillnaden mellan utgifter och inkomster för offentlig och privat sektor sammantagna, och måste finansieras med upplåning från resten av världen.

Tabell 1

Tabell 1 visar ackumulerade budgetöverskott i Irland och Spanien under åren 2000-07: 12,0 respektive 3,1 procent av årlig BNP. Det betyder att det var den privata sektorn som svarade för upplåningen från utlandet (bytesbalansunderskotten summerar till 12,9 procent av årlig BNP för Irland respektive 47,7 procent av årlig BNP för Spanien), men att detta motverkades av sparande i den offentliga sektorn. I Grekland och Portugal var bilden en annan. Där utgjorde de ackumulerade budgetunderskotten 59,6 respektive 35,5 procent av de ackumulerade bytesbalansunderskotten (på 85,5 respektive 99,8 procent av BNP). Så i dessa två länder bidrog bristande finanspolitisk disciplin i hög grad till den stora upplåningen från utlandet. De ackumulerade budgetunderskotten i Italien var större än de ackumulerade bytesbalansunderskotten, som dock var små (bara sex procent av årlig BNP). Det betyder att den privata sektorn hade ett positivt finansiellt sparande, men det var inte tillräckligt stort för att kompensera för den offentliga sektorns underskott på 24,1 procent av årlig BNP.

Den vanligaste förklaringen till den ökade utlandsupplåningen i euroområdets periferiländer är det räntefall där som valutaunionens start innebar.⁶ Räntefallet berodde på att den gemensamma valutan eliminerade valutarisken vid utlåning till dessa länder från övriga euroländer. Figur 1 visar hur de långa nominella räntorna konvergerade ner mot den tyska nivån runt 1999.⁷ Samtidigt var inflationen högre i periferiländerna än i Tyskland. I genomsnitt steg BNP-deflatorn 2000-09 med cirka 3 procent per år i Cypern, Grekland, Portugal och Spanien samt med 2-2,5 procent i Irland och Italien, medan ökningstakten i Tyskland bara var 1 procent (Figur 5).⁸ Följden blev att realräntorna (alltså skillnaderna mellan de nominella

⁶ Se till exempel EEAG (2012).

⁷ För Cypern skedde räntekonvergensen inte förrän 2006. Det berodde på att landet inträdde i EU först 2004 och i valutaunionen först 2008.

⁸ Under 2000-2007 var den genomsnittliga ökningstakten i Irland hela 3,6 procent.

räntorna och inflationen) under perioden låg 1-3 procentenheter lägre i periferiländerna än i Tyskland (Figur 6).

Figur 5

Figur 6

Överbelåningen i periferiländerna resulterade i ekonomiska överhettningar. Fastighetspriserna steg kraftigt och ökade därigenom värdet på låntagarnas säkerheter så att dessa kunde låna ännu mer. I framför allt Irland och Spanien utvecklades fastighetsprisbubblor. Överhettningarna kunde inte dämpas av den gemensamma penningpolitiken eftersom ECBs styrränta sattes utifrån situationen i euroområdet som helhet. Följden blev högre löne- och prisökningar i periferiländerna än i kärnländerna och då särskilt Tyskland, det vill säga *reala apprecieringar*.

Den nationalekonomiska diskussionen har pekat på en inneboende instabilitet vid makroekonomiska obalanser i ett enskilt euroland (den så kallade Walterskritiken).⁹ Innebörden är att högre inflation i en överhettning sänker *realräntan*, eftersom den gemensamma styrränta som bestäms av ECB inte anpassas till utvecklingen i ett enskilt euroland. En lägre realränta stimulerar konjunkturen ytterligare så att inflationen blir ännu högre, vilket sänker realräntan ännu mer och så vidare.

Det ömsesidiga beroendet mellan stater och banker

En komplikation under hela eurokrisen har varit det ömsesidiga beroendet mellan stat och banker. Det har fått ekonomer att tala om en djävulsspiral (*doom loop*) och risken för ”dubbel drunkning”.¹⁰ Irland är ett paradexempel. Den akuta statskuldkrisen där 2010 uppstod därför att regeringen såg sig tvungen att göra en massiv stödinsats för landets banker. Men en stat som hotas av bankrott är inte längre en trovärdig garant för banksystemets solvens. Det gör det svårare för bankerna att finansiera sig, vilket minskar deras utlåningskapacitet med negativa effekter på konjunkturen. Då minskar skatteintäkterna och statskuldsproblemen förvärras och så vidare.

⁹ Analysen har fått sin benämning från Margaret Thatchers ekonomisk-politiska rådgivare Alan Walters som var den förste att diskutera fenomenet. Se till exempel Wyplosz (2016).

¹⁰ Se Baldwin och Giavazzi (2015) samt Gros (2016).

Djävulsspiralen förvärras av att banker traditionellt har stora innehav av nationella statspapper. Denna *home bias* har delvis historiska orsaker men beror också på att statspapper getts riskvikten noll vid beräkningar av om uppställda kapitaltäckningskrav är uppfyllda. Påtryckningar från de egna regeringarna om att bankerna ska hjälpa till att finansiera nationella budgetunderskott är sannolikt en annan viktig förklaring.

Förändringarna i euroområdets ekonomisk-politiska regelsystem

EUs ekonomisk-politiska regler före eurokrisen avsåg främst finanspolitiken. De var uppenbarligen inte tillräckliga för att undvika krisen. Det fanns inte heller några bestämmelser för hur en akut kris skulle hanteras. Under de senaste åren har därför ett helt nytt regelsystem beslutats. Detta innefattar regler både för att förebygga kriser och för hur sådana ska hanteras om de ändå uppstår. Regelsystemet som vuxit fram omfattar förutom det ursprungliga finanspolitiska området också en bredare makroekonomisk övervakning samt finansiell tillsyn och krishantering.

De finanspolitiska reglerna

Valutaunionens finanspolitiska ramverk har sedan starten innehållit tre huvudregler:

1. *Underskottstak*. Enligt detta får de offentliga finanserna uppvisa budgetunderskott (finansiella sparandeunderskott) – om inte exceptionella omständigheter råder – på högst tre procent av BNP.
2. *Skuldtak*. Den konsoliderade offentliga sektorns bruttoskuld ska vara högst 60 procent av BNP.¹¹ Men eftersom flera av de ursprungliga euroländerna låg över detta värde när valutaunionen bildades, infördes också en biregel som säger att en högre skuld måste minska ”i tillfredsställande takt”.
3. *Medelfristigt budgetmål* om offentliga finanser ”nära balans eller i överskott”. Målet avser det strukturella budgetsaldot. Det beräknas genom att det faktiska budgetutfallet justeras för både konjunktur- och engångseffekter.

De beskrivna reglerna utgör en blandning av fördragsbestämmelser och stadganden i den så kallade *stabilitetspakten*. Den senare består av en *förebyggande* och en *korrigerande* del. Den

¹¹ Den konsoliderade offentliga sektorns bruttoskuld utgörs av sektorns samlade skulder sedan interna fordringar och skulder avräknats mot varandra.

förebyggande delen innefattar stadgandena om det medelfristiga budgetmålet. Den korrigerande delen innehåller bestämmelser om ett *förfarande vid alltför stora underskott* (*Excessive Deficit Procedure, EDP*) som ska öppnas mot länder som bryter mot reglerna om underskotts- eller skuldtak. Medlemsstater som är föremål för detta förfarande och inte bedöms vidta tillräckliga korrigerande åtgärder kan utsättas för finansiella sanktioner innefattande både räntelösa depositioner och böter på upp till 0,5 procent av BNP.

Betoningen på stabilitetspaktens förebyggande del har ökat över tiden. Det speglar en ökad medvetenhet om att det inte räcker att hålla sig under underskottsgränsen på tre procent av BNP i normala tider om man ska ha tillräckliga buffertar i kriser.

En rad nya finanspolitiska bestämmelser har införts under de senaste åren:

- Regler för hur fort avvikelser från det medelfristiga budgetmålet ska korrigeras.
- Ett *utgiftskriterium* enligt vilket de offentliga nettoutgifterna (offentliga utgifter minus skatter) normalt inte får öka snabbare än potentiell BNP.
- Möjligheter till finansiella sanktioner också om en stat bryter mot reglerna om det medelfristiga budgetmålet eller utgiftskriteriet.
- Tidigare och mer gradvisa sanktioner vid överträdelser av underskottstaket.
- Ändrade beslutsregler i Ekofinrådet (EUs ekonomi- eller finansministrar) så att det är lättare för Kommissionen att få igenom sina förslag om åtgärder mot stater som begår regelbrott.
- Skärpta krav på staternas officiella statistik.
- Bättre samspel mellan europeisk och nationell beslutsnivå genom den *uropeiska planeringsterminen*.
- Krav på de nationella finanspolitiska ramverken med bland annat regler om nationella budgetmål och oberoende nationella finanspolitiska granskningsinstitutioner (av liknande slag som Finanspolitiska rådet i Sverige).

