

Eurokrisen, eurosamarbetets regelsystem och den framtida integrationen



Lars Calmfors

Lars Calmfors

**Eurokrisen, eurosamarbetets regelsystem
och den framtida integrationen**

– Sieps 2017:1 –

Rapport nr. 1
Mars 2017

Utges av Svenska institutet för europapolitiska studier

Rapporten finns tillgänglig på www.sieps.se
Författaren svarar själv för innehåll och slutsatser i
rapporten.

Omslag: LuxLucid
Tryck: EO Grafiska AB

Stockholm, mars 2017

ISSN 1651-8942
ISBN 978-91-86107-71-0

Förord

Brexit och de senaste årens flykting- och rättsstatskriser har inneburit att frågan om EMU:s framtid hamnat i bakgrunden. Eurozonens problem är dock långt ifrån över och nya störningar skulle snabbt kunna leda till att eurokrisen flammar upp igen. Vi befinner oss i skrivande stund i en situation där EU:s utveckling kan ta flera olika riktningar. Europeiska kommissionens ”Vitbok om EU:s framtid – fem vägar att gå för ett enat EU-27” – som publicerades några veckor tidigare än föreliggande rapport – tar inte ställning till hur EU bör utvecklas utan resonerar i stället kring fem olika scenarier. I dessa är valutaunionens framtida utveckling av stor betydelse. Rapporten ”Eurokrisen, eurosamarbetets regelsystem och den framtida integrationen” av professor Lars Calmfors utgör därför ett lägligt inlägg i debatten om EU:s och framför allt EMU:s framtida inriktning.

Rapporten går igenom de olika steg i EMU:s utveckling som har föranletts av krisen samt diskuterar och analyserar olika alternativ som skulle förbättra EMU:s funktionssätt. Även om federalistiska reformer är teoretiskt möjliga – som exempelvis gemensamt betalningsansvar för offentlig skuldsättning, förutsatt att även budget- och upplåningsbeslut är gemensamma – anser författaren att en långtgående finanspolitisk centralisering är orealistisk i ljuset av de starka EU-skeptiska stämningarna. Med tanke på att dagens finanspolitiska regelsystem lider av ett antal grundläggande problem, menar författaren att finanspolitiken istället bör ”åternationaliseras” och kraven på de nationella ramverken förstärkas och göras mer bindande.

Sieps vill med den här rapporten lämna ett viktigt bidrag till debatten om morgondagens EMU. Det är en debatt som efter de senaste årens uppslitande händelser har blivit allt svårare men samtidigt allt viktigare för EU:s framtida inriktning och överlevnad.

Eva Sjögren
Direktör

Om författaren

Lars Calmfors är professor emeritus i internationell ekonomi vid Stockholms universitet, forskare vid IFN och ordförande i Arbetsmarknadsekonomiska rådet. Han har tidigare varit ordförande i bland annat Ekonomiska rådet (vid Finansdepartementet), EMU-utredningen, SNS Vetenskapliga råd, European Economic Advisory Group vid CESifo i München och Finanspolitiska rådet samt ledamot av Kungl. Vetenskapsakademiens ekonomipriskommitté. Hans huvudsakliga forskningsområden är arbetsmarknads- och makroekonomi.

Innehåll

Sammanfattning	6
1 Inledning.....	11
2 Eurokrisens orsaker och förlopp	13
2.1 Överbelåning i euroområdets periferiländer före krisen.....	15
2.2 Den akuta eurokrisen.....	21
2.3 Dagens situation.....	29
3 Euroområdets system för ekonomisk styrning och krishantering.....	31
3.1 Det finanspolitiska regelverket.....	33
3.2 Bredare makroekonomisk övervakning	47
3.3 Finansiell tillsyn och krishantering	49
4 Valutaunionens framtida utveckling	54
4.1 Bred fördjupning av eurosamarbetet	55
4.2 En alternativ väg med åternationaliserad finanspolitik och bara bankunion	59
5 Referenser	66
Executive summary	71

Sammanfattning

Åren 2010–2015 dominerades EU:s agenda fullständigt av eurokrisen. Under senare tid är det i stället flyktingkris och brexit som har stått i centrum. Även om eurokrisen inte längre framstår som akut, betyder det inte att eurosamarbetets problem är övervunna. Det finns en latent risk att nya störningar – till exempel solvensproblem i banker i vissa länder eller nya konflikter om stöden till Grekland – kan trigga nya krisförlopp. Det finns därför skäl att analysera var eurosamarbetet står idag, hur väl rustat det är inför framtiden och hur det bör utvecklas.

Eurokrisen bestod av flera olika kriser. Inledningsvis sågs den främst som en *statsfinansiell* kris när flera länder hotades av statsbankrutt. Men eurokrisen har även varit en *bankkris* som samspelat med de statsfinansiella problemen. De finanspolitiska åtstramningarna för att hantera statsskuldproblemen förvärrade tillsammans med bankkrisen den *konjunktur-* och *arbetslöshetskris* som utlöstes redan av den internationella finanskrisen 2007–2008. Pris- och kostnadsstegringarna till följd av överhettningar i en del euroländer före finanskrisen kom också att innebära en *konkurrenskraftskris*.

Under eurokrisen improviserades en rad tidigare otänkbara krisåtgärder fram. Dessa innefattade räddningslån och tillskapandet av räddningsfonder. Europeiska centralbanken, ECB, utfäste sig att göra stora köp av krisländernas statsobligationer om det skulle behövas för att hålla nere statsskuldräntorna. Parallellt med den akuta krishanteringen genomfördes en rad reformer för att både förebygga och hantera framtida kriser. Det regelsystem för ekonomisk styrning som vuxit fram omfattar fler områden än bara det ursprungliga finanspolitiska.

Reformerna avser tre områden:

- *De finanspolitiska reglerna.* Förändringarna har inneburit mer preciserade – och fler – budgetregler, åtgärder för att stärka efterlevnaden, förändrade beslutsformer, reformer för att stärka sambandet mellan finanspolitiska beslut på EU-nivå och på nationell nivå samt starkare nationella finanspolitiska ramverk. Upprättandet av räddningsfonder på europeisk nivå utgör också en del av de institutionella förändringarna på det finanspolitiska området.
- *Bredare makroekonomisk övervakning.* En lärdom från främst Irlands och Spaniens erfarenheter är att statsfinansiella kriser, till följd av makroekonomiska obalanser som utvecklats under ekonomiska uppgångsfaser, kan uppkomma snabbt även i länder som respekterat de finanspolitiska reglerna. Därför har man infört en bredare makroekonomisk övervakning som syftar till att identifiera och förebygga obalanser i goda tider som senare kan utvecklas till statsfinansiella kriser.

