

## **Överlever euron i längden?**

Lars Calmfors\*

Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet

\* Jag är tacksam för synpunkter från Andreas Bergström, Harald Edquist, Nils Lundgren, Hans Tson Söderström och Stefan de Wylder.

19/9-2013.

Eurokrisen har tidvis varit dramatisk. Stora budgetunderskott har lett till snabbt växande statsskulder i Grekland, Irland, Portugal, Spanien och Cypern (Figur 1). Skuldökningen har varit mindre i Italien, men detta land hade redan tidigare en hög statsskuld. De växande statsskulderna medförde kraftigt höjda statsskuldräntor i krisländerna 2010-2012 (Figur 2), vilka ytterligare förvärrade de statsfinansiella problemen. Rädslan för att statsbankrutter ska leda till en ny akut finanskris har fått motivera stödprogram på EU-nivå via nyskapade räddningsfonder trots att detta står i strid med den icke-undsättningsklausul (*no-bail-out clause*) i EU-fördraget som uttryckligen förbjuder sådana insatser. Ett försvårande inslag i bilden har varit samspelet mellan bank- och statsskuldskriser: statsskuldskriserna har förvärrats av faktiska eller befarade kostnader för bankstöd, samtidigt som bankerna fått svårare att finansiera sig på marknaden när de gjort eller förväntats göra stora förluster på sina statspappersinnehav.

Figur 1

Figur 2

Stödlånen till krisländerna har varit förenade med strikta villkor om finanspolitiska åtstramningar. Dessa har förstärkt konjunkturedgångarna och därmed bidragit till växande arbetslöshet (Figur 3). Samtidigt har marknadsoron dämpats: ECBs utfästelse från hösten 2012 om att vid behov köpa obegränsade volymer av krisländernas statspapper har – trots att några köp ännu inte genomförts – fått dessas statsskuldräntor att falla kraftigt (Figur 2).

Figur 3

Parallellt med den akuta krisbekämpningen har ett stort antal ekonomisk-politiska regelförändringar på EU-nivå genomförts - eller håller på att genomföras - i syfte att förebygga framtida kriser och att kunna hantera sådana om de ändå uppstår. De viktigaste förändringarna gäller de finanspolitiska reglerna, en bredare makroekonomisk övervakning, samspelet mellan den europeiska och den nationella beslutsnivån, de nationella ramverken samt bankunionen.

Ett väl fungerande eurosamarbete i framtiden kräver två saker. För det första måste den pågående krisen hanteras så att europrojektet överlever på kort och medellång sikt. För det andra måste det långsiktiga regelsystemet vara ändamålsenligt. De två perspektiven hänger

intimt samman. Hanteringen av den nuvarande krisen underlättas av trovärdiga långsiktiga regler, samtidigt som just denna trovärdighet kan äventyras av missriktade krisåtgärder idag.

Denna uppsats behandlar såväl dagens eurokris (avsnitt 1) som det långsiktiga regelsystemet (avsnitt 2). Avsnitt 3 summerar slutsatserna. En huvudslutsats är att den valda krishanteringsstrategin inte kommer att visa sig politiskt genomförbar och därför innebär stora risker för eurons fortbestånd. Om euron inte skulle överleva den pågående krisen, blir förstås de långsiktiga regelförändringarna irrelevanta. Men det finns även skäl att tvivla på att reglerna i sig verkligen skapar ett hållbart system.

Det bästa sättet att lösa eurokrisen på är förmodligen att omedelbart skriva ner krisländernas statsskulder kraftigt, så att kraven på finanspolitiska åtstramningar minskar. Det skulle innebära kapitalförluster för kvarvarande privata långivare och därigenom förhoppningsvis på lång sikt bidra till att återupprätta respekten för EU-fördragets icke-undsättningsklausul. En sådan strategi kräver antagligen att en bankunion, som på europeisk nivå kan hantera svåra bankkriser, snabbt kommer till stånd.

## **1 Hanteringen av den pågående krisen**

Detta avsnitt diskuterar tre centrala aspekter på den nuvarande krisen: de finanspolitiska åtstramningarnas statsfinansiella effekter, behovet av reala deprecieringar och de politiska riskerna med åtstramningspolitiken.

### *1.1 Leder åtstramningspolitiken till bättre statsfinanser?*

Stödlånen till krisländerna har varit förenade med strikta villkor om finanspolitiska åtstramningar i syfte att förbättra den statsfinansiella situationen och minska behovet av stöd. Det har förts en intensiv debatt om åtstramningspolitiken där det ibland hävdats att den i själva verket försämrar statsfinanserna därför att minskad efterfrågan leder till lägre produktion och därmed lägre skatteintäkter (se till exempel De Grauwe och Ji 2013a). Argumentationen har fått näring av att BNP har fallit mer och budgetunderskotten därför reducerats mindre än förutsett i krisländerna (Blanchard och Leigh 2013).

Om man ska bedöma åtstramningspolitikens statsfinansiella effekter, är det lämpligt att utgå från följande samband:<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Se till exempel Finanspolitiska rådet (2010), appendix 2.

*Förändring av skuldkvoten = Primärt finansiellt sparandeunderskott som andel av BNP + (Statsskuldränta - BNPs tillväxttakt) × Initial skuldkvot.*

Skuldkvoten är den offentliga sektorns skuld som andel av BNP. Det primära finansiella sparandeunderskottet (budgetunderskottet) är skillnaden mellan den offentliga sektorns utgifter och intäkter exklusive räntor.<sup>2</sup>

En första fråga är hur åtstramningspolitiken påverkar budgetunderskottet. Det är *teoretiskt* möjligt att en finanspolitisk åtstramning (sänkta offentliga utgifter och/eller höjda skatter) kan *öka* budgetunderskottet om finanspolitiken har stora effekter på resursutnyttjandet. Men detta har inte skett. Tvärtom har åtstramningarna under 2010-2012 lett till förbättringar av den offentliga sektorns primära finansiella sparande i de flesta länder (Figur 4). Detta är inte förvånande, eftersom försämringar skulle kräva att finanspolitiken har *mycket* större efterfrågeeffekter än man brukar räkna med (se till exempel Wolff 2013). Även om finanspolitiken sannolikt påverkar resursutnyttjandet mer än normalt i en mycket djup lågkonjunktur, är det osannolikt att effekterna är så starka att åtstramning i ett land skulle försämra budgetsaldot där.

Det är inte heller förvånande att skuldkvoterna i krisländerna fortsatt att öka trots budgetåtstramningarna (Figur 1).<sup>3</sup> Det finns två skäl till detta. För det första räcker det enligt det ovan angivna sambandet inte med att det primära budgetsaldot förbättras för att det ska bidra till en minskande skuldkvot, utan det krävs att tidigare underskott förvandlas till överskott. Det enda krisland som 2012 uppnått det var Italien, övriga krisländer hade primära budgetunderskott på mellan 2 (Portugal) och 8 (Spanien) procent av BNP. 2013 väntas också Grekland enligt EU-kommissionen uppnå ett primärt budgetsaldo på noll. För det andra tenderar en minskad BNP-tillväxt enligt sambandet ovan att öka skuldkvoten. Initialt kan därför en finanspolitisk åtstramning leda till att skuldkvoten växer snabbare, även om det primära finansiella sparandet förbättras. Denna effekt på skuldkvotens förändringstakt är emellertid *tillfällig*. Den finns bara så länge som BNP-tillväxten påverkas negativt (i huvudsak under den period då resursutnyttjandet minskar: det räcker med att

<sup>2</sup> Om statsskuldräntan mäts nominellt, avser tillväxttakten nominell BNP. Om statsskuldräntan i stället mäts reallt (det vill säga som nominell ränta minus inflation) avser tillväxttakten real BNP.

<sup>3</sup> I Grekland minskade dock skuldkvoten 2012. Detta berodde emellertid på att skulden skrevs ner. EU-kommissionen har också förutspått en liten minskning av skuldkvoten i Portugal under 2013,

resursutnyttjandet stabiliseras på en lägre nivå för att effekten ska försvinna och skuldkvoten därför verkligen ska öka långsammare eller börja falla).<sup>4</sup>

Slutsatsen blir att de finanspolitiska åtstramningarna i krisländerna med största sannolikhet fungerar rent *tekniskt* - men med fördröjning - i meningen att de bromsar utvecklingen mot ökade skuldkvoter, även om de samtidigt minskar resursutnyttjandet. Men det krävs ytterligare åtstramningar som vänder de primära budgetunderskotten till överskott om skuldkvoterna ska minska.