De skärpta finanspolitiska reglerna kan ses som ett sätt att försöka motverka de *moral-hazard*-problem (det vill säga att långgivare till staterna i euroområdet inte behöver vara så försiktiga) som uppkommit till följd av de finansiella stöden till krisländerna och inrättandet av räddningsfonder för att även i framtiden kunna ge sådant bistånd.

Ett grundläggande problem är emellertid *mängden* finanspolitiska regler som skapat ett mycket komplext system.¹² Som framgått ovan finns det mål för högsta tillåtna budgetunderskott, högsta tillåtna statsskuldkvot, hur fort avvikelser från högsta tillåtna statsskuldkvot ska korrigeras, hur de offentliga nettoutgifterna ska utvecklas i förhållande till potentiell BNP, det strukturella (medelfristiga) budgetsaldot och hur fort avvikelser från det medelfristiga budgetmålet ska korrigeras. För ett euroland i förfarandet vid alltför stora underskott eller i ett stödprogram bestäms dessutom specifika mål inom ramen för dessa processer. Vidare har en del länder nationella budgetmål som kan avvika från dem på EU-nivå.

Förutom att mängden regler gör regelsystemet komplext är också enskilda regler komplicerade. Det gäller särskilt reglerna om anpassningsbanan till det medelfristiga budgetmålet vid avvikelser från det. Anpassningshastigheten ska bero på BNP-gapet, statsskuldkvoten, en bedömning av finanspolitikens långsiktiga hållbarhet, den faktiska tillväxten i förhållande till den potentiella, om strukturreformer genomförs och vilka offentliga investeringar som görs. Dessutom finns undantag för exceptionella situationer.

Den beskrivna komplexiteten gör det svårt för den allmänna opinionen att förstå reglerna. Det innebär att brott mot dem sannolikt uppfattas som mindre allvarliga. Därmed blir regeringarnas incitament att följa reglerna svagare. De komplicerade reglerna kan dessutom ha den *allmänpolitiska* konsekvensen att undergräva respekten för EU om reglerna bara kan förstås av experter. Slutligen gör komplexiteten det svårare att kommunicera reglerna. Det kan göra Kommissionen och Ekofinrådet mindre benägna att tillämpa dem.

Den makroekonomiska övervakningen

Erfarenheterna från Irland och Spanien visar att statsskuldproblem kan uppkomma mycket snabbt även i stater som respekterar de finanspolitiska reglerna. Det kan ske om ekonomierna kännetecknas av grundläggande makroekonomiska obalanser i form av överdriven privat skuldsättning, fastighetsprisbubblor och allmän överhettning. En situation med stora positiva BNP-gap (högre faktisk än potentiell BNP), och följaktligen höga skatteintäkter, bidrar rentav till stora budgetöverskott. Dessa kan lätt misstolkas som strukturella, och inte bara cykliska, om potentiell BNP överskattas och det positiva BNP-gapet följaktligen underskattas.¹³ Men

¹² Se till exempel Andrieu med flera (2015), Pisani-Ferry (2016) och Calmfors (2017).

¹³ Se till exempel Reiss (2013).

när överhettningen tar slut och skatteintäkterna faller kraftigt, försämras budgetutfallet snabbt.

För att förebygga makroekonomiska obalanser i enskilda medlemsstater som kan leda till senare kriser har en bredare makroekonomisk övervakning införts: *förfarandet vid makroekonomiska obalanser (Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP)*. Den årliga övervakningscykeln inom detta förfarande börjar med att Kommissionen utarbetar en *rapport om förvarningsmekanismen (Alert Mechanism Report)*. Denna grundas på en *resultattavla* över olika indikatorer för vilka kritiska värden har angetts. Indikatorerna utgörs av både stockar (för att fånga den ackumulerade utvecklingen över längre perioder) och flöden (för att fånga snabba förändringar). Indikatorerna omfattar till exempel bytesbalanssaldo, finansiell nettoposition i förhållande till omvärlden, förändringar i enhetsarbetskostnad (kostnaden per producerad enhet) och real växelkurs, privat sektors skuldsättning, kreditflöde till privat sektor och bostadsprisutveckling.

På grundval av rapporten om förvarningsmekanismen identifiera Kommissionen medlemsstater som ska bli föremål för fördjupade analyser. Slutsatserna från dessa inkluderas i Kommissionens och Ekofinrådets landspecifika rekommendationer inom ramen för den europeiska planeringsterminen. Obalanser kan leda till att ett *förfarande vid alltför stora obalanser (Excessive Imbalance Procedure)* inleds mot en medlemsstat. Detta förfarande utgör en parallell till förfarandet vid alltför stora underskott. Liksom i detta förfarande kan finansiella sanktioner utdömas.

Den makroekonomiska övervakningen utgör ett steg mot att i tid identifiera och korrigera obalanser. Det är emellertid svårt att tro att finansiella sanktioner kommer att tillämpas i förfarandet vid alltför stora obalanser, eftersom bedömningen här med nödvändighet måste bli ganska godtycklig.

Finansiell tillsyn och krishantering

De mest radikala reformerna av euroområdet regelsystem gäller *den finansiella tillsynen och krishanteringen* inom ramen för den så kallade *bankunionen*. En första del utgörs av den *gemensamma tillsynsmekanism (Single Supervisory Mechanism, SSM)* som är i drift sedan 2014. Enligt denna har tillsynsansvaret för de viktigaste bankerna i euroområdet flyttats till ECB och särskild *tillsynsnämnd (Supervisory Board)* där. Tillsynsbesluten kan avse

kapitaltäckningskrav, beviljande och återtagande av banktillstånd samt sanktioner mot felande banker.

En andra del av bankunionen är *den gemensamma resolutionsmekanismen (Single Resolution Mechanism, SRM)* som utgör ett regelsystem för hantering av banker i kris (bankresolution). Bestämmelserna syftar till att rekonstruera eller avveckla banker på obestånd med så små skadeverkningar på samhällsekonomin som möjligt.

Nya regler om skuldnedskrivning (*bail-in*) har också införts. Dessa innebär att man i första hand ska skriva ner en krisande banks skulder för att täcka förluster som inte täcks av bankens eget kapital. Avsikten är att hålla nere skattebetalarnas kostnader vid bankfallissemang.

En banks eget kapital och skuldnedskrivningar kan vara otillräckliga för att finansiera en bankresolution. I så fall kan medel tillskjutas från *den gemensamma resolutionsfond (Single Resolution Fund, SRF)* som är under uppbyggnad. Kommissionen kan ge tillstånd till det om minst åtta procent av bankens skulder har skrivits ner eller omvandlats till eget kapital. Fonden byggs upp genom riskbaserade avgifter på bankerna. Den ska nå sin fulla storlek 2023 och då uppgå till runt 55 miljarder euro (runt 1 procent av bankernas skulder).

Gemensam tillsyn kan antas minska riskerna för finansiella kriser. Eftersom kostnaderna för sådana systemkriser i slutändan kan komma att bäras av de europeiska räddningsfonderna, är det motiverat att även den finansiella tillsynen sker på europeisk nivå. Det ger starkare incitament för en strikt tillsyn än om tillsynen är nationell. Ett annat argument för att tillsynen blir striktare om den utövas av ECB än av nationella tillsynsorgan är att de senare kan frestas att gynna det egna landets banksystem i konkurrensen med andra länders genom en mer förlåtande övervakning. Tillsyn på den europeiska nivån är också en fördel när bankers gränsöverskridande verksamheter ska hanteras.

Reglerna om skuldnedskrivning är omdiskuterade. Trovärdiga sådana regler minskar riskerna för finansiella kriser eftersom långivare får starkare incitament att granska de banker som de lånar ut till. Men samtidigt kan reglerna förvärra en kris som redan uppstått. En skuldnedskrivning i en bank leder till förluster för andra finansiella institutioner som har fordringar på den. Därmed kan en systemkris triggas och marknaden för bankfinansiering frysa ungefär på det sätt som skedde 2007/2008. Mycket talar därför för att skuldnedskrivning är

ett lämpligt verktyg i lägen med enstaka bankfallissemang men inte i situationer när många banker har problem samtidigt.