- *Finansiell tillsyn och krishantering.* Detta är det område där eurokrisen lett till de största förändringarna. Den mest radikala reformen är etableringen av *bankunionen*. Den innefattar en *gemensam tillsynsmekanism* och en *gemensam resolutionsmekanism*. Tillsynsmekanismen innebär att ECB utövar tillsynen över de största och viktigaste bankerna i euroområdet. Enligt resolutionsmekanismen bär en gemensam resolutionsnämnd ansvaret för beslut om bankresolution, det vill säga om rekonstruktion eller avveckling av en bank på obestånd. Kostnaderna för det ska i första hand bäras av aktieägare och fordringsägare. Endast om dessas bidrag är otillräckliga, ska medel användas från en gemensam resolutionsfond som gradvis byggs upp av avgifter från bankerna.

Frågan är hur eurosamarbetet bör utvecklas i framtiden. Ett spår i debatten är en bred fördjupning av eurosamarbetet omfattande både finanspolitiken och bankunionen. Detta synsätt har getts ett klart uttryck i den så kallade *fem ordförandenas rapport*.¹ Den ställer upp en *finanspolitisk union* med gemensamma beslut om finanspolitiken som ett långsiktigt mål för euroområdet. Centraliserade finanspolitiska beslut ska kunna tas i ett framtida finansdepartement (*treasury*) för hela euroområdet. Liknande förslag har tidigare framförts av olika debattörer som har argumenterat för att ett sådant europeiskt finansdepartement i vissa fall ska kunna lägga in veto mot budgetar beslutade av nationella parlament och ålägga enskilda medlemsstater specifika budgetmål.

Det finns en *ekonomisk* logik bakom tankarna om en bred fördjupning av eurosamarbetet. Förslagen om en vidareutvecklad bankunion baseras på insikten att en enskild medlemsstat kan överväldigas av en bankkris och att den kan få spridningseffekter som hotar både den finansiella och makroekonomiska stabiliteten i hela euroområdet. Långtgående centraliserad kontroll över enskilda euroländers budgetbeslut är ett sätt att hantera de risker för oansvarigt beteende (*moral hazard*) i finanspolitiken som förstärkts av åsidosättandet av EU:s icke-undsättningsklausul (vilken förbjuder EU-institutioner och andra medlemsstater att ta över ansvaret för en enskild medlemsstats betalningsförpliktelser) och upprättandet av räddningsfonderna. Ett gemensamt betalningsansvar för enskilda länders offentliga skuldsättning bidrar inte till några *moral-hazard*-problem om också budget- och upplåningsbesluten görs gemensamma.

Problemet med fördjupningsplanerna är den *politiska genomförbarheten*. Planerna går på tvärs mot de starka EU-skeptiska stämningar som idag kännetecknar opinionen i många EU-länder och som kommit till uttryck i växande politiskt stöd för EU-kritiska, och ibland direkt EU-fientliga, politiska partier. Det politiska opinionsläget innebär med all sannolikhet att planerna på

¹ Juncker (2015). Formell avsändare av rapporten var Kommissionens ordförande Jean-Claude Juncker, men den utarbetades i nära samarbete med Europeiska rådets ordförande Donald Tusk, Eurogruppens ordförande Jeroen Dijsselbloem, ECB:s ordförande Mario Draghi och Europaparlamentets ordförande Martin Schultz.

en finanspolitisk union med direkt centralisering av finanspolitiska beslut är orealistiska.

Frågan är om ens det finanspolitiska regelsystemet som det ser ut idag kan fungera. Grundläggande tidsinkonsistensproblem gör Kommissionen och Ekofinrådet ovilliga att tillämpa reglerna när det blir skarpt läge. En orsak till att man inte använt sig av de finansiella sanktioner som finns är förmodligen 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.

Frågan är om inte hela systemet med finansiella sanktioner för euroländer som bryter mot EU:s finanspolitiska regler bör överges. Man bör kanske i stället i huvudsak förlita sig på de nationella budgetpolitiska ramverken, alltså på en "åternationalisering" av finanspolitiken. Det kan vara möjligt med den förstärkning av de nationella ramverken som skett under de senaste åren delvis som en följd av initiativ på EU-nivå. Kraven från den europeiska nivån på de nationella ramverken skulle dessutom kunna förstärkas och göras mer bindande. Fördelen med att i högre grad luta sig mot nationellt formulerade mål, procedurer och institutioner (till exempel finanspolitiska råd) är att de förmodligen har större legitimitet i medborgarnas ögon och verkar i det nationella sammanhang i vilket det mesta av den ekonomisk-politiska diskussionen förs.

De gemensamma finanspolitiska reglerna på EU-nivå skulle främst kunna användas för att underbygga respekten för de nationella budgetpolitiska målen. Men det kräver i så fall en kraftig förenkling av EU-reglerna: de måste bli färre och mindre komplicerade om de ska fungera som tunga riktmärken så att en avvikelser från dem leder till ett nationellt opinionstryck att korrigera politiken.

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 långivare får ta konsekvenserna i en statsskuldskris. Det är bara då som en rimlig marknadsprissättning av riskerna med utlåning till den offentliga sektorn i olika länder kan komma till stånd. Detta behövs för att tidiga marknadssignaler ska disciplinera den nationella finanspolitiken. Trovärdighet för icke-undsättningsklausulen kräver förmodligen att det tillskapas en procedur för hur en nedskrivning av ett lands statsskuld ska hanteras (en *omstruktureringsprocess* för statsskulden).

En annan förutsättning för en trovärdig icke-undsättningsklausul är att återverkningarna på det finansiella systemet av en statsskuldskris kan hanteras. Det krävs alltså en väl fungerande bankunion, så att inte en nedskrivning av ett lands statsskuld utlöser en finansiell systemkris. Finanspolitisk union och bankunion bör därför inte ses som komplement. Man kan i stället se en vidareutvecklad

bankunion som en förutsättning för att åternationalisera finanspolitiken. Ytterligare reformer som krävs är då att de nationella insättningsgarantierna backas upp av ett gemensamt återförsäkringssystem för insättningsgarantier och att enskilda bankers exponering mot det egna landets statspapper begränsas. Vidare bör Europeiska stabiliseringsmekanismen (ESM) göras om till en räddningsfond som inte får ge enskilda stater stöd utan endast ge bankstöd: antingen genom att tillföra resurser till den gemensamma resolutionsfonden eller genom att själv ta över och återkapitalisera fallerande banker.

Det finns 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 periferiländerna. 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. De senare besluten verkar tvärtom ofta ses som själva kärnan av nationell suveränitet. Det gör knappast beslut om säkerhetsmarginaler för banker och andra finansinstitutioner i deras verksamhet. Hur som helst innebär den centraliserade banktillsynen att denna sker på samma nivå som där kostnaderna för finansiella systemkriser i slutändan riskerar att hamna. Det minskar riskerna för oansvarigt beteende (*moral hazard*) i banksektorn vid gemensam krishantering.