Att finanspolitiska åtstramningar i krisländerna har statsfinansiella effekter i eftersträvad riktning betyder emellertid inte att en sådan politik är önskvärd i hela euroområdet. Tvärtom är det djupt beklagligt att även länder med en bättre statsfinansiell situation, främst Tyskland, men också Finland, Nederländerna och Österrike, för en åtstramningspolitik, eftersom den sannolikt har betydande negativa överspillingseffekter på resursutnyttjandet i krisländerna och därmed försvårar deras budgetkonsolideringar (se till exempel Holland och Portes 2012). En mer expansiv finanspolitik i länderna med bättre statsfinanser skulle innebära att det krävs mindre av budgetnedskärningar i krisländerna för att uppnå en given grad av budgetkonsolidering där. Det är därför viktigt med en sådan omläggning av politiken.

### *1.2 Behovet av reala deprecieringar*

Diskussionen ovan byggde på den "keynesianska" förutsättningen att produktionsnivån bestäms av efterfrågan. På ett par års sikt är det ett rimligt antagande. Men de flesta makroekonomiska modeller utgår från att det finns en långsiktig bana för produktionen som definieras av arbets- och produktmarknadernas sätt att fungera (se till exempel Gottfries 2013). Om låg efterfrågan leder till att produktionen hamnar under denna bana, skapas ett tryck på löne- och prisanpassningar som gradvis återför produktionen till dess långsiktiga bana. Det är en process som kan dra ut över ett antal år. Den behöver inte heller vara fullständig: efterfrågebetingad konjunkturarbetslöshet kan via olika mekanismer leda till permanent högre arbetslöshet och därmed en lägre långsiktig bana för produktionen. Men även då medför en efterfrågeminskning ett avsevärt mindre produktionsfall på lång än på kort sikt. Detta innebär

---

<sup>4</sup> En mer bestående tillväxteffekt kräver att den finanspolitiska åtstramningen påverkar den *potentiella* BNP-tillväxten (tillväxten vid ett givet resursutnyttjande) negativt. Det kan förstås ske om infrastrukturinvesteringar och utbildning dras ner. Men sådana effekter är förmodligen små i förhållande till effekterna på tillväxten på kort sikt till följd av minskat resursutnyttjande. De förra effekterna motverkas också av de stukturreformer (avregleringar) som krävs av de länder som får EU-stöd. Se också Edquist (2013) i denna volym.

att en finanspolitisk åstramning har mycket mer positiva effekter på budgetsaldot på lång än på kort sikt.

Om en ekonomi med mycket utrikeshandel drabbas av ett kraftigare efterfrågefall än i omvärlden, sker det förr eller senare en *real depreciering*, det vill säga löner och priser faller i förhållande till andra länder. Detta stimulerar landets nettoexport. Det är en central mekanism för att så småningom återföra produktionen till sin jämviktsnivå. Sverige under 1990-talskrisen är ett skolexempel på en sådan process. När den fasta kronkursen övergavs 1992, skedde en snabb nominell växelkursdepreciation som också innebar en kraftig real depreciation. Detta framgår av diagrammet för Sverige i Figur 5 som visar hur både den *relativa lönekostnaden per anställd* och den *relativa enhetsarbetskostnaden* (den relativa arbetskostnaden per producerad enhet) i förhållande till dagens euroområde utvecklades. Den reala deprecieringen gav skjuts åt nettoexporten så att budgetsaneringen från och med 1994 underlättades av en växande ekonomi (EEAG 2012; Calmfors 2012a).

#### Figur 5

Ett grundproblem för de krisande euroländerna är att det är svårt att åstadkomma en real depreciation utan en egen valuta som kan falla i värde. Reala depreciationer som sänker de relativa enhetsarbetskostnaderna gentemot övriga euroländer kan bara komma till stånd genom lägre lönekostnadsökningar eller högre produktivitetsökningar (se Edquist 2013 i denna volym). Stora och snabba reala depreciationer i krisländerna kräver nominella lönesänkningar.<sup>5</sup> Eftersom det finns ett starkt motstånd mot sådana, kan de bara pressas fram genom en lång period av arbetslöshet (EEAG 2012, 2013).<sup>6</sup> Att så varit fallet för de krisande euroländerna framgår av diagrammen för Grekland, Spanien, Portugal och Irland i Figur 5. De relativa kostnadssänkningarna har trots kraftigt ökad arbetslöshet bara skett gradvis, medan processen var snabbare i Sverige under 1990-talskrisen.

<sup>5</sup> Initialt kan sådana lönesänkningar som leder till lägre inflation, eller rentav deflation, medföra att skuldkvoten ökar snabbare. Detta framgår av ekvationen för skuldkvotens utveckling i avsnitt 1.1. Lägre inflation innebär nämligen inledningsvis, innan den reala BNP-utvecklingen påverkats, en lägre tillväxttakt för nominell BNP i förhållande till nominalräntan (se fotnot 2). Alternativt kan man se det som att effekten uppkommer därför att realräntan stiger i förhållande till den reala tillväxttakten när inflationen faller. Denna initiala effekt kan dock motverkas av att statslåneräntan faller om den reala deprecieringen ökar trovärdigheten för att de offentliga finanserna ska saneras på sikt när skatteintäkterna ökar till följd av ett högre resursutnyttjande.

<sup>6</sup> Ett alternativ som bland annat diskuterades av den svenska EMU-utredningen (*Sverige och EMU* 1996) är en *finanspolitisk* interdevalvering. En sådan innebär att arbetsgivaravgifter sänks. Om det inte ska leda till en budgetförsvagning, måste samtidigt andra skatter (moms eller inkomstskatter) höjas eller offentliga utgifter sänkas. Sådana ytterligare åstramningar för hushållen, utöver dem som redan gjorts för att minska de stora budgetunderskotten, är emellertid politiskt mycket svår genomförbara.

Tabell 1 visar på mer systematiskt sätt hur "priset" för reala deprecieringar i form av ökad arbetslöshet har varit högre för de idag krisande euroländerna än för Sverige och Finland (som hade valutor som föll i värde) under 1990-talskrisen. Detta görs genom beräkningar av så kallade *uppoeringskvoter*. Kvoterna visar med hur många procentenheter arbetslösheten behövt öka för varje procents sänkning av den relativa kostnaden gentemot dagens euroområde i förhållande till utgångsläget före krisen som uppnått. Uppoeringskvoterna för Sverige och Finland under 1990-talskrisen var lägre än för samtliga krisländer idag. För Italien är uppoeringskvoten för den relativa enhetsarbetskostnaden rentav *negativ*, vilket betyder att den relativa kostnaden *ökat* trots den stigande arbetslösheten. Det är bara Irland som kommer i närheten av Sveriges och Finlands låga uppoeringskvoter (för den relativa enhetsarbetskostnaden).

#### Tabell 1

Möjligheterna att genomföra framgångsrika budgetsaneringar i de krisande euroländerna beror på förmågan att åstadkomma reala deprecieringar. Här har Irland lyckats bäst, men också Grekland, Spanien och Portugal har fått till stånd betydande sänkningar av sina relativa enhetsarbetskostnader. I Irland, Spanien och Portugal har högre produktivitetökningar än i euroområdet som helhet bidragit till detta. Det speglas i Figur 5 av att den relativa enhetsarbetskostnaden i dessa länder fallit mer än den relativa lönekostnaden per anställd. I Grekland har däremot produktiviteten ökat långsammare än i övriga euroländer, vilket ökat kraven på nominella lönesänkningar. Ytterligare sådana – i storleksordningen 7 procent enligt EU-kommissionens prognos – väntas komma till stånd under innevarande år (2013).

Även i fråga om det relativa kostnadsläget för krisländerna gäller att länder som Tyskland med en bättre ekonomisk situation skulle kunna ge mer hjälp. Snabbare lönekostnadsökningar i dessa länder (som leder till reala apprecieringar för dem) innebär definitionsmässigt reala deprecieringar för krisländerna. En mer expansiv finanspolitik i Tyskland och övriga "nordeuropeiska" länder skulle kunna skapa förutsättningar för det. Man skulle också kunna tänka sig en kombination av högre arbetsgivaravgifter och lägre moms eller inkomstskatter i dessa länder.<sup>7</sup>

### 1.3 De politiska riskerna

---

<sup>7</sup> Sådana finanspolitiska *internrevalveringar* som ökar hushållens disponibla inkomster är sannolikt politiskt mycket lättare att genomföra än finanspolitiska *interndevalveringar* av det slag som diskuterades i fotnot 6.