Valutaunionen i framtiden

Det är en pågående diskussion hur valutaunionen ska vidareutvecklas, där inte minst EU-kommissionen spelar en pådrivande roll. De två frågor som står i centrum gäller fullbordandet av både en finansiell och en finanspolitisk union. Grundläggande tankar om det utvecklades i den så kallade *fem ordförandenas rapport*.¹⁴

Finansiell union

En vanlig kritik mot bankunionen är att den är ofullständig. Den gemensamma resolutionsfonden kan ha för små resurser. Därför har Kommissionen (2017a) föreslagit att euroområdet räddningsfond ESM (och en föreslagen efterföljare, *Europeiska valutafonden*) ska tillhandahålla en finansiell säkerhetsmekanism (*backstop*) för den händelse resolutionsfondens resurser blir uttömda. Enligt förslaget ska det inrättas en kreditlina på 60 miljarder euro till resolutionsfonden.

Enligt gemensamma EU-regler skyddas idag bankinlåning upp till 100 000 euro av nationella insättningsgarantier. Men dessa har sannolikt inte tillräckliga medel i en svår finanskris. Enskilda stater som samtidigt befinner sig i statskuldkris skulle antagligen inte heller ha tillräckliga resurser för att stötta de nationella garantierna. Det är ett argument för ett europeiskt insättningsgarantisystem.¹⁵

Ett annat problem är de stora innehaven av statsobligationer från det egna landet i euroområdets banker. Det innebär fortsatta risker för att bank- och statskuldkriser ska förstärka varandra. Flera förslag att hantera problemet har framförts.¹⁶ En möjlighet är direkta begränsningar av en banks exponering mot det egna landets statskuld. Ett alternativ är att åsätta också statspapper riskvikter vid beräkningen av bankers kapitaltäckning.¹⁷

¹⁴ Juncker (2015). Formell avsändare av rapporten var Kommissionens ordförande Jean-Claude Juncker, men den utarbetades i samarbete med ordförandena i Europeiska rådet, eurogruppen, ECB och Europaparlamentet. Se också Kommissionen (2017a) och Regeringskansliet (2018).

¹⁵ Se Juncker (2015), Kommissionen (2017a) och Regeringskansliet (2018).

¹⁶ Se till exempel Beck (2016), Corsetti med flera (2016) och Pisani-Ferry (2016).

¹⁷ Kapitaltäckningskravet reglerar hur stor kapitalbas (i huvudsak eget kapital) en bank ska ha i förhållande till den riskvägda summan av tillgångar, där olika tillgångar åsätts olika vikter beroende på vilka risker de anses vara förenade med.

Finanspolitisk union

DE fem ordförandenas rapport ställer upp en *finanspolitisk union* som ett långsiktigt mål. Denna skulle innebära gemensamma beslut om finanspolitiken. Enligt rapporten skulle dessa centraliserade beslut kunna tas i ett framtida finansdepartement för hela euroområdet. Liknande förslag har tidigare framförts av olika debattörer som har argumenterat för att ett europeiskt finansdepartement ska kunna lägga in veto mot budgetar beslutade av nationella parlament och ålägga enskilda medlemsstater specifika budgetmål.¹⁸

Kommissionen (2017a,b) har föreslagit att det ska inrättas en europeisk ekonomi- och finansminister. I dennes uppgifter ska ingå att stärka samordningen av den ekonomiska politiken och att verka för en lämplig finanspolitik för euroområdet som helhet.

Redan i samband med Maastrichtfördraget 1991 diskuterades behovet av ett *finanspolitiskt transfereringssystem* i valutaunionen. Systemet skulle innebära budgetöverföringar mellan länderna vid asymmetriska makroekonomiska störningar, det vill säga vid skillnader i konjunkturutvecklingen. Diskussionen utgick från observationen att regionspecifika störningar inom nationalstater motverkas av automatiska transfereringar mellan regioner; en nedgång i en enskild region leder till minskade skattebetalningar därifrån till den nationella budgeten och från denna betalas det ut mer i till exempel arbetslöshetsersättningar till regionen i fråga.

Kommissionen (2017a) argumenterar explicit för en europeisk stabiliseringsfunktion. Tanken är att via EU-budgeten kanalisera medel till medlemsstater som drabbas av negativa asymmetriska störningar så att de kan hålla uppe investeringsnivån.

De politiska förutsättningarna

Det finns en *ekonomisk* logik bakom tankarna om ett fördjupat eurosamarbete. Förslagen om en vidareutvecklad bankunion baseras på insikten att en enskild medlemsstat kan överväldigas av en bankkras och att den kan få spridningseffekter som hotar stabiliteten i hela euroområdet. Centraliserad kontroll över enskilda euroländers budgetbeslut är ett sätt att hantera de risker för oansvarig finanspolitik som förstärkts av åsidosättandet av icke-undsättningsklausulen.

¹⁸ Se till exempel Benassy-Quéré och Vallee (2014) samt Tabellini (2016).

Problemet med fördjupningsplanerna är den *politiska genomförbarheten*. Planerna går på tvärs mot de starka EU-skeptiska stämningarna i många EU-länder. Det politiska opinionsläget innebär förmodligen att planerna på centraliserade finanspolitiska beslut är orealistiska.

Frågan är om ens dagens finanspolitiska regler kan fungera. Det finns grundläggande *tidsinkonsistensproblem*: det är lätt att i förväg vara överens om reglerna men svårt att i ett skarpt läge verkligen använda dem. Besluten i Ekofinrådet kan ses som ett upprepat spel mellan medlemsstaternas finansministrar: incitamenten att vara förlåtande mot en kollega med budgetproblem är starka, eftersom varje finansminister vet att hen i framtiden kan hamna i samma situation. En annan orsak till att man aldrig tillämpat de finansiella sanktionerna kan vara att det i lägen med stora budgetunderskott är svårt att förklara varför dessa ska göras ännu större genom böter. Det finns också en rädsla för att sanktioner ska förstärka EU-fientliga opinioner.

Sådana resonemang har lett till förslag om att systemet med finansiella sanktioner ska överges och att man i stället bör förlita sig mer på de *nationella* budgetpolitiska ramverken.¹⁹ Man har pekat på den förstärkning av de nationella ramverken som skett under de senaste åren delvis som en följd av initiativ på EU-nivå. Fördelen med att i högre grad luta sig mot nationella ramverk är att de förmodligen har större legitimitet och verkar i de nationella sammanhang i vilka det mesta av den ekonomisk-politiska diskussionen förs.

En förutsättning för att en åternationalisering av finanspolitiken ska vara förenlig med tillräckligt starka incitament för en ansvarsfull finanspolitik är antagligen att en trovärdig icke-undsättningsklausul återupprättas. Det innebär att den enskilda medlemsstaten själv och dess långgivare får ta konsekvenserna i en statsskuldskris. Då kan en rimlig marknadsprissättning av riskerna med utlåning till den offentliga sektorn i olika länder komma till stånd och disciplinera finanspolitiken. Trovärdighet för icke-undsättningsklausulen kan kräva att det tillskapas en procedur för hur en nedskrivning av ett lands statsskuld ska hanteras.²⁰ I förväg formulerade principer för detta gör det mer troligt att långgivare inte i en statsskuldskris återigen kommer att hållas skadelösa genom stödinsatser från övriga euroländer.

¹⁹ Eichengreen och Wyplosz (2016), Pisani-Ferry (2016) och Wyplosz (2016) har argumenterat för detta. Se också Calmfors (2005).

²⁰ Se till exempel Mody (2013) och Pisani-Ferry (2016).

En annan förutsättning för att icke-undsättningsklausulen ska bli trovärdig är att återverkningarna på det finansiella systemet av en statsskuldskris kan hanteras. Det innebär att en väl fungerande bankunion kan vara nödvändig om en åternationalisering av finanspolitiken ska fungera.

Det är en öppen fråga om planerna på en fördjupad bankunion går att genomföra. Det har funnits ett starkt motstånd i särskilt Tyskland mot ett gemensamt system för insättningsgarantier, eftersom man är rädd för att behöva bidra till kostnader för bankfallissemang i andra länder.²¹ Samtidigt har finansiella tillsyns-, reglerings- och resolutionsbeslut kunnat centraliseras på ett sätt som inte varit möjligt för finanspolitiken. Det politiska motståndet har varit mycket mindre, kanske därför att sådana beslut uppfattas som mer tekniska och mindre politiska än beslut om skatter och offentliga utgifter.