Min slutsats är att det saknas politiska förutsättningar för en centralisering av finanspolitiken inom euroområdet. Planerna på en finanspolitisk union bör därför överges. De är rentav potentiellt farliga eftersom de går på tvärs mot den allmänna opinionen och därför riskerar att ytterligare trigga EU-fientliga strömningar. Förmodligen är redan det existerande finanspolitiska regelsystemet i euroområdet politiskt ohållbart om det verkligen skulle tillämpas, vilket är skälet till att så inte sker och inte heller kommer att ske i framtiden. Det förefaller därför klokt att i stället för att försöka fördjupa den finanspolitiska integrationen ta ett steg tillbaka och fokusera på incitamenten för budgetdisciplin på nationell nivå. De kommer att få större kraft om icke-undsättningsklausulens trovärdighet stärks.

Man bör i stället främst satsa på att få till stånd en väl fungerande bankunion. Om det lyckas, kan trovärdigheten för icke-undsättningsklausulen återupprättas. Det blir inte längre nödvändigt med räddningsfonder som i statsfinansiella kriser tar över betalningsansvaret för enskilda länders statsskulder om konsekvenserna av nedskrivningar av dem kan begränsas. De politiska förutsättningarna är betydligt större för en vidareutveckling av bankunionen än för en fördjupad finanspolitisk integration.

Slutsatsen blir att mer integration på *både* det finanspolitiska *och* det finansiella området inte är genomförbar. De största möjligheterna till ett väl fungerande

framtida eurosamarbete tycks i stället ligga i *mer* integration i fråga om finansiell tillsyn och krishantering samt *mindre* integration på det finanspolitiska området. Det senare har förstås nackdelen att det blir svårare att uppnå en samordning av finanspolitiken i syfte att åstadkomma en lämplig finanspolitisk inriktning för euroområdet som helhet, men det är förmodligen nödvändigt att acceptera att de politiska förutsättningarna för det inte finns idag.

Under eurokrisens mest akuta skeden ställdes ofta frågan om euron skulle överleva. Idag ställs i stället oftare frågan om huruvida hela EU på sikt ska överleva. En intressant observation i sammanhanget är att stödet för euron i euroländerna (inklusive periferiländerna) inte tycks ha minskat trots att stödet för EU har gjort det. En möjlig tolkning är att euron snarare än att vara en mekanism för ”en allt fastare sammanslutning av de europeiska folken” kanske kan vara den mekanism som håller ihop EU och förhindrar ett sönderfall därför att en återgång till nationella valutor upplevs som alltför komplicerad och riskfylld. Chansen till det är störst ju mer realistiska mål som sätts upp för den fortsatta integrationen i euroområdet. Enligt min analys är sannolikheten för en väl fungerande euro störst om samarbetsambitionerna höjs när det gäller finansiell tillsyn och krishantering men sänks i fråga om budgetpolitiken.

1 Inledning*

Åren 2010–2015 dominerades EU:s agenda fullständigt av eurokrisen. Under senare tid är det i stället flyktingkris och brexit som har stått i centrum. Även om eurokrisen inte längre framstår som akut, betyder det inte att eurosamarbetets problem är övervunna. Det finns en latent risk att nya störningar – till exempel solvensproblem i banker i vissa länder och fortsatt växande statsskulder – kan trigga nya krisförlopp. Det finns därför skäl att analysera var eurosamarbetet står idag, hur väl rustat det är inför framtiden och hur det bör utvecklas.

Eurokrisen bestod egentligen av flera olika kriser.² Inledningsvis sågs den främst som en *statsfinansiell* kris. Men den har i allra högsta grad också varit en *bankkris* som samspelat med de statsfinansiella problemen. De finanspolitiska åtstramningarna för att hantera statsskuldproblemen förvärrade tillsammans med bankkrisen den *konjunktur-* och *arbetslöshetskris* som utlöstes redan av den internationella finanskrisen 2007–2008. Pris- och kostnadsstegringarna till följd av överhettningar i en del euroländer före finanskrisen kom också att innebära en *konkurrenskraftskris*.

Under eurokrisen improviserades en rad tidigare otänkbara krisåtgärder fram. Dessa innefattade räddningslån och tillskapandet av räddningsfonder. Europeiska centralbanken, ECB, vidtog en rad åtgärder. Dessa inkluderade till exempel utfästelser om stora köp av krisländernas statsobligationer om det skulle behövas för att hålla nere statsskuldräntorna som före krisen hade setts som helt otänkbara. Parallellt med den akuta krishanteringen genomfördes en rad reformer för att både förebygga och hantera framtida kriser. Dessa omfattar de finanspolitiska reglerna, en bredare makroekonomisk övervakning, samspillet mellan ekonomisk-politiska beslut på nationell nivå och på EU-nivå samt reglering, tillsyn och krishantering på det finansiella området. Dagens system för ekonomisk styrning inom euroområdet är således en följd av såväl improviserade krishanteringsbeslut som mer långsiktigt planerade reformöverväganden.

Framställningen disponeras på följande sätt. Avsnitt 2 ger en sammanfattande bild av eurokrisens förlopp. Avsnitt 3 beskriver det ramverk för ekonomisk styrning som vuxit fram under krisen och analyserar hur ändamålsenligt det är. Avsnitt 4 diskuterar framtida utvecklingsvägar för valutaunionen. En huvudpunkt här gäller spänningen mellan det *ekonomiskt ändamålsenliga* och det *politiskt möjliga* i en situation med, som det verkar, stor folklig skepsis mot långt driven integration.

* Författaren är tacksam för värdefulla kommentarer från Magnus Astberg, Jens Henriksson, Lars Jonung, Albin Kanalainen, Karin Kinnerud, Lars Lundberg, Jens Matthiessen, Jonas Norlin, Joakim Sonnergård och två anonyma granskare.

² Särskilt Shambaugh (2012) har utvecklat detta tema. Se också Söderström (2013).