Min bedömning är alltså att budgetåtstramningarna i euroområdet krisländer fungerar rent tekniskt som metod att minska statskuldkvoterna där, givet att de fullföljs och givet att det förs en mer expansiv finanspolitik i Tyskland och andra euroländer med bättre offentliga finanser. Det kommer emellertid även i bästa fall att ta lång tid innan statskulderna har pressats ner mer påtagligt. Problemet är i stället de stora uppoffringar, i form av lägre levnadsstandard och högre arbetslöshet, för medborgarna som åtstramningarna lett till i krisländerna och att det kommer att ta lång tid innan resursutnyttjandet återgår till mer normala nivåer. Det är visserligen möjligt att väljarmajoriteterna i krisländerna även fortsättningsvis accepterar åtstramningarna därför att de inte ser något realistiskt alternativ. Men det troligaste är att det blir *politiskt* omöjligt för flera av krisländerna att fullfölja de åtstramningar som behövs för att sanera statsfinanserna. Om övriga euroländer då avbryter sina stödinsatser, skulle statsbankrutten tvingas fram. Följden skulle bli stora kapitalförluster för krisländernas banker eftersom dessa har stora innehav av det egna landets statspapper. För att undvika akuta finanskriser skulle bankerna då behöva rekapitaliseras. Enda sättet för ett krisland att utan stöd utifrån göra det, och samtidigt undvika ytterligare budgetåtstramningar, är att börja trycka pengar i stor skala (mer tekniskt att låna i den egna centralbanken). Detta förutsätter att landet i fråga överger euron och återinför en egen nationell valuta.

Ett lands utträde ur valutaunionen skulle emellertid innebära att ett "kritstreck" passeras och därmed skapa förväntningar om att fler länder ska utträda längre fram. Sådana förväntningar kan bli självuppfyllande, därför att de skulle pressa upp statskuldräntorna och leda till bankrusningar i andra krisländer. Detta skulle kunna leda till ett omedelbart sammanbrott för hela eurosamarbetet. Agerandet hittills under eurokrisen, då krisstöden successivt utökats, tyder emellertid på att de politiska ledarna inom EU är beredda att gå mycket långt för att undvika en sådan utveckling.

Om krisländerna inte fullföljer sina åtaganden om budgetåtstramningar, är därför det mest sannolika att krisstöden utökas. Drivkrafterna att göra det på ett sätt som inte är tydligt för väljarna i de mer välskötta euroländerna kommer att vara starka. Det skulle förmodligen i första hand bli fråga om insatser från Europeiska centralbanken, ECB, till exempel genom att stödprogrammet för köp av krisländernas statspapper aktiveras men också om ytterligare lån från EUs räddningsfonder.<sup>8</sup> Sådana utökade stödinsatser kan emellertid skapa en ond cirkel

---

<sup>8</sup> Hittills har ECBs utfästelse från sommaren 2012 att vid behov köpa obegränsade mängder av krisländernas statspapper (OMT - *Outright Monetary Transactions*) sänkt dessas statskuldräntor genom att påverka marknadsaktörernas förväntningar utan att några faktiska köp behövt göras.



där krisländernas drivkrafter för budgetsaneringar försvagas ytterligare, vilket leder till behov av ännu mer stöd och så vidare. Det skulle exponera ECB och räddningsfonderna för risken för stora framtida kapitalförluster, men dessa skulle inte på kort sikt behöva realiseras och kostnaderna skulle därför tills vidare kunna döljas för skattebetalarna.<sup>9</sup>

Man skulle således kunna skjuta problemen framför sig under ett antal år. Men en sådan politik kommer till slut att nå vägs ände när centralbanksledningarna och politiker inte vågar ackumulera ytterligare förlustrisker. Då kommer stöden förmodligen abrupt att klippas av. I det läget kan oordnade statsbankrutten i krisländerna tvingas fram, samtidigt som både ECB och EUs räddningsfonder måste realisera stora kapitalförluster som i slutändan kommer att bäras av skattebetalarna i Tyskland och andra "nordeuropeiska" euroländer. Hela det nuvarande europrojektet riskerar då att haverera från två håll: krisländerna får starka incitament att lämna eurosamarbetet för att kunna finansiera sina utgifter via sedelpressarna, samtidigt som det kan bli en politisk revolt mot euron i Tyskland och andra kärnländer. En realistisk möjlighet är att den senare gruppen av länder då bildar en mindre och mer homogen valutaunion.

## **2 Kan det reformerade regelsystemet fungera på sikt?**

Parallellt med den akuta krishanteringens har en mängd reformer av det ekonomisk-politiska regelsystemet för euroområdet genomförts. Dessa syftar till att förebygga nya kriser i framtiden. De viktigaste reformerna omfattar de finanspolitiska reglerna, den makroekonomiska övervakningen, samspelet mellan nationell och europeisk beslutsnivå, de nationella finanspolitiska institutionerna och banktillsynen<sup>10</sup>. Detta avsnitt diskuterar hur ändamålsenliga dessa reformer är. Analysen är förstås relevant endast om euron överlever den nu pågående krisen.

### *2.1 De finanspolitiska reglerna*

Redan före finanskrisens utbrott 2008 skedde ett stort antal överträdelser av EUs finanspolitiska regler om att det högsta tillåtna budgetunderskottet är tre procent av BNP och att den offentliga sektorns skuldkvot måste minska "i tillfredsställande takt" om den ligger

---

<sup>9</sup> Inledningsvis kommer rentav ECBs vinst att öka om man köper statspapper som ger ränteintäkter som är större än räntekostnaderna för de "pengar" man skulle betala med och som sannolikt skulle parkeras på konton i ECB (De Grauwe och Ji 2013b).

<sup>10</sup> Mer detaljerade redovisningar av regelförändringarna ges i Calmfors (2012b) samt Eriksson och Hjeds Löfmark (2013).

över 60 procent av BNP. Existerande sanktioner i form av icke räntebärande depositioner och böter tillämpades emellertid aldrig (se Calmfors 2005 samt Calmfors och Wren-Lewis 2011).

Om depositioner eller böter hade beslutats, skulle de enligt dåvarande regelverk omedelbart ha kunnat uppgå till hela 0,5 procent av ett lands BNP. Så kraftiga sanktioner ledde förmodligen till en ovilja att använda dem. Det har nu införts möjligheter till tidigare och mindre kraftiga sanktioner (räntebärande depositioner, icke räntebärande depositioner och böter på upp till 0,2 procent av BNP), vilket ökar sannolikheten för att de faktiskt ska användas. Man har också definierat vad som menas med att den offentliga sektorns skuldkvot måste minska "i tillfredsställande takt" om den överstiger 60 procent av BNP och infört sanktionsmöjligheter (vilka tidigare inte fanns) om så inte sker. Syftet är att lägga mer fokus på skuldutvecklingen. Striktare regler om redovisningen av de offentliga finanserna, med möjligheter till böter om de inte följs, har införts. Det minskar risken för att länder ska dölja stora budgetunderskott genom missvisande statistik på det sätt som Grekland gjorde. Slutligen har beslutsreglerna i *förfarandet vid alltför stora underskott* (EUs procedur vid brott mot de finanspolitiska reglerna) reformerats för att göra det svårare att blockera beslut: tidigare krävde varje nytt steg (inklusive beslut om sanktioner) en kvalificerad majoritet *för* i Ekofinrådet (EUs ministerråd i dess sammansättning av finans- och ekonomiministrar), i fortsättningen krävs en kvalificerad majoritet *emot* om förslag från Kommissionen om nya steg ska stoppas.

Det är emellertid tveksamt om dessa förändringar är tillräckliga för att skärpa efterlevnaden av de finanspolitiska reglerna. Det är troligt att euroländerna – oberoende av röstningsreglerna – även fortsättningsvis kommer att dra sig för att bestraffa varandra. Att bestraffa ett land som har statsfinansiella problem med böter som ytterligare förvärrar dessa kommer sannolikt alltid att ha svag legitimitet. Beslut om sanktioner riskerar också att skapa svåra konflikter mellan euroländerna som man förmodligen helst vill undvika. Slutligen har också länder med goda offentliga finanser starka drivkrafter att behandla "syndare" mildt, eftersom det kan ses som en investering i mild behandling av dem själva ifall de i framtiden skulle hamna i en liknande situation.

## 2.2 Bredare makroekonomisk övervakning

Eurokrisen har visat hur snabbt ett lands budgetsituation kan förändras. Både Irland och Spanien hade före krisen överskott i sina offentliga finanser och bröt därför inte mot några finanspolitiska regler (vilket däremot Grekland och Portugal samt i viss mån Italien gjorde).

Irlands och Spaniens problem var i stället ohållbara överhettningar som innefattade en alltför snabb skulduppbyggnad i den privata sektorn och bostadsprisbubblor. När överhettningarna tog slut uppkom stora budgetunderskott till följd av dels drastiskt minskande skatteintäkter, dels stora kostnader för bankstöd (Calmfors 2011).