Hur eurosamarbetet kommer att utvecklas beror på de politiska förutsättningarna. Det är svårt att tro att det går att få politisk acceptans för en långtgående centralisering av finanspolitiken. Troligen är redan det existerande finanspolitiska regelsystemet i euroområdet politiskt ohållbart om det verkligen skulle tillämpas. Det är därför mycket möjligt att det de facto sker en åternationalisering av finanspolitiken. Men inget talar idag för att icke-undsättningsklausulen kommer att återupprättas. En åternationaliserad finanspolitik innebär i så fall stora risker, särskilt om bankunionen inte skulle fördjupas. Faran inför framtiden är att de kvarstående problemen med höga statsskuldkvoter och dåliga lån i bankerna återigen kan accentueras i nästa ekonomiska nedgång och att den reformerade infrastruktur som euroområdet byggt upp under de senaste åren då inte kommer att visa sig funktionsduglig.

Referenser

Andrle, M., Bluedorn, J., Eyraud, L., Kinda, T., Koeva Brooks, P., Schwartz, G. och A. Weber (2015), Reforming Fiscal Governance in the European Union, IMF Staff Discussion Note, maj.

Baldwin, R., Beck, T., Bénassy-Quéré, A., Blanchard, O., Corsetti, G., de Grauwe, P., den Haan, W., Giavazzi, G., Gros, D., Kalemli-Ozcan, S., Micossi, S., Papaioannou, E., Pesenti, P., Pissarides, C., Tabellini, G. och B. Weder di Mauro (2016), Rebooting the Eurozone: Step 1 – Agreeing a Crisis Narrative, voxeu.org, 20 november.

Baldwin, R. och F. Giavazzi (2015), The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions, voxeu.org, 7 september.

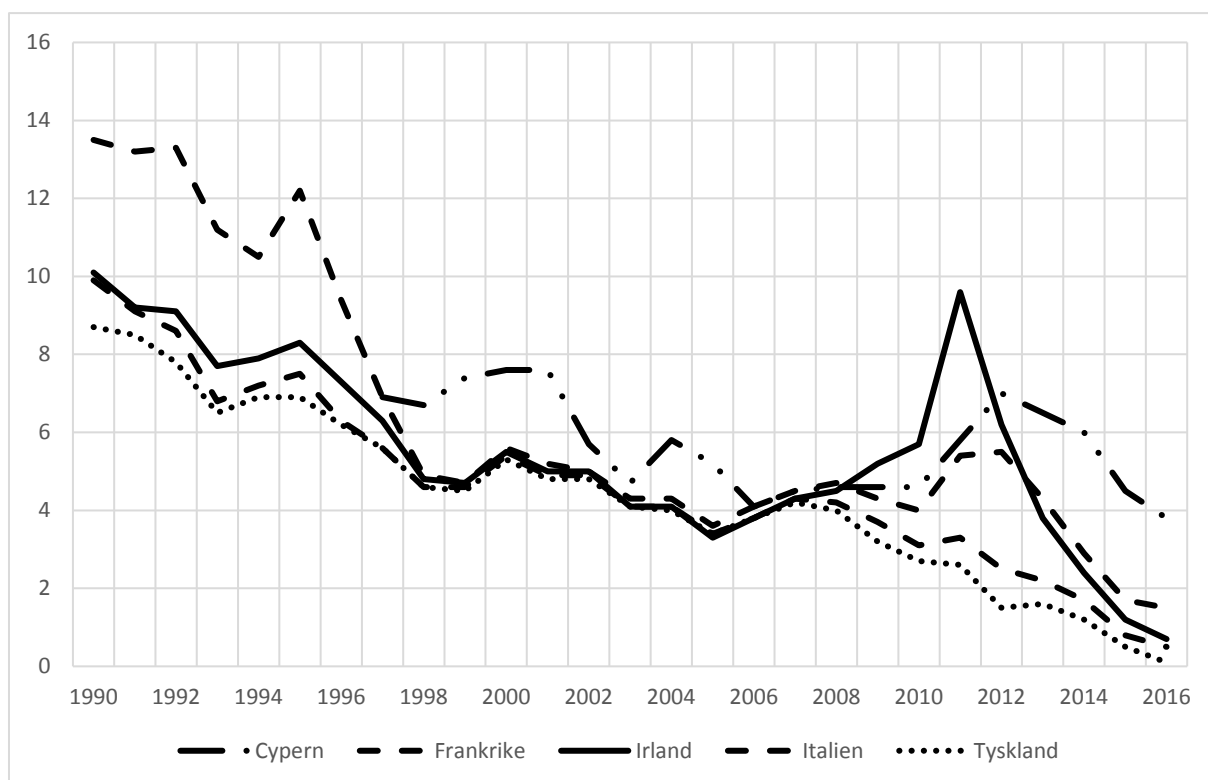
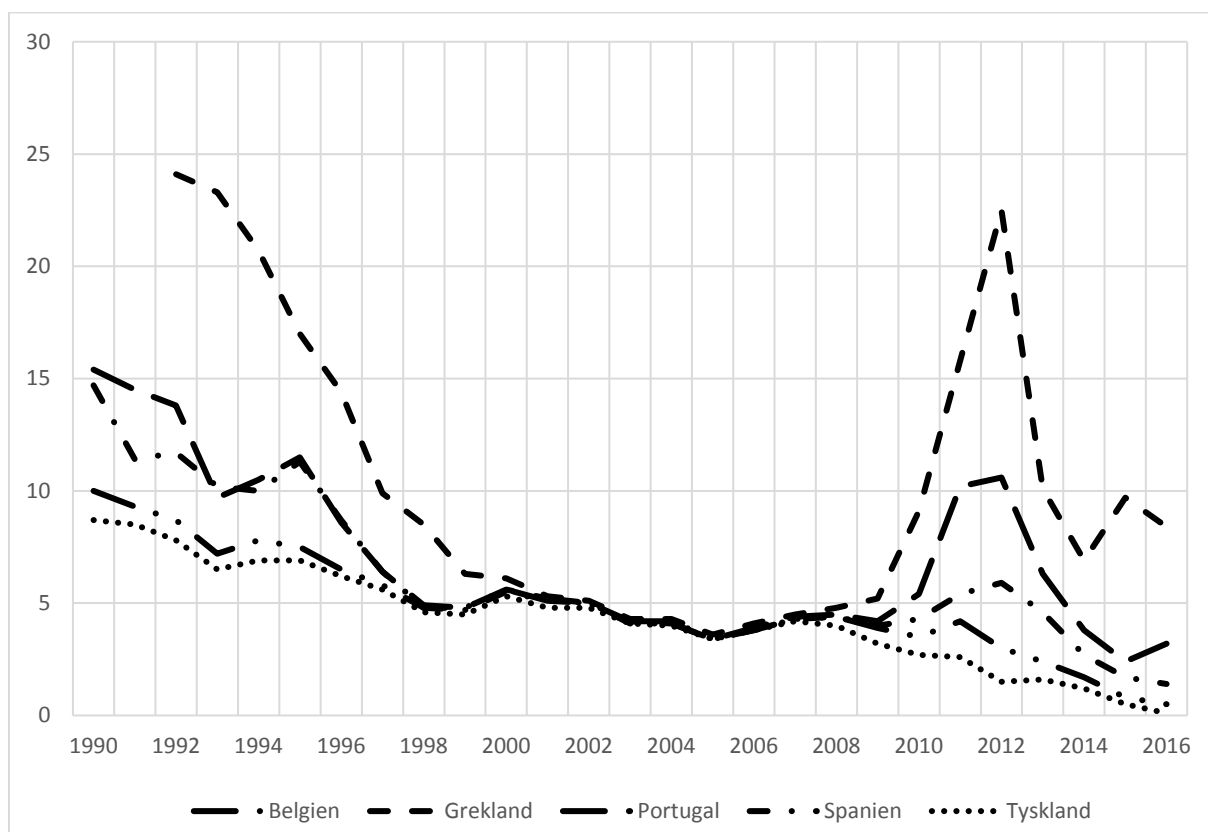
²¹ Se till exempel Feld med flera (2016).