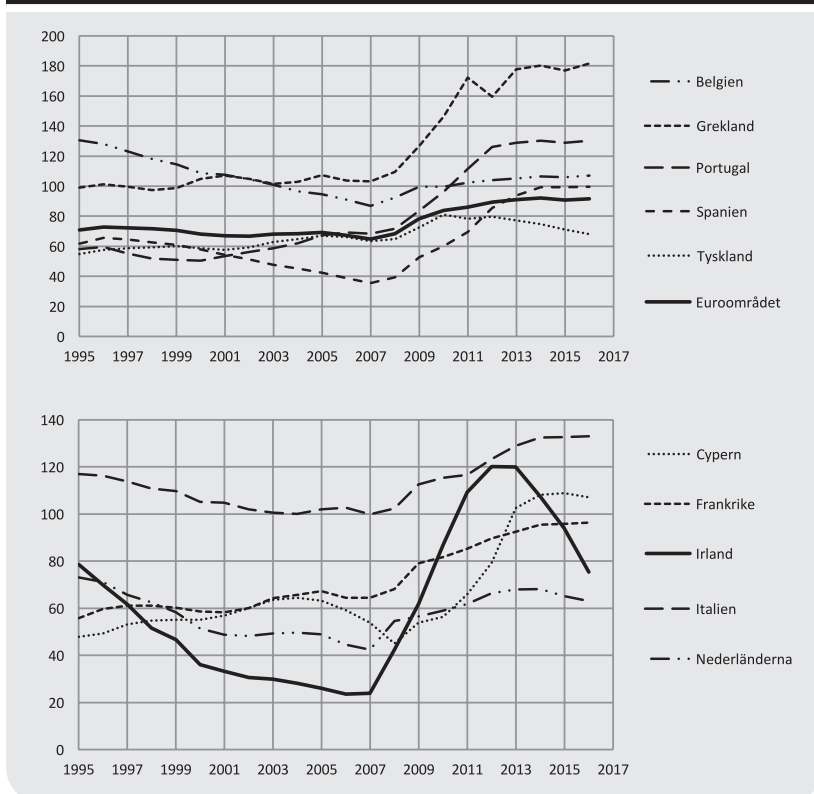
Min slutsats är att mer integration på *både* det finanspolitiska *och* det finansiella området inte är genomförbar. De största möjligheterna till ett väl fungerande framtida eurosamarbete tycks i stället ligga i *mer* integration i fråga om finansiell tillsyn och krishantering men *mindre* integration på det finanspolitiska området. Enligt min bedömning finns det inte politiska förutsättningar för en centralisering av finanspolitiken inom euroområdet. Sådana planer är rent av potentiellt farliga eftersom de går på tvärs mot den allmänna opinionen och därför riskerar att ytterligare trigga EU-fientliga strömningar. Förmodligen är redan det existerande finanspolitiska regelsystemet i euroområdet politiskt ohållbart om det verkligen skulle tillämpas. Det är skälet till att så inte sker och inte heller kommer att ske i framtiden. Det förefaller därför klokt att, i stället för att försöka fördjupa den finanspolitiska integrationen, ta ett steg tillbaka och fokusera på incitamenten för budgetdisciplin på nationell nivå.

Man bör i stället främst satsa på att få till stånd en väl fungerande bankunion. Om det lyckas, kan icke-undsättningsklausulen (som förbjuder både EU-institutioner och andra medlemsstater att ta över betalningsansvaret för en enskild medlemsstats statsskuld) återupprättas. Det skulle stärka de nationella drivkrafterna för budgetdisciplin. Det blir inte längre nödvändigt med räddningsfonder som i statsfinansiella kriser ger stöd till enskilda medlemsstater om konsekvenserna av skuldnedskrivningar på det finansiella systemet kan begränsas. De politiska förutsättningarna är betydligt större för en vidareutveckling av bankunionen än för en fördjupad finanspolitisk integration.

2 Eurokrisens orsaker och förlopp

Eurokrisen uppfattades till en början som mest en statsfinansiell kris. Som framgår av Figur 1 har också statsskuldkvoterna (statsskulderna som andel av BNP) i en del euroländer växt dramatiskt och är nu mycket höga. Vid utgången av 2016 var statsskuden i Grekland 182 procent av BNP. I Italien var den 133 procent och i Portugal 130 procent. Statsskuldkvoterna ligger också runt 100 procent i Cypern, Belgien, Spanien och Frankrike. Ökningarna av statsskulderna har varit helt exceptionella i några av länderna. Mellan 2007 och toppåret efter eurokrisens utbrott ökade statsskuldkvoten med 96 procentenheter i Irland

Figur 1 Statsskuld i vissa euroländer, procent av BNP

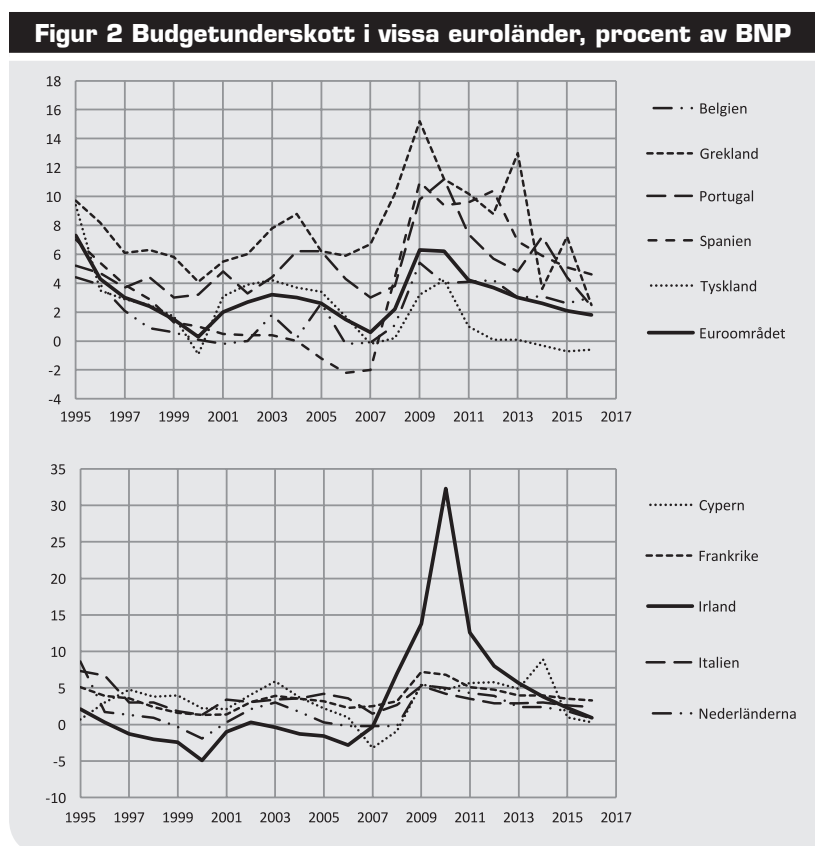


Anm: Statsskuden i diagrammen avser den konsoliderade offentliga sektorns bruttoskuld. Den utgörs av den offentliga sektorns samtliga skulder sedan interna fordringar och skulder inom sektorn avräknats mot varandra.

Källa: Ameco.

(från mycket låga 24 procent till 120 procent 2013) och 79 procentenheter i Grekland (från 103 procent till 182 procent 2014).³ Ökningarna mellan 2007 och 2016 har också varit spektakulära i Cypern, Portugal och Spanien: med 50–60 procentenheter. I Italien var ökningen betydligt mindre: 33 procentenheter. Dagens höga statsskuld kvot i detta land beror främst på att man gick in i finanskrisen med en kvot som redan 2007 låg så högt som 100 procent.

Figur 2 visar de stora budgetunderskott som uppstod i flera euroländer under åren runt 2010. 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



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

Källa: Ameco.

³ Irlands statsskuld har sedan fallit snabbt: till 75 procent av BNP 2016.

och Spanien. Däremot höll sig budgetunderskottet på en betydligt lägre nivå i Italien (som högst drygt fem procent av BNP år 2009). Underskotten i Cypern var heller aldrig så stora: som mest cirka 9 procent av BNP i samband med den akuta bankkrisen där 2014.