Förstärkta hot om böter i en framtida situation med stora budgetunderskott skulle med all sannolikhet inte ha påverkat den ekonomiska politiken i Irland och Spanien. Problemet var i stället bristande förutseende av att detta skulle kunna inträffa. Det hade behövts en bättre förebyggande makroekonomisk övervakning. EU-reglerna kommer därför i framtiden att lägga större vikt vid att undvika makroekonomiska obalanser i högkonjunkturer som kan leda till budgetkriser i efterföljande lågkonjunkturer. Därför har ett nytt *förfarande vid makroekonomiska obalanser* införts. Inom ramen för detta ska Kommissionen för varje land övervaka ett antal indikatorer: till exempel bytesbalans, real växelkurs, exportmarknadsandelar, kreditgivning och bostadspriser. Om Kommissionen bedömer att det föreligger stora obalanser, kan Ekofinrådet inleda ett *förfarande vid alltför stora obalanser* mot landet i fråga. Om rådets rekommendationer inte följs, kan det även här bli fråga om sanktioner (räntebärande depositioner och böter på högst 0,1 procent av BNP).

Det är helt klart önskvärt att försöka förebygga kriser genom bättre övervakning i goda tider. Men frågan är hur verkningsfull denna övervakning blir. Det är mycket skönsmässigt att väga ihop olika indikatorer vid en bedömning av om eventuella obalanser är *alltför* stora. Det kommer antagligen att leda till stor återhållsamhet när det gäller att utdöma sanktioner. Det är därför osäkert hur stora effekter den bredare makroekonomiska övervakningen kommer att få på politiken.

### 2.3 Samordningen mellan nationell och europeisk beslutsnivå

Det är uppenbart att samordningen mellan den nationella och den europeiska beslutsnivån i finanspolitiken ofta varit bristfällig. Den nationella debatten har – så länge som det inte varit fråga om att få stöd från övriga EU-länder – i regel förts ganska fristående från diskussionen på EU-nivå. Detta har man nu försökt åtgärda genom en så kallad *europeisk termin*. Den innebär att EUs stats- och regeringschefer (Europeiska rådet), på rekommendation av Kommissionen, i början av varje år utfärdar generella ekonomisk-politiska riktlinjer. Dessa förutsätts sedan EU-länderna beakta i sina budgetplaner som utarbetas under våren.<sup>11</sup>

<sup>11</sup> Euroländerna redovisar dessa i så kallade *stabilitetsprogram*, övriga länder i så kallade *konvergensprogram*.

Europeiska rådet och Ekofinrådet ger sedan, på rekommendation av Kommissionen, synpunkter på budgetplanerna inför de budgetar som läggs fram i de nationella parlamenten i början av hösten. Kommissionen ska från och med 2013 också förhandsgranska varje eurolands slutliga budgetförslag innan det antas i parlamentet och kan då uppmana en regering att revidera förslaget om det anses stå i strid med stabilitetspaktens regler.

De beskrivna processerna kan bidra till en bättre nationell ekonomisk-politisk debatt. Det är emellertid återigen oklart hur de faktiska besluten kommer att påverkas, eftersom det inte finns några tvingande krav att ta hänsyn till synpunkterna från den europeiska nivån.

#### 2.4 De nationella ramverken

Andra reformer syftar till att förstärka de nationella finanspolitiska ramverken enligt gemensamma principer. Reformerna innefattar bland annat krav på att de offentliga räkenskaperna ska inkludera alla delar av den offentliga sektorn samt att det ska finnas ett flerårsperspektiv i budgetplaneringen. Den så kallade *finanspakten* stipulerar vidare att euroländerna i sin nationella lagstiftning måste införa regler om budgetbalans, vilken definieras som att det strukturella (konjunkturjusterade) budgetunderskottet får vara högst 0,5 procent av BNP (1 procent om den offentliga sektorns skuldkvot klart understiger 60 procent av BNP). Varje euroland måste vidare införa stadganden om en *automatisk korrigeringsmekanism* som anger hur avvikelser från budgetbalans ska korrigeras. EU-domstolen kan granska att ett land verkligen infört finanspaktens regler och utdöma böter om den bedömer att så inte har skett. Slutligen har det införts regler om att de offentliga finanserna ska övervakas av oberoende finanspolitiska institutioner på nationell nivå (av typen Finanspolitiska rådet i Sverige) och att de nationella budgetarna ska baseras på prognoser som görs antingen av en oberoende institution eller som godkänns av en sådan institution.<sup>12</sup>

Förändringarna av de nationella ramverken kan vid en första anblick förefalla mindre betydelsefulla. Det är emellertid enligt min mening en felsyn. För det första är EU-krav på nationella institutionella förändringar förmodligen mycket mindre kontroversiella än konkreta krav på en förändrad nationell politik, vilket innebär att sannolikheten för att de verkligen ska genomföras är större. För det andra är ekonomisk-politisk debatt och ekonomisk-politiskt beslutsfattande under normala omständigheter fortfarande främst nationella processer. En rad studier har visat att nationella finanspolitiska institutioner spelar en central roll för

---

<sup>12</sup> Jonung och Larch (2006) har visat att bristande budgetdisciplin ofta hänger samman med överoptimistiska prognoser som gjorts av regeringarna själva.

budgetutfallen (se till exempel European Commission 2006 och Lassen 2010). Inte minst Sverige är ett utmärkt exempel på det. 1990-talskrisen ledde hos oss fram till radikala förändringar av det finanspolitiska ramverket (förändrad budgetprocess, statligt utgiftstak, överskottsmål och kommunalt budgetbalanskrav) som tycks ha bidragit till en helt annan grad av budgetdisciplin än tidigare (EEAG 2012, Calmfors 2013). Därför är det möjligt att förändringarna i euroländernas nationella ramverk är de viktigaste av de reformer som genomförts.

### 2.5 Bankunionen<sup>13</sup>

Reformansträngningarna i euroområdet är för närvarande fokuserade på att få till stånd en *bankunion*. Det är i skrivande stund oklart hur den kommer att utformas. Syftet är dels att minska risken för bankkriser genom att flytta det mesta av banktillsynen från nationell till europeisk nivå, dels att hantera bankkriser bättre om/när de ändå uppstår.

Den pågående finanskrisen har visat att den tidigare nationella banktillsynen varit alltför släpphänt. En orsak kan ha varit att det finns starka drivkrafter för nationella reglerare att vara liberala därför att man vill gynna inhemska banker i konkurrensen med utländska. Nationella bankkriser kan vidare – som har varit fallet i Irland, Spanien och Cypern – kräva europeiska stödinsatser för att kunna hanteras. Om andra länder får stå för en del av kostnaderna för bankfallisemang i ett enskilt land, tillkommer ett *moral-hazard*-argument för gemensam banktillsyn, eftersom nationella reglerare då inte har incitament att beakta de fulla kostnaderna ifall bankstöd måste utgå.

Beslut har redan fattats om att inrätta en gemensam europeisk tillsynsfunktion (*Single Supervisory Mechanism*) för de större bankerna i euroområdet. Den ska handhas av ECB. Möjligheterna för EUs permanenta räddningsfond (Europeiska stabiliseringsmekanismen) att själv direkt rekapitalisera fallerande banker har villkorats med att det ska finnas en sådan tillsyn. Nu gäller diskussionen om det också ska inrättas en gemensam mekanism för rekonstruktion och avveckling av banker, där Kommissionen enligt dess eget förslag, på rekommendation av en gemensam europeisk rekonstruktionsstyrelse, ska kunna besluta om rekonstruktion av banker och då använda medel från en gemensam europeisk rekonstruktionsfond (European Commission 2013). Kommissionen motiverar en sådan gemensam mekanism med att den skulle eliminera osäkerhet om hur bankrekonstruktioner ska

---

<sup>13</sup> Se Wissén (2013) i denna volym för en mer utförlig diskussion om planerna på en bankunion.

gå till, att bankkonkurrensen skulle främjas av att samma regler tillämpas för banker i alla euroländer och att det blir lättare att hantera banker med verksamhet i flera länder. Ett *moral-hazard*-argument *emot* en gemensam rekonstruktionsfond är emellertid att de nationella tillsynsmyndigheter som ECB måste samarbeta med för en effektiv verksamhet får svagare drivkrafter att agera strikt om kostnaderna för rekonstruktioner i ett enskilt land bärs av samtliga euroländer.