- Beck, T. (2016), Safeguarding the Euro – Balancing Market Discipline with Certainty, *voxeu.org*, 12 februari.
- Bénassy-Quéré A. och S. Vallee (2014), The Eiffel Group: A Political Community to Rebuild the Architecture of the Euro, *voxeu.org*, 27 mars.
- Calmfors, L. (2005), What Remains of the Stability Pact and What Next?, Rapport nr 8, Sieps.
- Calmfors, L. (2013), “Överlever euron?”, i Söderström, H. T. (red.), *Överlever euron? Sex ekonomer om eurokrisen*, Fores.
- Calmfors, L. (2017), Eurokrisen, eurosamarbetets regelsystem och den framtida integrationen, Rapport nr 1, Sieps.
- Calvo, G. (1988), “Servicing the Public Debt: The Role of Expectations”, *American Economic Review* 78.
- Corsetti, G., Feld, L. P., Koijen, R. S. J., Reichlin, L., Reis, R., Rey, H. och B. Weder di Mauro (2016), Reinforcing the Eurozone and Protecting An Open Society, *Monitoring the Eurozone 2*, CEPR press.
- EEAG (2012), *Report on the European Economy*, European Economic Advisory Group, CESifo, München.
- Eichengreen, B. och C. Wyplosz (2016), Minimal Conditions for the Survival of the Euro, *voxeu.org*, 14 mars.
- Feld, L. P., Schmidt, C. M., Schnabel, I. och V. Wieland (2016), Completing Maastricht 2,0 To Safeguard the Future of the Eurozone, *voxeu.org*, 23 mars.
- Gros, D. (2016), Coompleting the Banking Union, *voxeu.org*, 12 februari.
- Juncker, J. C., (2015), *Completing Europe’s Economic and Monetary Union*, European Commission.
- Kommissionen (2017a), Meddelande från kommissionen till Europaparlamentet, Europeiska rådet, rådet och Europeiska centralbanken – Ytterligare steg mot fullbordandet av Ekonomiska och monetära unionen: en färdplan, COM (2017) 821.
- Kommissionen (2017b), Meddelande från kommissionen till Europaparlamentet, Europeiska rådet, rådet och Europeiska centralbanken – Nya budgetinstrument för ett stabilt euroområde inom unionens ram, COM (2017) 822.
- Mody, A. (2013), *A Schuman Compact for the Euro Area*, Bruegel Essay, november.
- Persson, M. (2012), *Den europeiska skuldskrisen*, SNS Förlag.
- Pisani-Ferry, J. (2016), The Eurozone’s Zeno Paradox – and How to Solve It, *voxeu.org*, 12 februari.
- Regeringskansliet (2018), Paket med förslag om fullbordande av EMU, Faktapromemoria 2017/18: FPM38.
- Reiss, L. (2013), “Structural Balances: Calculation, Problems and Benefit”s, *Monetary Policy & the Economy*, Q1/13.

Tabellini, G. (2016), Which Fiscal Union?, voxeu.org, 12 februari.

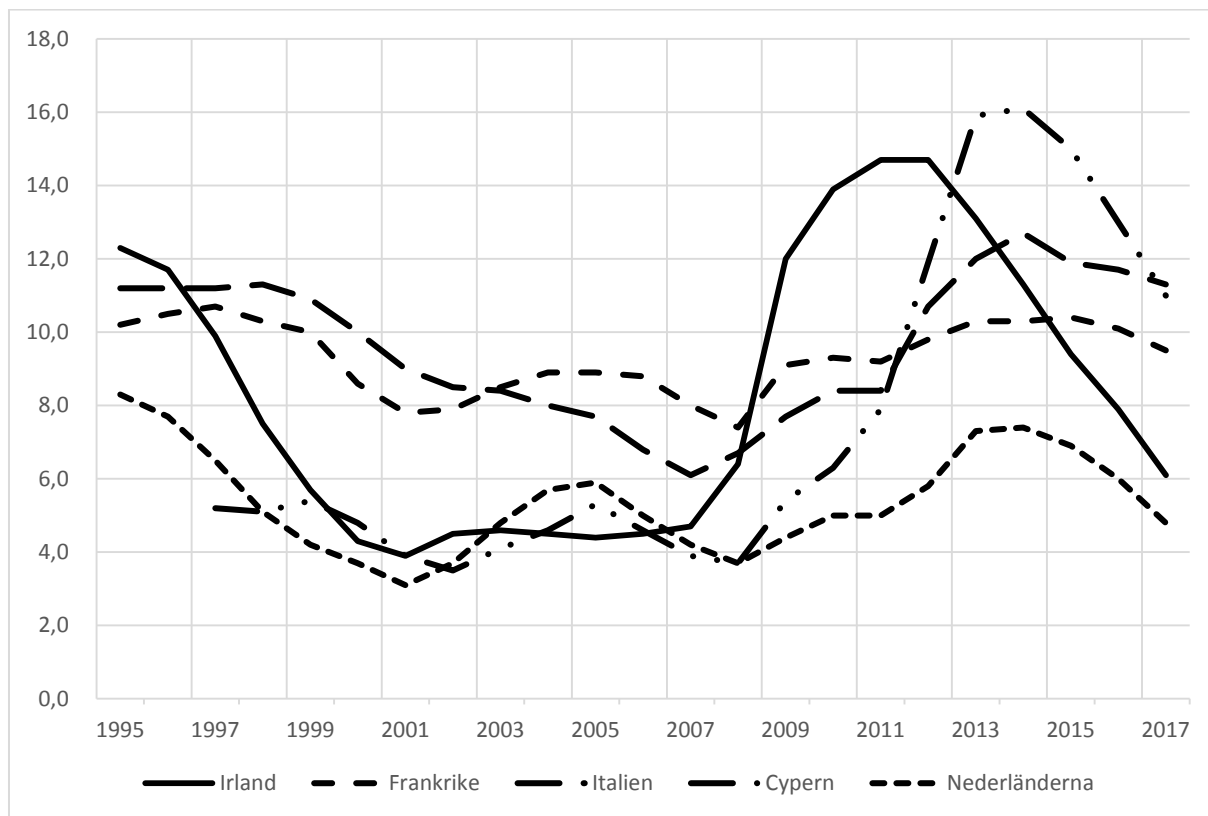
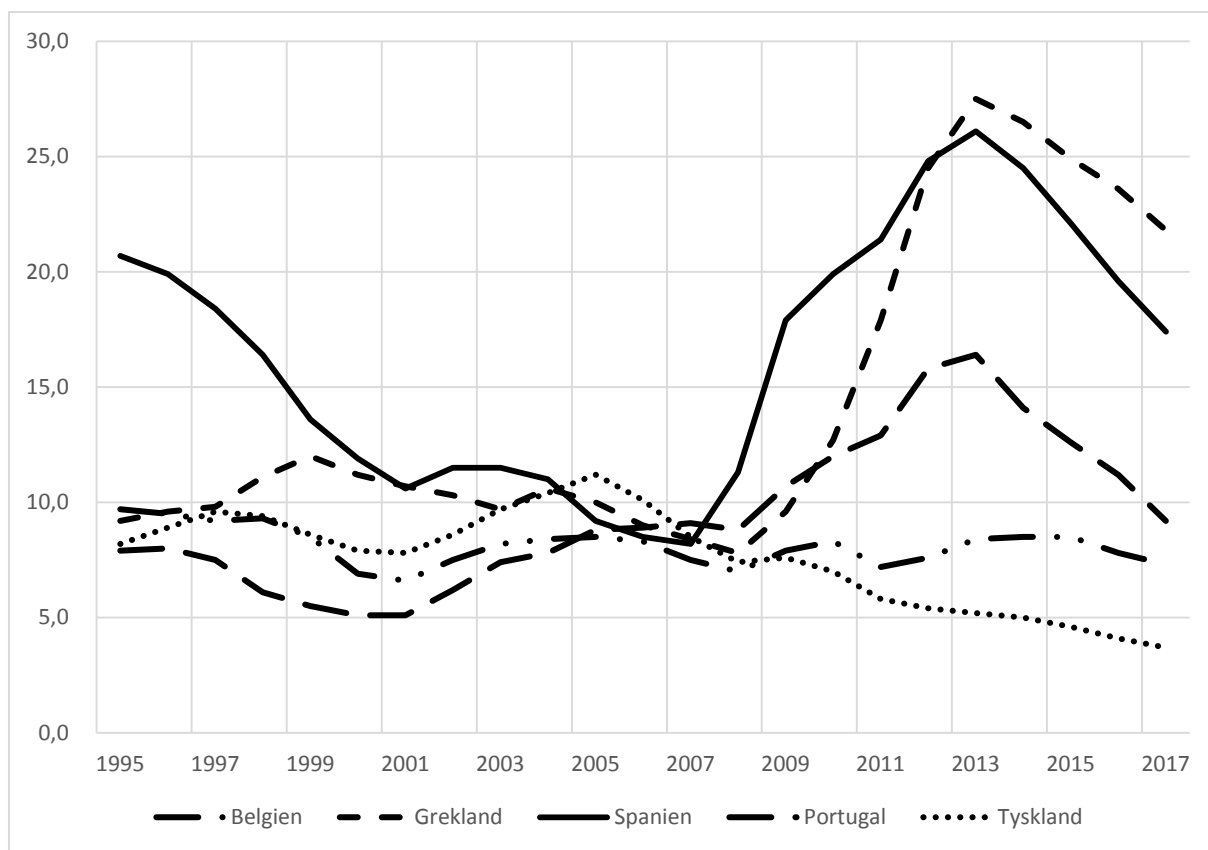
Wyplosz, C. (2016), “The Six Flaws of the Eurozone”, *Economic Policy* 87.