2.1 Överbelåning i euroområdets periferiländer före krisen

Den utlösande faktorn för eurokrisen tycks ha varit den nytillträdande grekiska regeringens avslöjande hösten 2009 att den föregående regeringen mörkat storleken på budgetunderskotten och att dessa var ungefär dubbelt så stora (cirka 10 procent av BNP år 2008) som tidigare rapporterats. Det skapade tvivel på att den grekiska staten skulle klara sin skuldtjänst, det vill säga att betala räntor och amorteringar på sin skuld, utan att lämna eurosamarbetet.

Bland ekonomer har det gradvis vuxit fram en betydande samsyn om att eurokrisen inte främst bör ses som en statsfinansiell kris utan som en generell överbelåningskris där några euroländer totalt sett (alltså privat och offentlig sektor sammantagna) lånat för mycket från omvärlden.⁴ Man har pekat på att Irland och Spanien, som båda fick undsättningslån, hade överskott i sina budgetar och små statsskulder på behörigt respektavstånd från EUs skuldgräns på 60 procent av BNP under åren före finanskrisens utbrott 2007/08 (se Figurerna 1 och 2).⁵ Däremot klarade sig Italien och Belgien (med statsskulder på 115 respektive 100 procent av BNP 2010) utan sådana undsättningslån även om de italienska statsskuldräntorna steg under 2011-2012. Tabell 1 visar att det gemensamma för de euroländer som behövde undsättningslån – Grekland, Irland, Portugal, Spanien och Cypern – var stora ackumulerade bytesbalansunderskott.⁶ 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 nettouplåning från resten av världen.

Tabell 1 visar ackumulerade budgetöverskott i Irland och Spanien under åren 2000–2007: 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

⁴ Se Baldwin och Giavazzi (2015) och Baldwin med flera (2016). Framställningar på svenska är Persson (2012), de Wylder (2013) och Söderström (2013).

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

⁶ Se också EEAG (2012, 2013). Den årliga ökningen av ett lands utlandsskuld som andel av BNP är (approximativt) lika med summan av bytesbalansunderskottet som andel av BNP och BNP:s nominella tillväxttakt multiplicerad med föregående års utlandsskuld som andel av BNP. På motsvarande sätt är den årliga ökningen av ett lands statsskuld som andel av BNP (approximativt) lika med summan av budgetunderskottet som andel av BNP och BNP:s nominella tillväxttakt multiplicerad med föregående års statsskuld som andel av BNP. Det betyder att de ackumulerade bytesbalans- och budgetunderskotten (mätta som andelar av BNP) är starkt korrelerade med, men inte lika med, förändringarna av utlands- och statsskulden (också mätta som andelar av BNP). Se till exempel Finanspolitiska rådet (2008), Appendix 1.

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

	<i>Summa bytesbalansunderskott</i>	<i>Summa budgetunderskott</i>	<i>Summa budgetunderskott/Summa bytesbalansunderskott</i>
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.

Källor: Ameco och egna beräkningar.

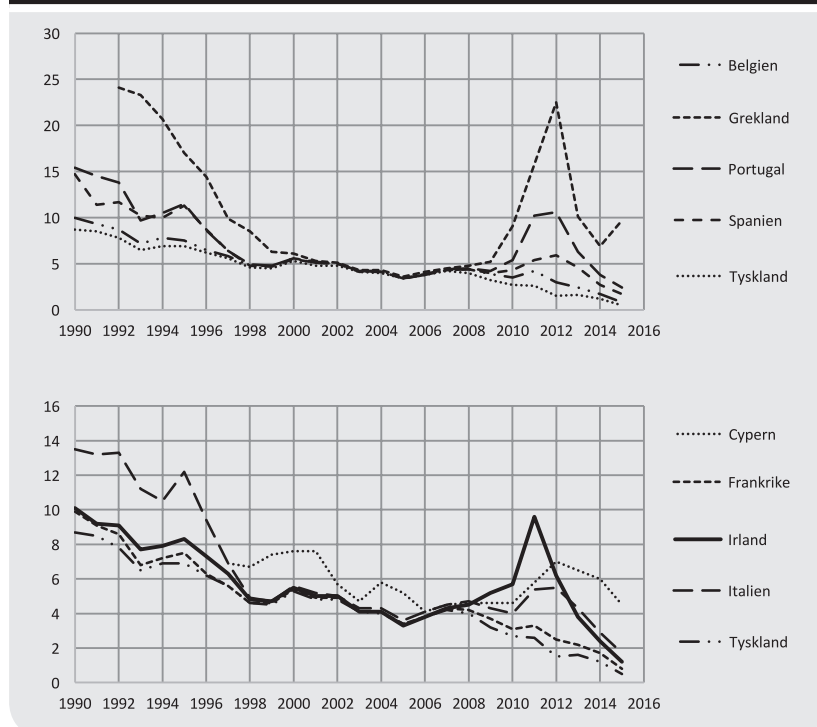
respektive 47,7 procent av årlig BNP för Spanien), men att detta motverkades av sparande i den offentliga sektorn. I Grekland och Portugal var emellertid bilden en annan. Där utgjorde de ackumulerade budgetunderskotten 59,6 respektive 35,5 procent av de ackumulerade bytesbalansunderskotten (på 85,5 respektive 99,8 procent av BNP). Så i dessa två länder bidrog bristande finanspolitisk disciplin i hög grad till den stora nettoupplåningen från utlandet. I Cypern var budgetunderskottens bidrag till bytesbalansunderskotten (90,8 procent av BNP) mindre: kvoten mellan ackumulerade budget- och bytesbalansunderskott var 19,8 procent. De ackumulerade budgetunderskotten i Italien var större än de ackumulerade bytesbalansunderskotten, som dock var små (bara sex procent av årlig BNP). Innebörden är 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.

Sammanfattningsvis passar överbelåningshypotesen väl in på Cypern, Grekland, Portugal, Spanien och Irland, det vill säga de euroländer som fick räddningslån. I Cypern, Grekland och Portugal bidrog både offentlig och privat sektor direkt till överbelåningen. I Spanien och Irland lånade inte den offentliga sektorn före krisen utan endast den privata, men den lånade desto mer. Den offentliga sektorn bidrog endast indirekt: en stramare finanspolitik med större budgetöverskott hade dämpat den aggregerade efterfrågan och därmed bidragit till mindre utlandsupplåning.

Den vanligaste förklaringen till den ökade utlandsupplåningen i euroområdet periferiländer (de ovan nämnda länderna plus Italien) är det räntefall i dessa

länder som valutaunionens start kom att innebära.⁷ Räntefallet berodde på att den gemensamma valutan eliminerade valutarisken vid utlåning till dessa länder från övriga euroländer. Figur 3 illustrerar hur de långa nominella räntorna konvergerade ner mot den tyska nivån i samband med valutaunionens start 1999.⁸ Samtidigt var inflationen högre i periferiländerna än i Tyskland. I genomsnitt steg BNP-deflatorn 2000–2009 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 (se Figur 4).⁹ Följden blev att realräntorna (alltså skillnaderna mellan de nominella räntorna och inflationen) under perioden låg 1–3 procentenheter lägre i periferiländerna än i Tyskland.