Det starkaste argumentet *för* en bankunion, där det görs klart att ansvaret för stödinsatser för fallerande banker i sista hand ligger på den europeiska nivån med Europeiska stabiliseringsmekanismen som slutlig *backstop*, är förmodligen att den skulle underlätta nedskrivningar av statsskulderna i länder som hamnar i svåra statsfinansiella kriser. Det skulle då finnas en mekanism för att i ett sådant läge hantera fallerande banker, samtidigt som det blir möjligt att låta andra långgivare bära kapitalförluster. Länder i statsfinansiell kris skulle då snabbare kunna ta sig ur den utan att fastna i mycket långvariga finanspolitiska åtstramningar. En ökad risk för kapitalförluster kan antas göra långgivarna mer försiktiga, så att statsskuldräntorna reagerar tidigare på obalanser i enskilda länder och därmed ger dem tydligare marknadssignaler om behovet av politikomläggning.

Det finns också starka skäl för att reducera bankernas exponering mot (särskilt det egna landets) statspapper för att därigenom minska risken för att en statsskuldskris i ett land ska leda till bankfallisemang där. Idag uppmontras stora statspappersinnehav av att det inte finns några kapitaltäckningskrav gentemot dem (statspapper ges riskvikten noll trots att de senaste årens utveckling har visat att det uppenbarligen finns stora risker; se Gros 2013). Sådana kapitaltäckningskrav bör införas. En kompletterande möjlighet är att ta bort det undantag som finns för statspapper från den generella regeln att en banks exponering mot en enskild låntagare högst får uppgå till 25 procent av det egna kapitalet.

### **3 Slutsatser**

Vilka slutsatser kan man då dra om de två frågor jag har behandlat: dels vilka möjligheter eurosamarbetet har att på kort och medellång sikt överleva den pågående krisen, dels hur ändamålsenligt det reformerade regelsystemet är för att förebygga och hantera framtida kriser på lång sikt (vilket förutsätter att eurosamarbetet tills vidare överlever)?

Huvudslutsatsen angående den pågående krisen är att den finanspolitiska åtstramningspolitiken i krisländerna med största sannolikhet fungerar rent *tekniskt*. Den

behöver emellertid understödjas av en mer expansiv finanspolitik i de euroländer, främst Tyskland, som har bättre statsfinanser. Om en sådan politikkombination fullföljs konsekvent, så kommer budgetunderskotten i krisländerna att kunna elimineras och statsskuldkvoterna där att reduceras. Processen blir lättare ju större löne- och prisanpassningar (reala deprecieringar) som sker i krisländerna, eftersom dessa förstärker deras konkurrenskraft, ökar deras nettoexport och därigenom höjer deras resursutnyttjande igen.

Konsolideringsprocessen är emellertid tidsödande och innebär en lång period av hög arbetslöshet. Den medför stora uppoffringar för krisländernas medborgare. Det kan bli *politiskt* omöjligt att fullfölja budgetsaneringarna. I så fall är det troligaste att Tyskland och andra kärnländer beviljar krisländerna ytterligare stöd. Det kan ske både genom ytterligare lån från EUs räddningsfonder och genom att ECB aktiverar sitt stödprogram för köp av krisländernas statspapper (vilket är ett indirekt sätt att ge dem lån). En sådan politik försvagar emellertid ytterligare drivkrafterna för budgetkonsolideringar i krisländerna. Den kan därför inte fortsätta i all oändlighet, utan vid någon tidpunkt kommer centralbanksledningarna och politiker inte att våga ackumulera ytterligare risker för kapitalförluster. Då kommer stödprogrammen sannolikt att avbrytas. Det tvingar förmodligen fram statsbankrutten i krisländerna samtidigt som kapitalförluster för ECB och räddningsfonderna måste realiseras. Det skulle kunna leda till en upplösning av eurosamarbetet i båda ändarna. Krisländerna kan välja att lämna samarbetet för att finansiera sina utgifter via sedelpressarna. Samtidigt skulle en politisk revolt mot euron i kärnländerna kunna få dem att bilda en mindre och mer homogen valutaunion.

Under krisen har ett antal förändringar av EUs regelsystem genomförts för att långsiktigt förebygga framtida kriser. Dessa förändringar är relevanta bara om euron överlever den pågående krisen. De finanspolitiska reglerna har stärkts samtidigt som en bredare makroekonomisk övervakning, som på ett tidigt stadium ska identifiera obalanser som kan leda till framtida statsskuldskriser, har införts. Det är emellertid osannolikt att dessa reformer är tillräckliga. De mest lovande förändringarna avser i stället de nationella finanspolitiska ramverken (budgetbalansregler, krav på att budgetarna baseras på oberoende prognoser och upprättandet av oberoende granskningsinstitutioner), eftersom det ekonomisk-politiska beslutsfattandet fortfarande under överskådlig tid kommer att förbli en i huvudsak nationell process. Rätt utformad kan också en bankunion bidra till mer budgetdisciplin. Med ett system på plats som minskar riskerna för bankkriser, och ökar möjligheterna att hantera sådana om de ändå uppstår, borde det vara möjligt att återupprätta respekten för EU-fördragets icke-

undsättningsklausul som i princip förbjuder stöd till stater i statsfinansiell kris. Det viktigaste skälet för att klausulen åsidosatts i den pågående krisen har ju varit en rädsla för att statliga skuldnedskrivningar ska utlösa ohanterliga bankkriser. Med en trovärdig icke-undsättningsklausul ökar marknadsriskerna med utlåning till stater som riskerar att hamna i statsfinansiell kris. En trolig följd är att statsskuldräntorna kommer att reagera mycket tidigare på obalanser i enskilda länder och därmed ge tydligare marknadssignaler om behovet av politikomläggning.

Det bästa sättet att hantera den pågående krisen är enligt min mening att låta flera av krisländerna – i varje fall Grekland och Portugal, kanske också Irland – göra omedelbara och rejäla skuldnedskrivningar. Det skulle minska kravet på budgetkonsolideringar i dessa länder och därmed göra det möjligt för dem att snabbare ta sig ur sina djupa lågkonjunkturer. Sådana skuldnedskrivningar kommer att leda till stora kapitalförluster för främst krisländernas banker som då skulle behöva rekapitaliseras på europeisk nivå. Även räddningsfonderna och ECB skulle göra kapitalförluster, men dessa skulle bli mindre än om skuldnedskrivningarna skjuts upp genom ytterligare stödinsatser under lång tid. Därmed minskar riskerna för starka politiska reaktioner mot eurosamarbetet i Tyskland och andra kärnländer.

Tyvärr är det mindre sannolikt att krisen kommer att hanteras på detta sätt. Erfarenheterna hittills talar för att EU-ländernas ledare i det längsta försöker skjuta problemen framför sig och undvika mer radikala lösningar. Man har valt att hantera problemen i fel ordning. I stället för att från början tillskapa ett gemensamt system för att hantera bankkriser genom att ge de europeiska räddningsfonderna som uppgift att vid behov ta över och rekapitalisera fallerande banker, valde man att försöka undvika sådana kriser genom att sätta icke-undsättningsklausulen ur spel och ge stöd direkt till de krisande medlemsstaterna.<sup>14</sup> Därmed kan man ha skapat ett system som inte är långsiktigt hållbart och som innebär mycket stora politiska risker för ett framtida sönderfall av hela eurosamarbetet. Det är inte lätt att se hur det ska gå till att bryta sig ur denna situation.

## Referenser

Blanchard, O. och D. Leigh (2013), Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers, IMF Working Paper 13/1, Washington D.C.

Calmfors, L. (2005), *What Remains of the Stability Pact and What Next?*, Sieps 2005:8.

---

<sup>14</sup> Se också Persson (2012).



Calmfors, L. (2011), "EU:s finanspolitiska regler och de statsfinansiella kriserna i euroområdet", i Persson, M. och E. Skult, *Tillämpad makroekonomi*, SNS, Stockholm.

Calmfors, L. (2012a), What Can Europe Learn from Sweden? Four Lessons for Fiscal Discipline, [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).

Calmfors, L. (2012b), "Can the Eurozone Develop into a Well-Functioning Fiscal Union", *CESifo Forum*, Vol. 13.

Calmfors, L. (2013), "The Swedish Macroeconomic Policy Framework", under utgivning i Pierre, J. (red), *Handbook in Swedish Politics*, Oxford University Press.

Calmfors, L. och S. Wren-Lewis (2011), "What Should Fiscal Councils Do?", *Economic Policy*, Vol. 26.

De Grauwe, P. och Y. Ji (2013a), Panic-Driven Austerity in the Eurozone and Its Implications, [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).

De Grauwe, P. och Y. Ji (2013b), Fiscal Implications of the ECB's Bond-Buying Programme, [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).

Edquist, H. (2013), Eurokrisen ur ett produktivitetsperspektiv, denna volym.

EEAG (2012), *Report on the European Economy*, CESifo, München.

EEAG (2013), *Report on the European Economy*, CESifo, München.