Figur 1 Nominell tioårig statsobligationsränta i vissa euroländer, procent



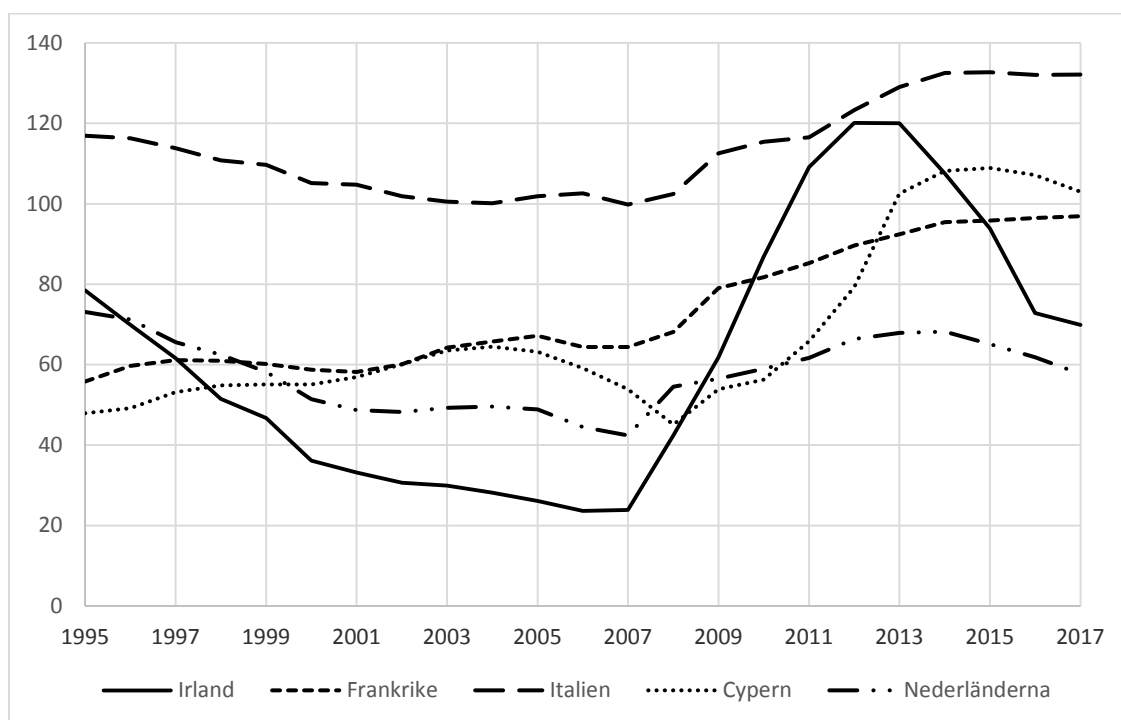
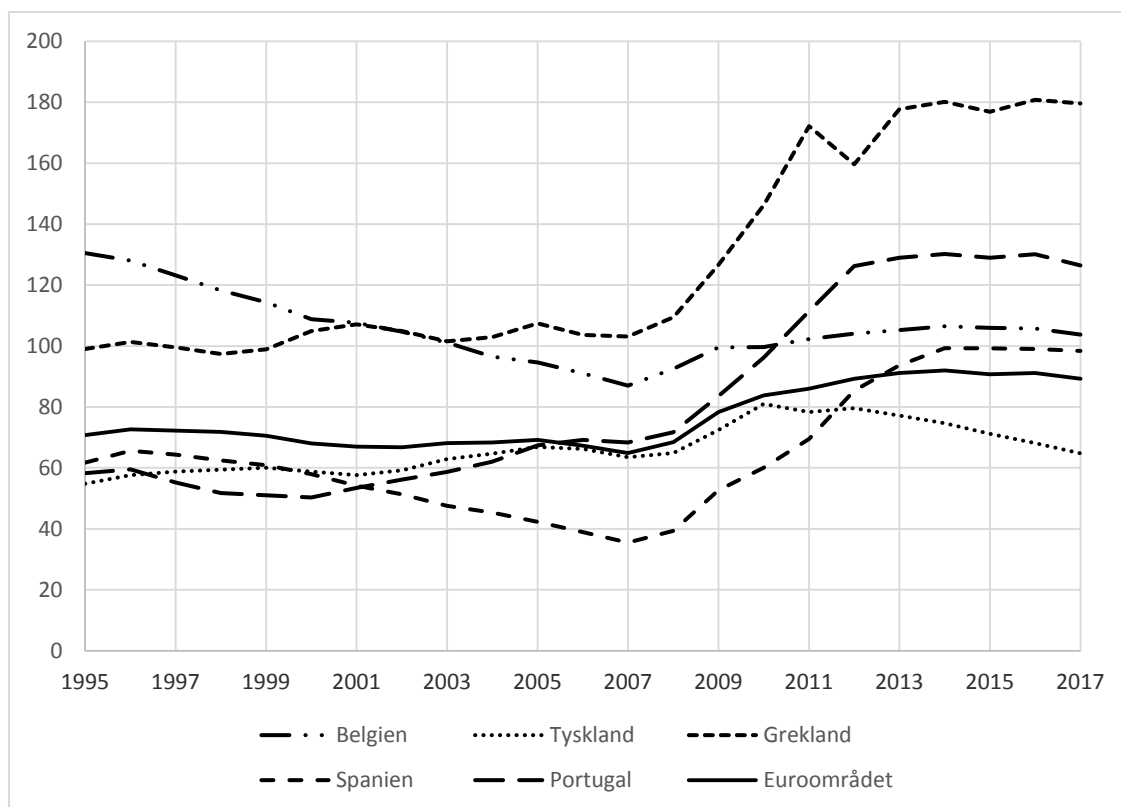
Källa: Ameco.

Figur 2 Arbetslöshet i vissa euroländer, procent av arbetskraften



Källa: Ameco.