Figur 3 Nominell tioårig statsobligationsränta i vissa euroländer, procent



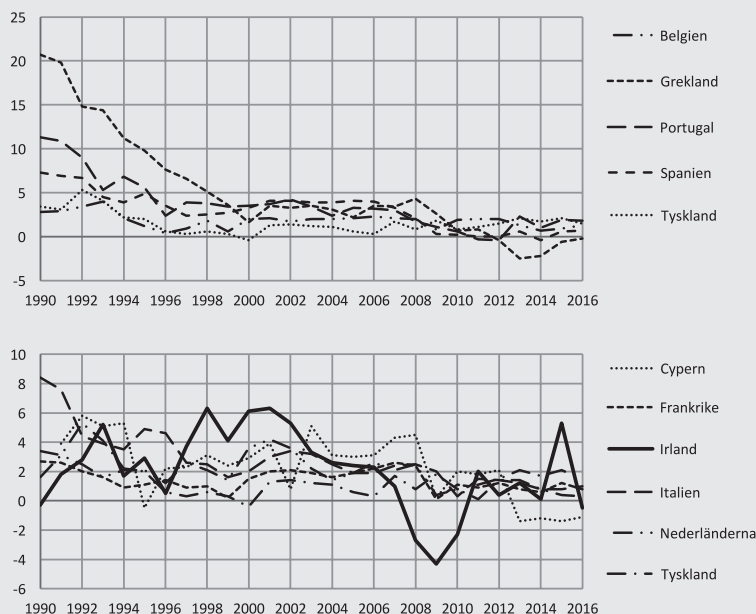
Källa: Ameco.

⁷ Se till exempel EEAG (2012).

⁸ För Cypern skedde räntekonvergens inte förrän 2006. Det berodde på att landet inträdde i EU först 2004 och i valutaunionen först 2008.

⁹ Under 2000–2007 var den genomsnittliga ökningstakten i Irland hela 3,6 procent.

Figur 4 Inflation i vissa euroländer, procent



Anm: Inflationen mäts som förändring av BNP-deflatorn.

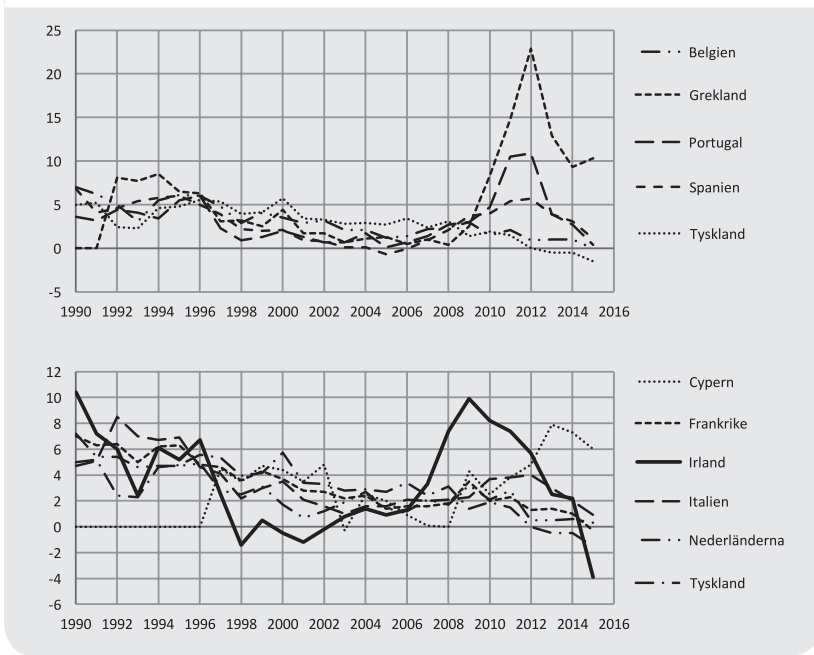
Källa: Ameco.

Euroområdet som helhet hade i stort sett balans i sina utrikesbetalningar före finanskrisen: det ackumulerade bytesbalanssaldot 2000–2007 var 2,6 procent av årlig BNP. Bytesbalansunderskotten i euroområdets periferiländer finansierades alltså inte som bytesbalansunderskotten i USA av Kinas och andra östasiatiska länders sparandeöverskott utan av sparandeöverskotten i euroområdets kärnländer, främst Tyskland och Nederländerna men också Belgien, Österrike och Finland. Detta sågs vid denna tidpunkt som en naturlig del av en konvergensprocess inom euroområdet. Investeringar skulle styras om från de rikare kärnländerna med stora kapitalstockar, där kapitalavkastningen följaktligen sjunkit, till de fattigare periferiländerna med mindre kapitalstockar och därför högre kapitalavkastning.¹⁰ Men upplåningen kom i stället att till stor del finansiera både privat och offentlig konsumtion. Investeringarna skedde i stor utsträckning i hemmamarknadssektorerna, inte minst i bostäder, och bidrog därför inte till att bygga upp produktionskapacitet i exportsektorn som i framtiden skulle kunna ge intäkter för att finansiera räntor och amorteringar på utlandsupplåningen.¹¹

¹⁰ Se till exempel Blanchard och Giavazzi (2002) samt Frankel (2015).

¹¹ Detta har diskuterats av bland andra Baldwin och Giavazzi (2015) samt Sinn (2015).

Figur 5 Real tioårig statsobligationsränta i vissa euroländer, procent



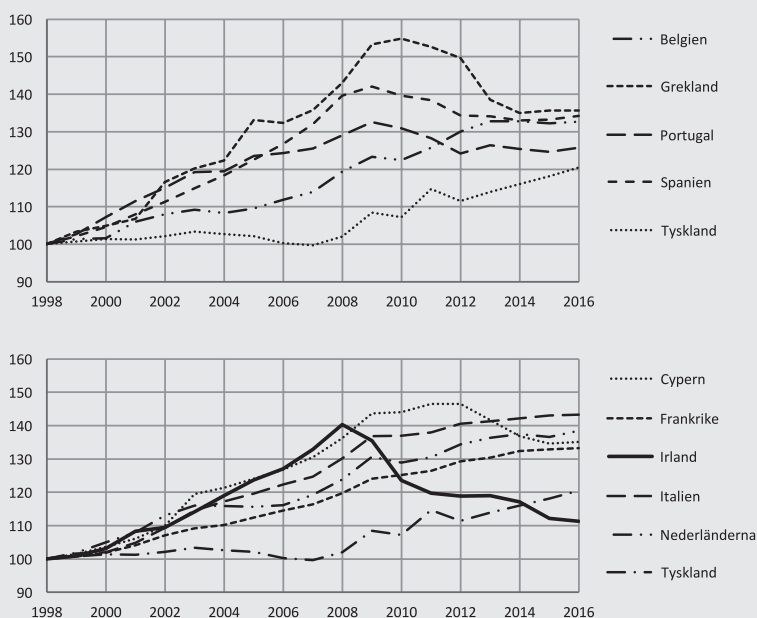
Anm: Inflationen mäts som förändring av BNP-deflatorn.
Källor: Ameco och egna beräkningar.