Eriksson, J. och M. Hjeds Löfmark (2013), *EU som krishanterare: Ekonomisk styrning och finansiell stabilitet*, Sieps 2013:3.

European Commission (2006), "National Numerical Fiscal Rules and Institutions for Sound Public Finances", *Public Finances in EMU*, Bryssel.

European Commission (2013), Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council Establishing Uniform Rules and a Uniform Procedure for the Resolution of Credit Institutions and Certain Investment Firms in the Framework of a Single Resolution Mechanism and a Single Bank Resolution Fund and Amending Regulation (EU) No 1093/10 of the European Parliament and of the Council, COM(2013) 520 final.

Finanspolitiska rådet (2010), *Svensk finanspolitik*, Stockholm.

Gottfries, N. (2013), *Macroeconomics*, Palgrave MacMillan.

Gros, D. (2013), EZ Banking Union with a Sovereign Virus, [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).

Holland; D. och J. Portes (2012), "Self-Defeating Austerity", *National Institute Economic Review*, No. 222.

Jonung, L. och M. Larch (2006), "Improving Fiscal Policy in the EU: The Case for Independent Forecasts", *Economic Policy*, Vol. 21.

Lassen, D.D. (2010), "Fiscal Consolidations in Advanced Industrialized Democracies: Economics, Politics and Governance", *Studier i finanspolitik* 4, Finanspolitiska rådet, Stockholm.

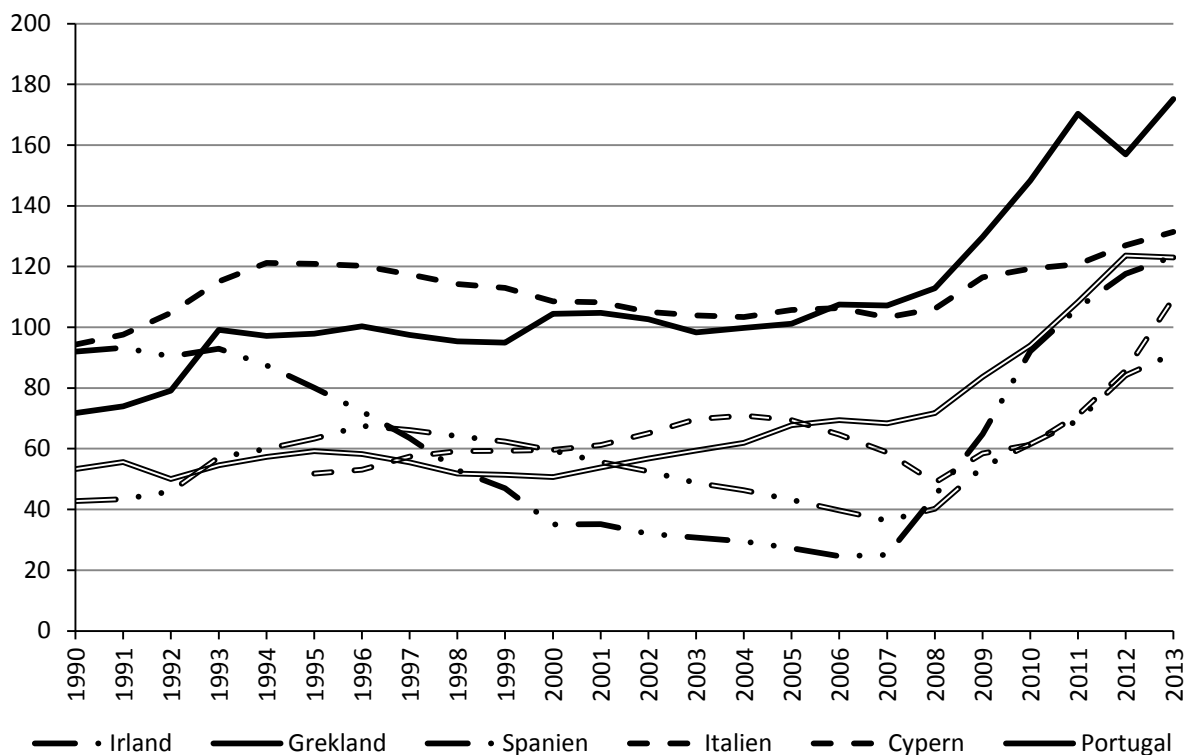
Persson, M. (2012), *Den europeiska skuld krisen*, SNS, Stockholm.

*Sverige och EMU* (1996), EMU-utredningens betänkande, SOU 1996:158.

Wissén, P. (2013), *Därför behöver Europa en bankunion*, denna volym.

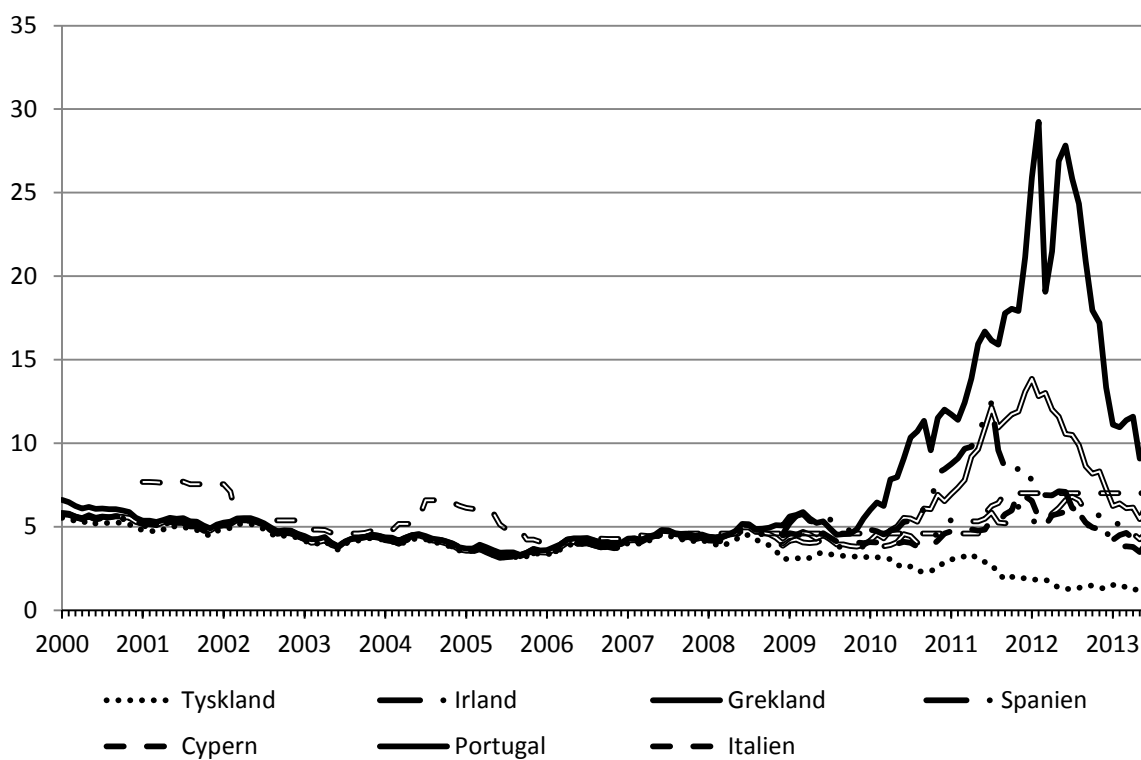
Wolff, G. (2013), *Austerity Needed to Start, Now We Need a Fiscal Union*, [www.bruegel.org](http://www.bruegel.org).