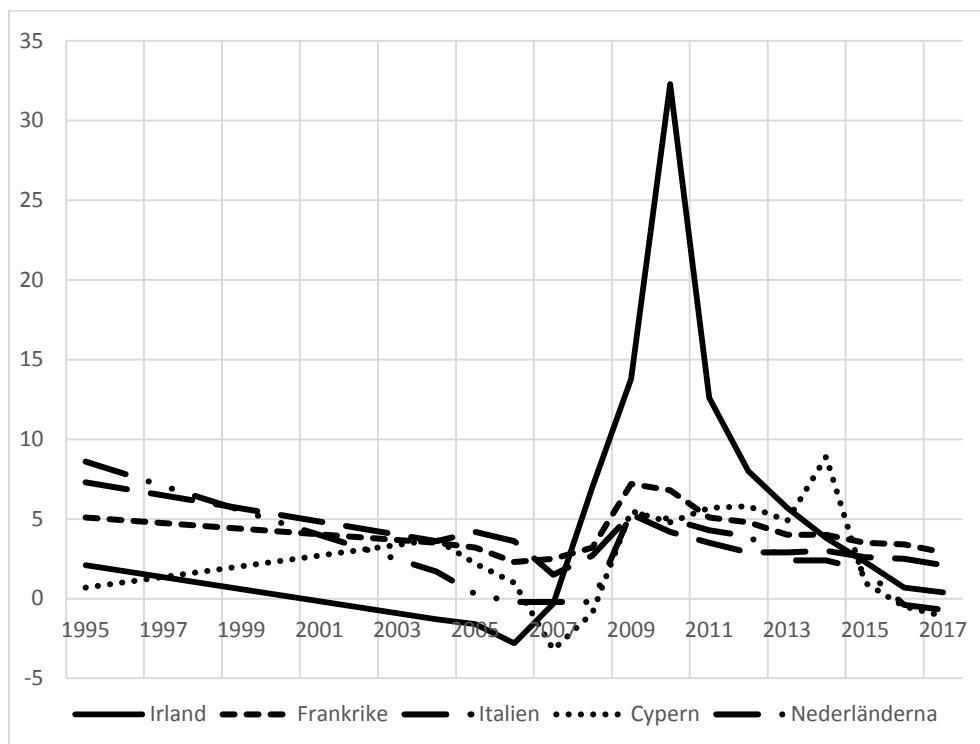
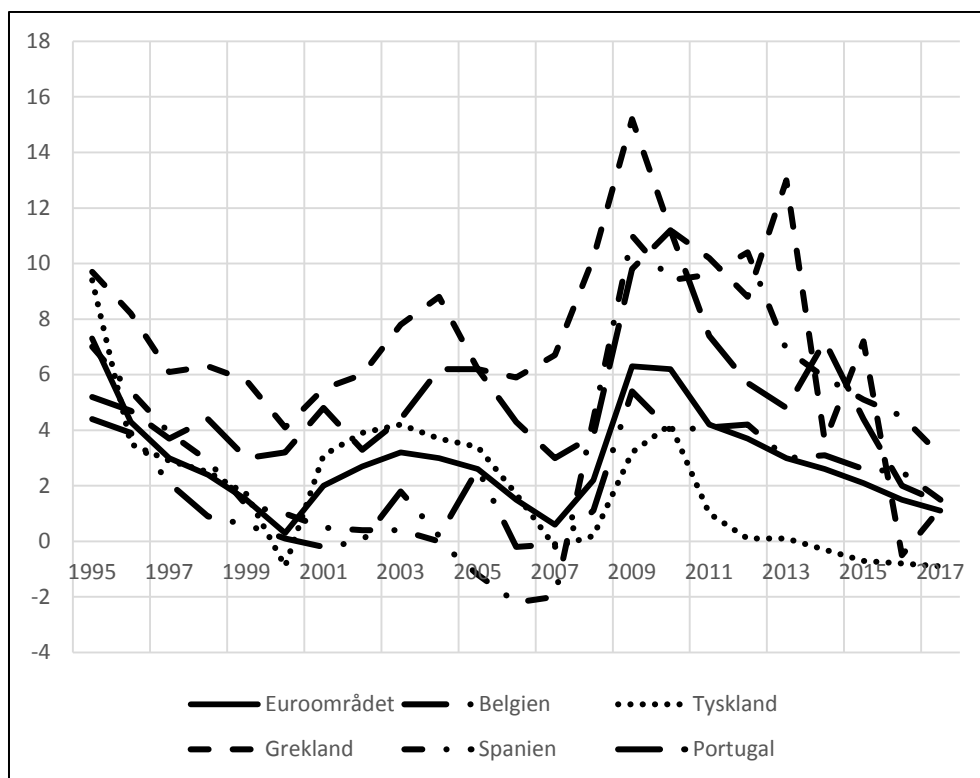
Figur 3 Statsskuld i vissa euroländer, procent av BNP



Anm: Statsskulden i diagrammen avser den konsoliderade offentliga sektorns bruttoskuld. Den utgörs av den offentliga sektorns samtliga skulder sedan interna fordringar och skulder inom sektor avräknats mot varandra.

Källa: Ameco.

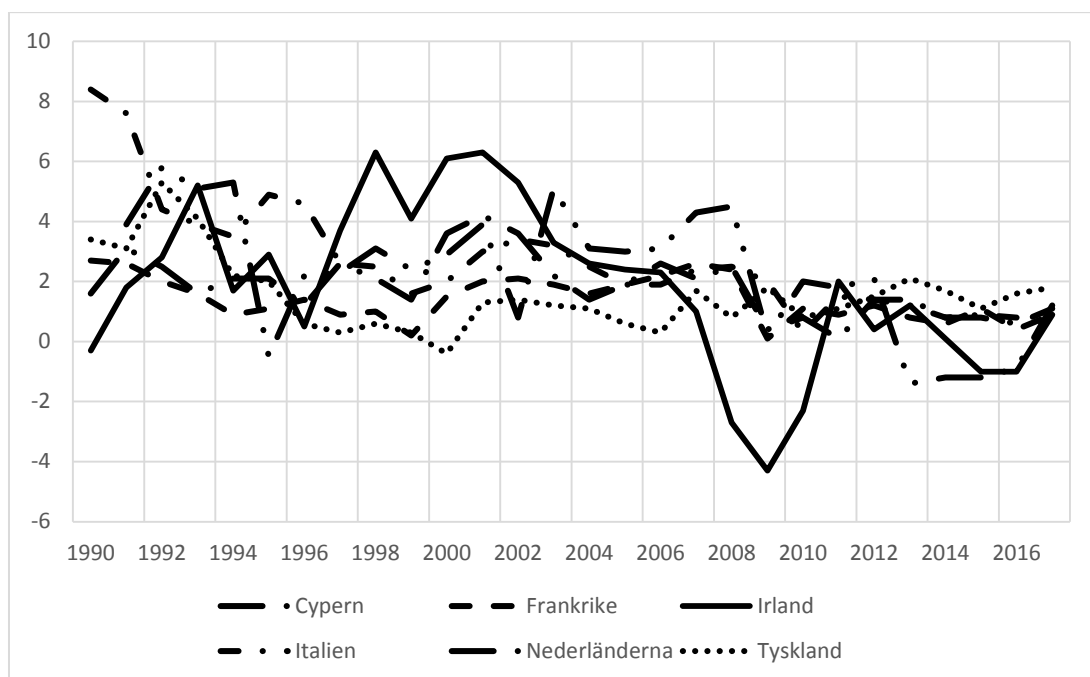
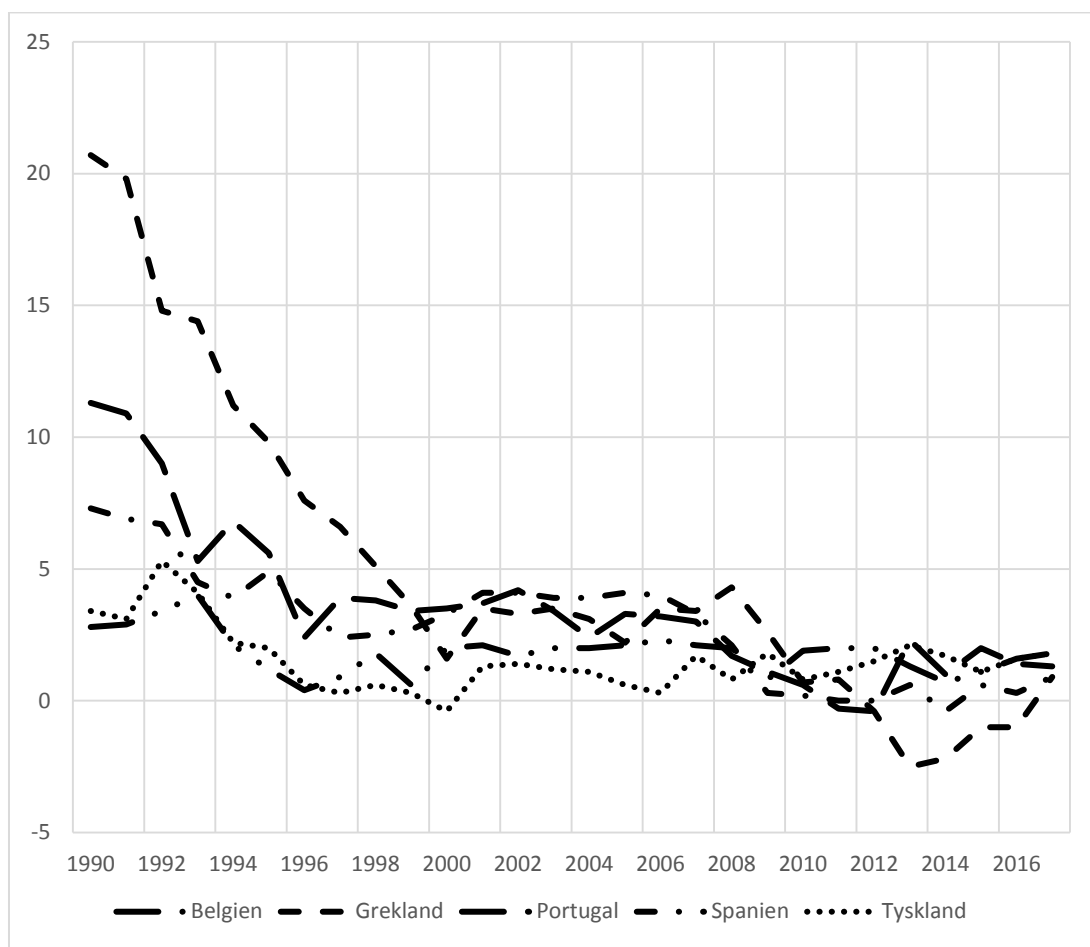
Figur 4 Budgetunderskott i vissa euroländer, procent av BNP



Anm: Budgetunderskottet är den offentliga sektorns finansiella sparandeunderskott, det vill säga skillnaden mellan sektorns utgifter och intäkter. Ett negativt värde innebär budgetöverskott.