Överbelåningen i periferiländerna resulterade i allmänna 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.¹² Överhettningarna kunde inte dämpas av den gemensamma penningpolitiken eftersom ECB:s styrränta sattes utifrån den genomsnittliga situationen i euroområdet. Olika studier har funnit att ECB:s styrränta låg väsentligt lägre än de styrräntor som skulle ha varit önskvärda i periferiländerna.¹³ Följden blev högre löne- och prisökningar än i kärnländerna och då särskilt Tyskland, det vill säga *reala apprecieringar*. Dessa framgår av Figur 4 som visar prisökningarna (uttryckta som förändringarna av BNP-deflatorn, det vill säga prisnivån för produktionen) i olika euroländer. En annan illustration ges av Figur 6 som visar utvecklingen för de nominella enhetsarbetskostnaderna (kostnaderna per producerad enhet). Genom att göra periferiländernas export dyrare i förhållande till importen spädde dessa förändringar av relativa priser och kostnader på bytesbalansunderskotten.

¹² Se till exempel Calmfors (2013a) och Flam (2013).

¹³ Ett exempel är EEAG (2011).

Figur 6 Nominell enhetsarbetskostnad i vissa euroländer, 1998 = 100



Anm: Den nominella enhetsarbetskostnaden är kostnaden per producerad enhet i hela ekonomin.
Källa: Ameco.

Det har i den nationalekonomiska diskussionen pekats på en inneboende instabilitet vid makroekonomiska obalanser som driver upp inflationen i ett enskilt euroland eller en grupp av mindre euroländer (den så kallade Walterskritiken).¹⁴ Innebörden är att högre inflation sänker *real*räntan, eftersom den gemensamma styrränta som bestäms av ECB inte anpassas till utvecklingen i enskilda euroländer utan sätts utifrån den genomsnittliga situationen i hela euroområdet. En lägre realränta stimulerar konjunkturen ytterligare i länder med hög inflation som därför stiger ytterligare, vilket sänker realräntan ännu mer och så vidare. En omvänd process kan ske i euroländer med lägre inflation än eurogenomsnittet. Wyplosz (2016) finner stöd för att sådana kumulativa processer ägde rum före finanskrisen i Irland och Grekland (med ökande inflation) samt i Tyskland, Österrike och Frankrike (med minskande inflation).

¹⁴ Analysen har fått sin benämning från Margaret Thatchers ekonomisk-politiska rådgivare Alan Walters som var den som först diskuterade fenomenet. Se till exempel Wyplosz (2016) för en diskussion av problematiken.

2.2 Den akuta eurokrisen

Vid finanskrisens utbrott var bankerna i euroområdet mycket sårbara. Särskilt tyska och franska banker hade stor exponering mot periferiländerna. Bankerna i de senare länderna hade också expanderat sin långivning mycket kraftigt. Mest extremt var Irland där bankernas totala balansomslutning 2007 var mer än sju gånger BNP.¹⁵ I efterhand framstår det förstås som ett stort misslyckande för den finansiella tillsynen i euroländerna att riskexponeringen i banksystemet och enskilda länders stora utlandsupplåning inte uppmärksammades mer. Men liknande underlåtenhetssynder gällde också länder utanför euroområdet: USA (med *subprime*-lånen), Storbritannien, Island och även Sverige (med våra bankers stora utlåning i Baltikum). Misslyckandet får ses som en konsekvens av att de finansiella marknaderna i de ekonomiskt mest utvecklade länderna under den första delen av efterkrigstiden var förhållandevis hårt reglerade, vilket minskade frekvensen av *boom-bust*-cykler. Sådana associerades i stället mest med tillväxtekonomier i Latinamerika och Asien. Riskerna för finanskriser var inte något som arkitekterna bakom valutaunionens infrastruktur hade i tankarna när den konstruerades.¹⁶

Finanskrisen 2007–2008 utlöste en världsrecession och en allmän tendens till skuldavveckling (*deleveraging* på engelska) när banker världen över skar ner utlåningen för att minska sin riskexponering.¹⁷ I Irland och Spanien brast fastighetsbubblorna och kraftiga fastighetsprisfall blev följden. När låntagare blev insolventa, uppstod stora förluster i banksystemet, vilket tvingade fram kostsamma statliga bankstöd. Dessa var särskilt stora i Irland. Förlusterna och fallande värden på låntagarnas säkerheter tvingade bankerna att dra ner sin utlåning ännu kraftigare. Detta förstärkte konjunkturedgången. Därmed minskade skatteintäkterna. Kombinationen av det och bankstöden innebar att stora budgetunderskott uppstod också i Irland och Spanien som tidigare haft överskott. Därmed ”socialiserades” den privata sektorns skulder i dessa länder, det vill säga de flyttades över till statens balansräkning.

Avslöjandet hösten 2009 om att de grekiska budgetunderskotten var mycket större än som tidigare rapporterats aktualiserade för första gången möjligheten att ett euroland skulle kunna gå i statsbankrutt. Därmed inleddes en process där statsskuldräntorna i periferiländerna successivt steg och räntedifferenserna till Tyskland ökade därför att långivarna krävde högre riskpremier (se Figur 3). Detta drabbade främst Grekland, Irland och Portugal men också, fast i mindre

¹⁵ Baldwin och Giavazzi (2015).

¹⁶ Detta framgår till exempel av den svenska EMU-utredningen (1996) som inte alls diskuterade risken för finanskriser i valutaunionen.

¹⁷ Den engelska termen *leveraging* betyder i detta sammanhang att en bank försöker höja avkastningen på det egna kapitalet genom den hävstångseffekt som uppkommer när den ökar sin utlåning genom att själv låna upp stora medel som används för detta ändamål. *Deleveraging* betecknar den motsatta processen: när minskad upplåning i syfte att minska riskexponeringen minskar hävstångseffekten.

grad, Spanien, Italien samt Cypern. Även Belgien och Frankrike berördes. För Grekland, Irland och Portugal blev det vad som brukar kallas *plötsliga stopp* (*sudden stops*), det vill säga de privata kapitalinflödena upphörde och det blev i praktiken omöjligt för staterna att omsätta sina gamla lån och ta upp nya utan att betala ”orimligt” höga räntor.