**Figur 1 Den konsoliderade offentliga sektorns bruttoskuld, procent av BNP**



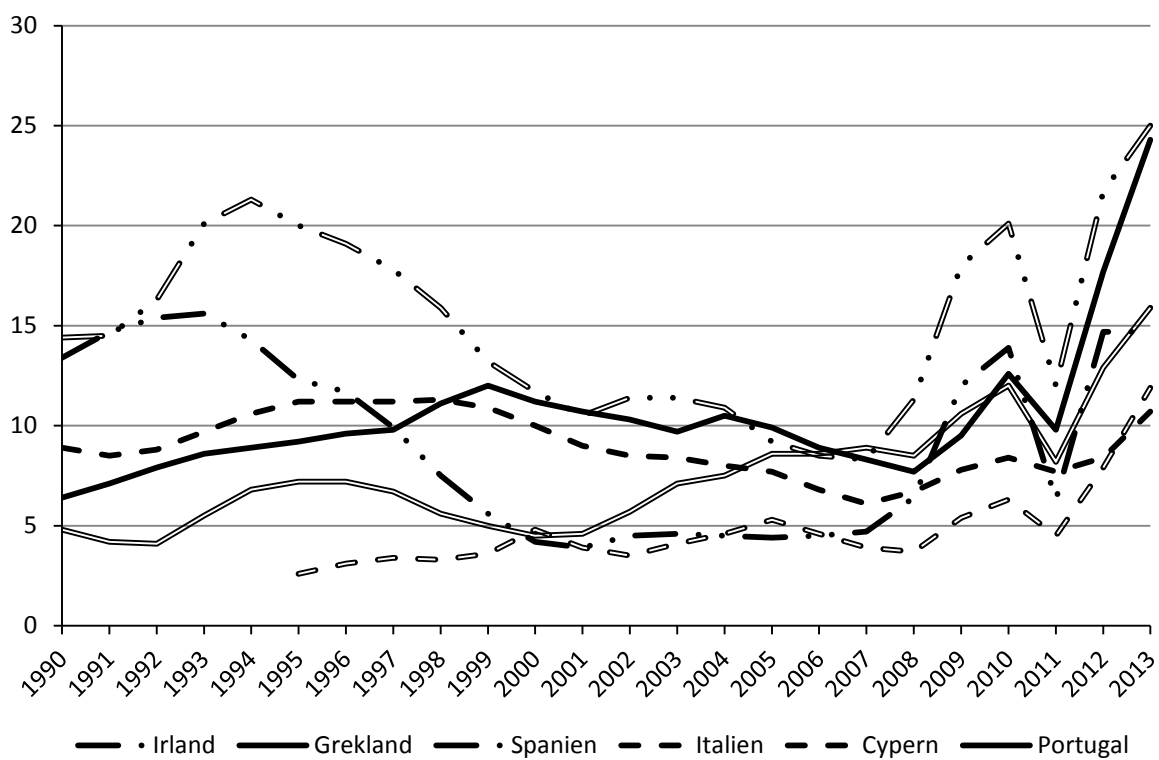
*Anm:* Den konsoliderade offentliga sektorns bruttoskuld utgörs av sektorns samtliga skulder sedan interna fordringar och skulder avräknats mot varandra.

*Källa:* European Commission, Spring Forecast 2013.

**Figur 2 Räntor på tioåriga statsobligationer**

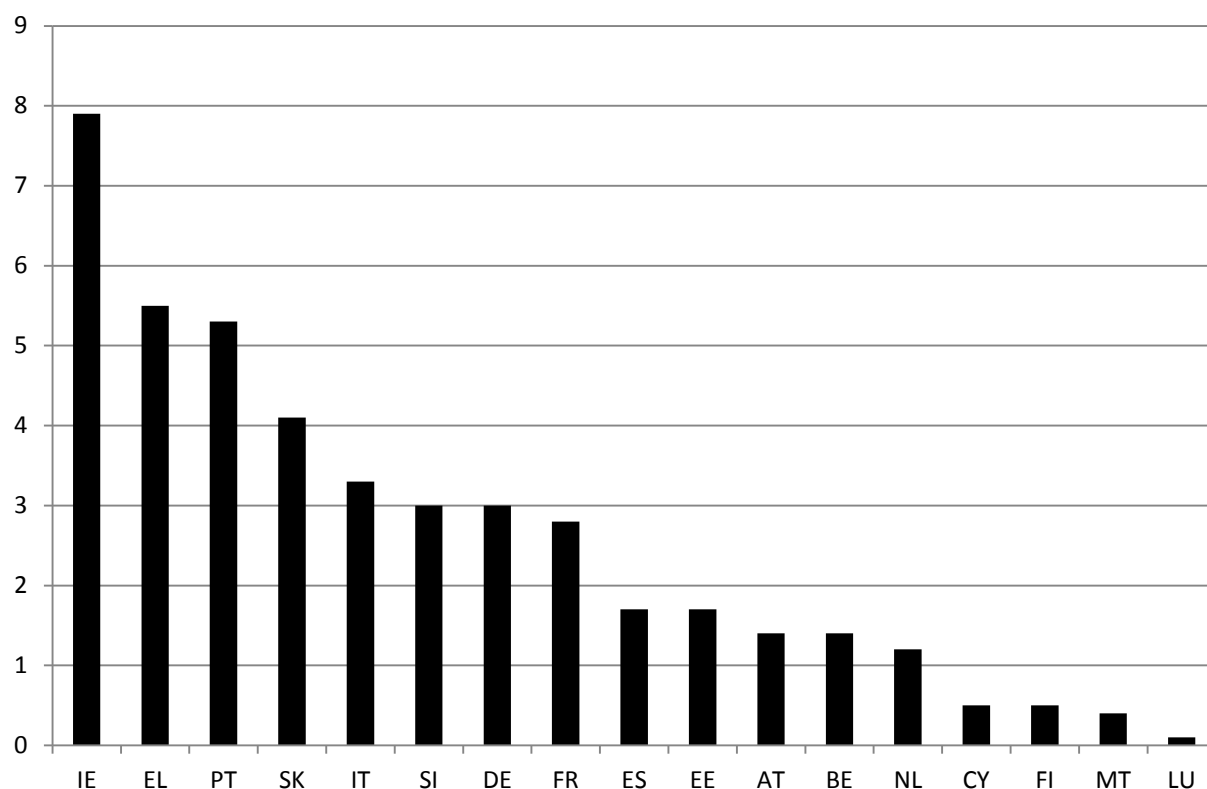
*Källa:* Eurostat.

**Figur 3 Arbetslöshet, procent av arbetskraften**



*Källa:* European Commission, Spring Forecast 2013.

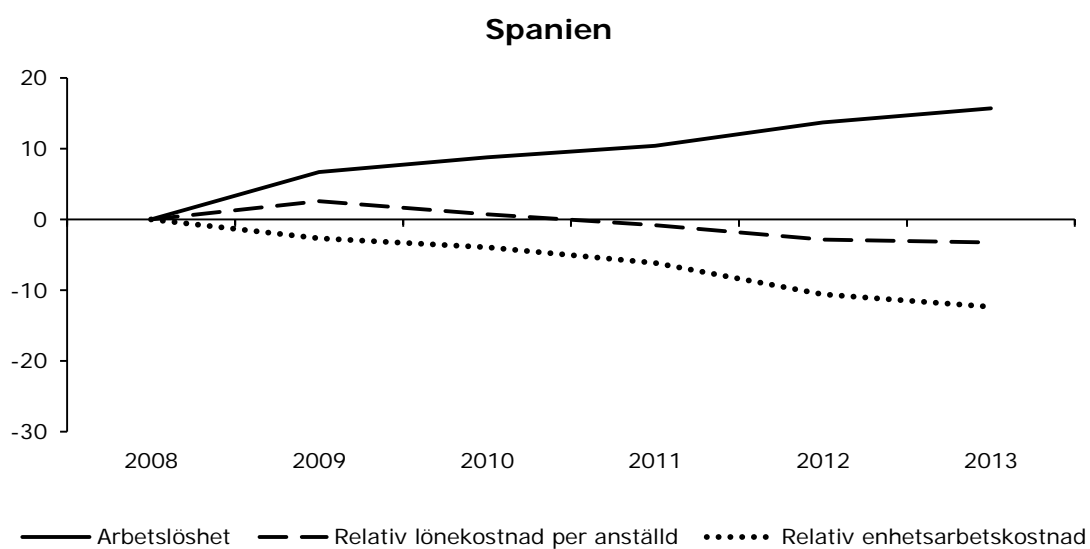
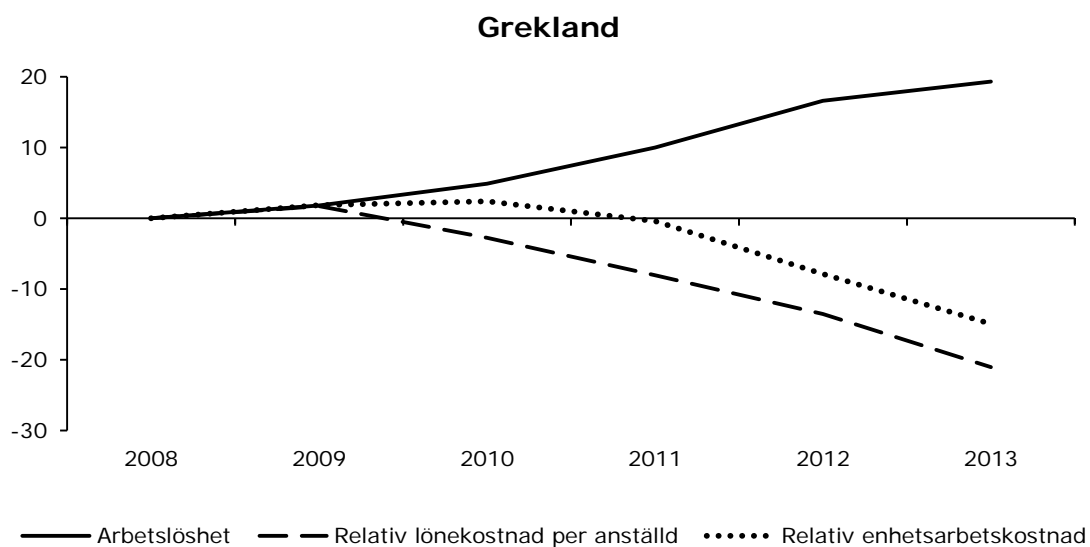
**Figur 4 Förändring av den offentliga sektorns primära finansiella sparande 2010-2012, procent av BNP**