Källa: Ameco.

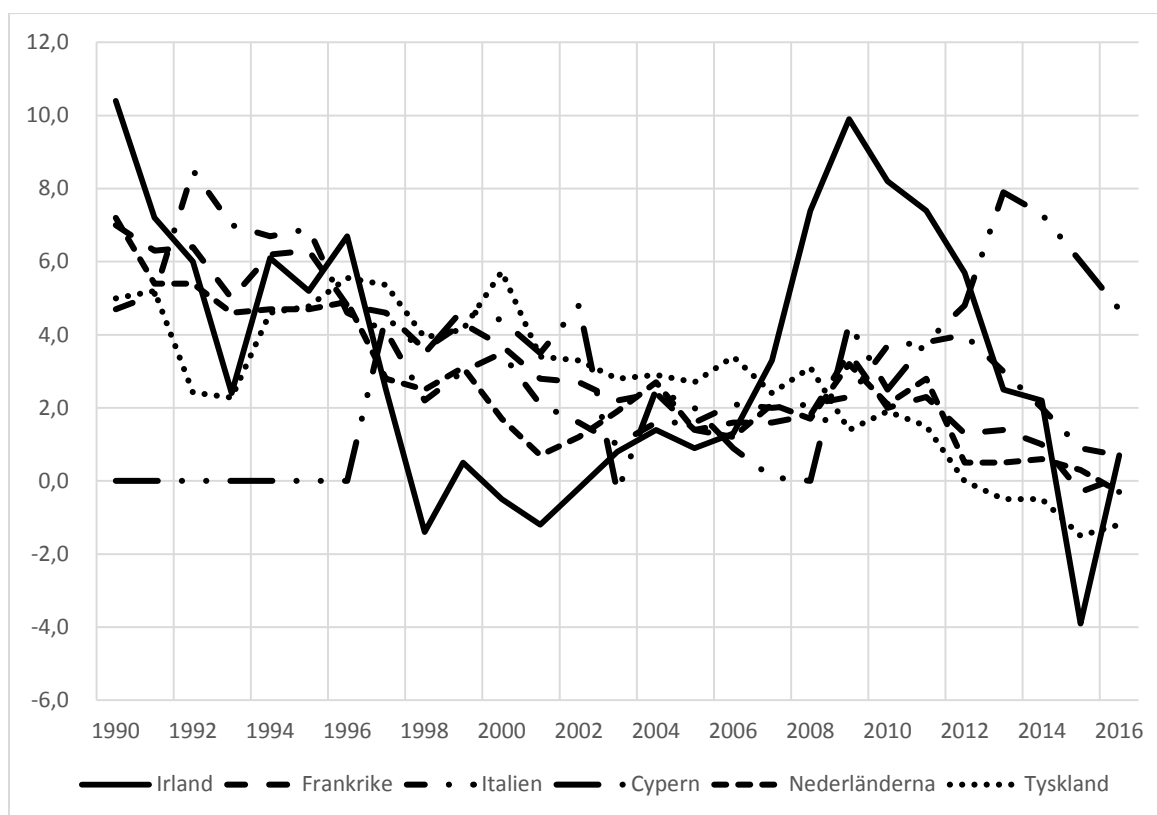
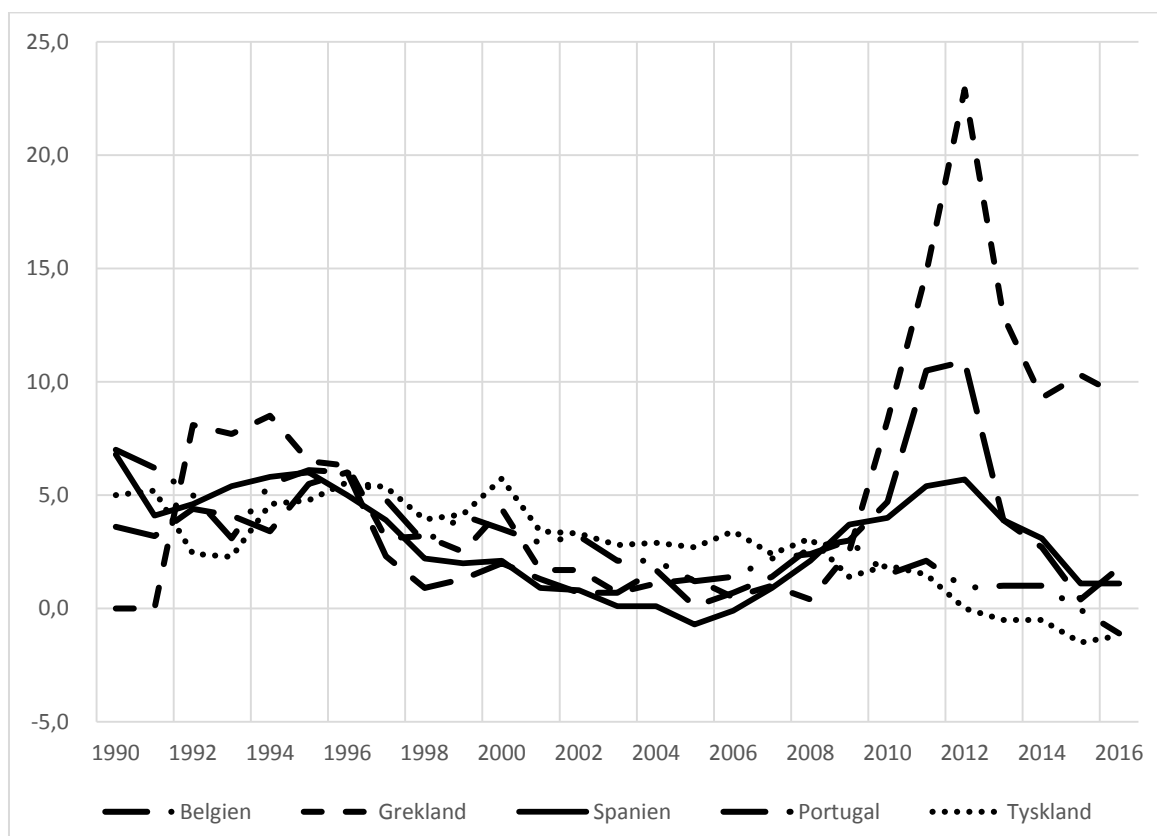
Figur 5 Inflation i vissa euroländer, procent



Anm: Inflationen mäts som förändring av BNP-deflatorn.

Källa: Ameco.

Figur 6 Real tioårig statsobligationsränta i vissa euroländer, procent



Anm: Inflationen mäts som förändring av BNP-deflatorn.

Källa: Ameco och egna beräkningar.

Tabell 1 Ackumulerade bytesbalans- och budgetunderskott i vissa euroländer, 2000-2007, procent av BNP

	Summa bytesbalansunderskott	Summa budgetunderskott	Summa budgetunderskott/Summa bytesbalansunderskott
Belgien	-36,3	4,2	Bytesbalansöverskott
Cypern	90,8	18,0	19,8
Frankrike	-3,3	21,2	Bytesbalansöverskott
Grekland	85,5	51,0	59,6
Irland	12,9	-12,0	Budgetöverskott
Italien	6,0	24,1	401,6
Portugal	99,8	35,4	35,5
Spanien	47,7	-3,1	Budgetöverskott

Anm: Kolumnerna 1 och 2 adderar de årliga bytesbalans- respektive budgetunderskotten i procent av BNP. Kolumn 3 visar de ackumulerade budgetunderskotten som procentuell andel av de ackumulerade bytesbalansunderskotten.

Källa: Ameco.