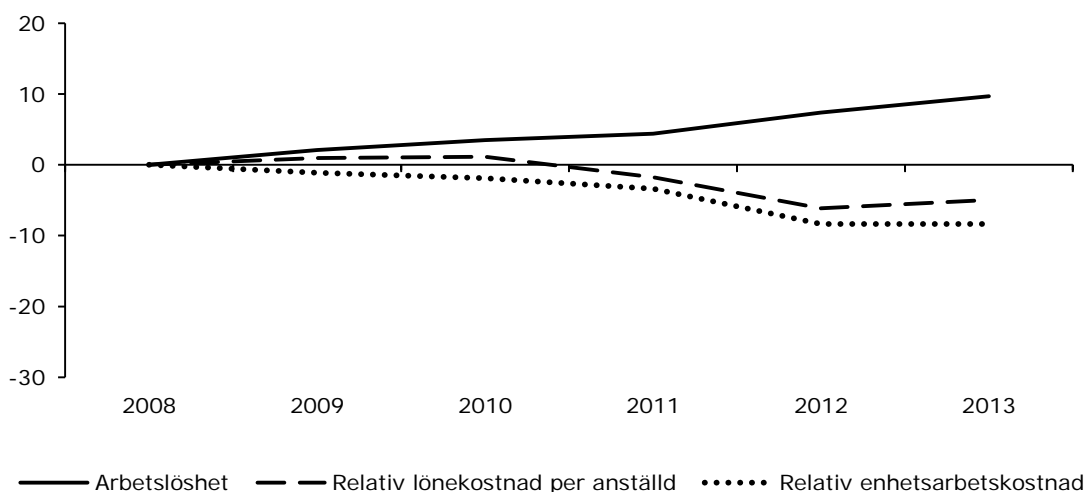
*Anm:* Den offentliga sektorns primära finansiella sparande är skillnaden mellan intäkter och utgifter exklusive räntor. Diagrammet visar skillnaden mellan det primära sparandet 2012 och 2009.

*Källa:* European Commission, Spring Forecast 2013.

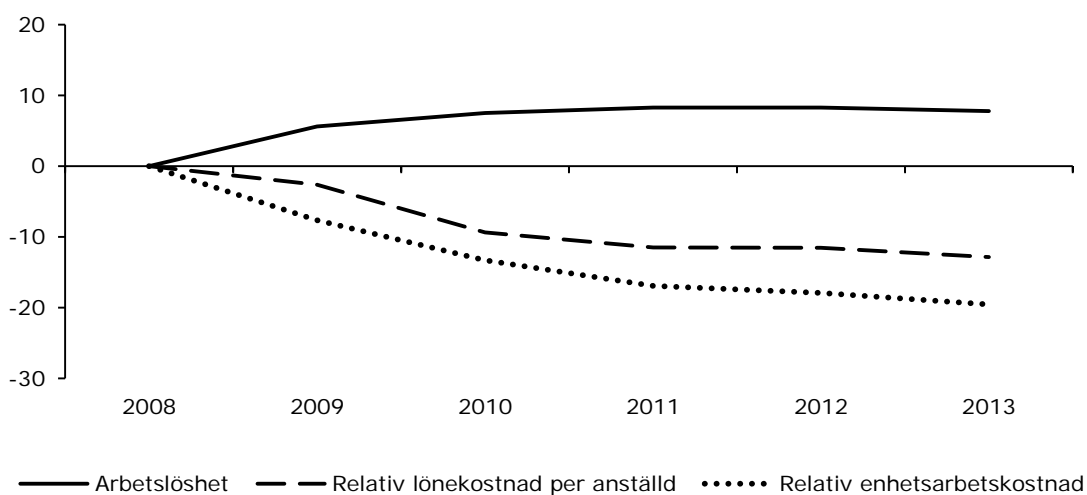
**Figur 5 Arbetslöshet och relativa kostnader i euroområdets krisländer idag och i Sverige under 1990-talskrisen**



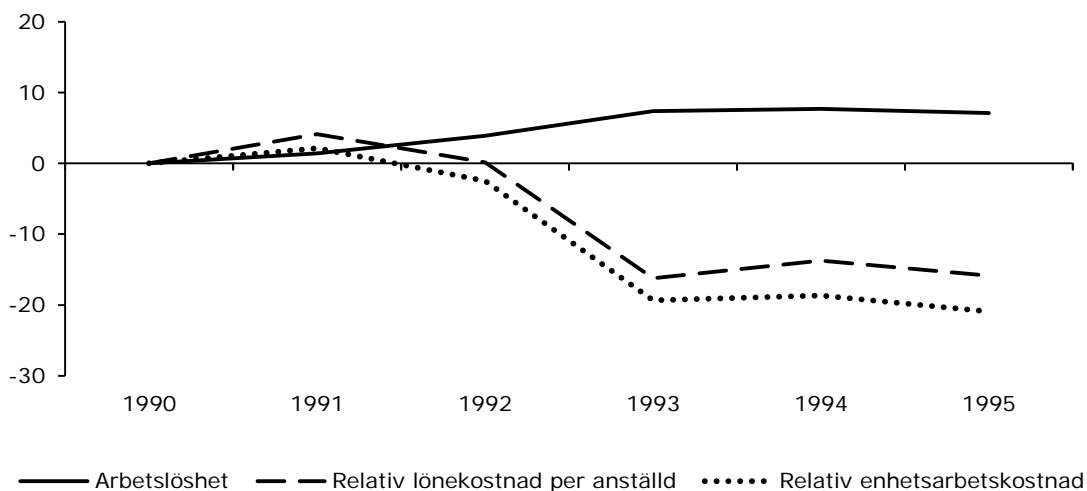
### Portugal



### Irland



### Sverige





*Anm:* Relativ lönekostnad är kvoten mellan nominell lönekostnad per anställd i respektive land och nominell lönekostnad i EU-12 (Belgien, Finland, Frankrike, Grekland, Irland, Italien, Luxemburg, Nederländerna, Portugal, Spanien, Tyskland och Österrike). Relativ enhetsarbetskostnad är kvoten mellan nominell lönekostnad per producerad enhet i landet i fråga och nominell lönekostnad per producerad enhet i EU-12. Enhetsarbetskostnaden i ett land fås som kvoten mellan nominell lönekostnad per anställd och arbetsproduktivitet (produktion per anställd). Diagrammen anger förändring i arbetslösheten i procent av arbetskraften och förändring i det relativa kostnadsmåttet i procent. Jämförelsen är med året innan arbetslösheten började öka.

*Källa:* Ameco.

**Tabell 1 Uppoffringskvoter: Förhållandet mellan ökning av arbetslösheten och minskning av den relativa arbetskostnaden**

	Relativ lönekostnad per anställd	Relativ enhetsarbetskostnad
Grekland (2008-2012)	1,23	2,11
Irland (2008-2012)	0,72	0,46
Italien (2008-2012)	4,29	-2,05
Portugal (2008-2012)	1,21	0,88
Spanien (2008-2012)	4,81	1,30
Finland (1990-1994)	0,55	0,44
Sverige (1990-1994)	0,56	0,41

*Anm:* Uppoffringskvoten definieras som kvoten mellan ökningen av arbetslösheten i procent av arbetskraften och den procentuella sänkningen av relativkostnaden. Relativ lönekostnad och relativ enhetsarbetskostnad definieras i Figur 5. Förändringarna mäts mellan det år då arbetslösheten började öka och fyra år senare. Siffran 1,23 i den första kolumnen för Grekland betyder således att arbetslösheten i detta land 2012 hade ökat med 1,23 procentenheter för varje procents sänkning av den relativa lönekostnaden per anställd jämfört med 2008. Ett negativt värde betyder att den relativa kostnaden *ökat* trots att arbetslösheten stigit, så att ingen kostnadsanpassning skett.

*Källa:* Egna beräkningar baserade på AMECO.