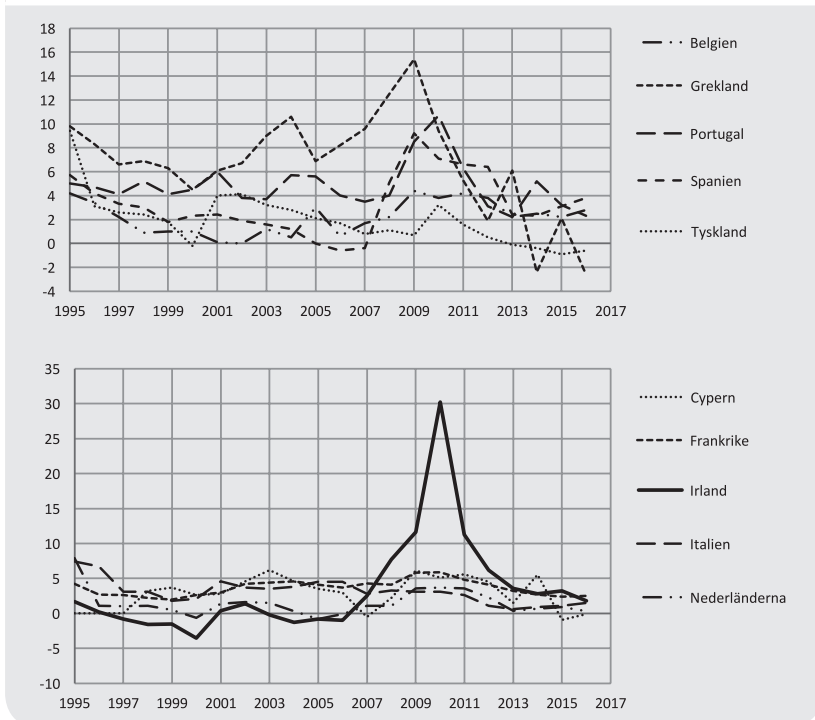
Enligt artikel 125 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt, den så kallade *icke-undsättningsklausulen* (*no-bailout clause*), är det inte tillåtet för EU-institutioner eller andra medlemsstater att överta en enskild medlemsstats låneförpliktelser. Klausulen tillkom för att minska risken för en finanspolitik kännetecknad av oansvarigt beteende (*moral hazard*) i förväntan om att andra medlemsstater i slutändan ska ta på sig kostnaderna för en vidlyftig upplåning. För att ytterligare minska denna risk hade inte några regler utarbetats för hur man i ordnade former skulle kunna skriva ner ett lands statsskuld om den blev ohållbar. Något system på EU-nivå för att hantera bankkriser fanns inte heller utan detta var ett nationellt ansvar.

I det uppkomna läget valde euroländernas ledare att sätta icke-undsättningsklausulen ur spel och – att tillsammans med Internationella valutafonden, IMF – 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 och gavs i bilaterala former men gradvis byggdes en formell struktur med räddningsfonder upp. Räddningslånen motiverades av en rädsla för att statsbankrutter skulle utlösa en ny akut finanskris, eftersom banker och andra finansiella institutioner i euroländerna hade mycket stora innehav av statspapper från krisländerna.¹⁸ Räddningslånen gavs under strikta villkor om att mottagarländerna skulle genomföra finanspolitiska åtstramningsprogram (minskningar av de offentliga utgifterna och skattehöjningar) 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). Figur 7 visar hur de konjunkturjusterade budgetunderskotten i periferiländerna reducerades kraftigt under åren 2010–2013.¹⁹ Ett uppenbart skäl till de strikta kraven på budgetkonsolidering var att euroområdet kärnländer ville hålla nere storleken på räddningslånen och därmed minska risken för egna kapitalförluster ifall krisländerna inte skulle klara att betala räntor och amorteringar. Ett annat skäl var att minska problemet med *moral hazard*, det vill säga göra villkoren så tuffa att krisstöden inte skulle försvaga drivkrafterna för finanspolitisk disciplin i framtiden.

¹⁸ Se till exempel Persson (2012), de Wylder (2013) och Wyplosz (2016).

¹⁹ Det konjunkturjusterade budgetsaldot (*cyclically adjusted fiscal balance*) är ett vanligt mått på den *diskretionära*, det vill säga den aktivt beslutade, finanspolitiken. Se till exempel Mourre med flera (2013).

Figur 7 Konjunkturjusterat budgetunderskott i vissa euroländer, procent av potentiell BNP

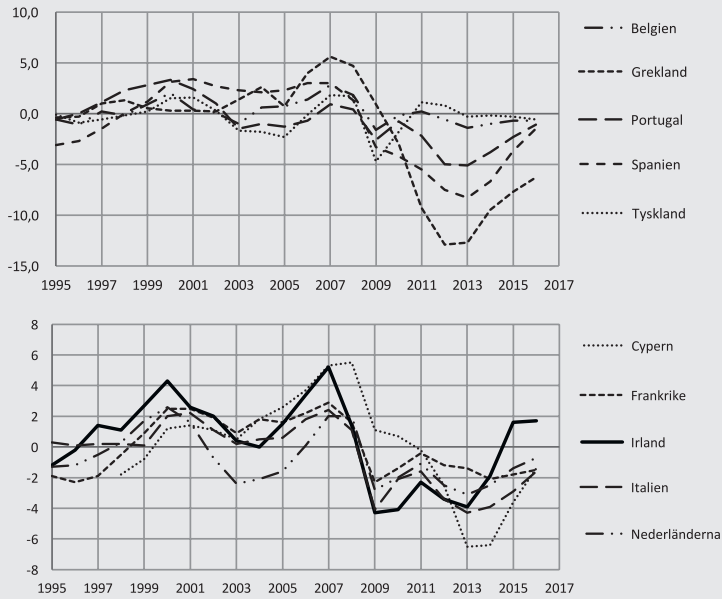


Anm: Budgetunderskottet definieras som offentlig sektors finansiella sparandeunderskott, det vill säga skillnaden mellan sektorns utgifter och intäkter. Ett negativt värde innebär budgetöverskott.
Källa: Ameco.

De finanspolitiska åtstramningarna i krisländerna förstärkte konjunkturedgångarna där. Det framgår av Figur 8 som visar BNP-gapet, det vill säga skillnaden mellan faktisk BNP och potentiell BNP (alltså BNP i ett normalt konjunkturläge), och av Figur 9 som visar arbetslösheten. Bilden blir ännu tydligare i Tabell 2 som visar förändringarna i konjunkturjusterat budgetsaldo, BNP-gap och arbetslöshet mellan 2010 och 2014. Det framgår att det konjunkturjusterade budgetsaldot förbättrades i alla de visade länderna utom Cypern. Samtidigt blev BNP-gapet mer negativt och arbetslösheten steg i alla de visade länderna utom Irland och Tyskland. Den sammantagna bilden är en kraftigt procyklisk finanspolitik, det vill säga stora finanspolitiska åtstramningar i ett läge då konjunkturen försvagades.

Den kontraktiva finanspolitiken i krisländerna under eurokrisen komparerades inte av en expansiv finanspolitik i Tyskland och andra kärnländer. Det innebar att finanspolitiken i euroområdet som helhet bidrog till att minska efterfrågan där.

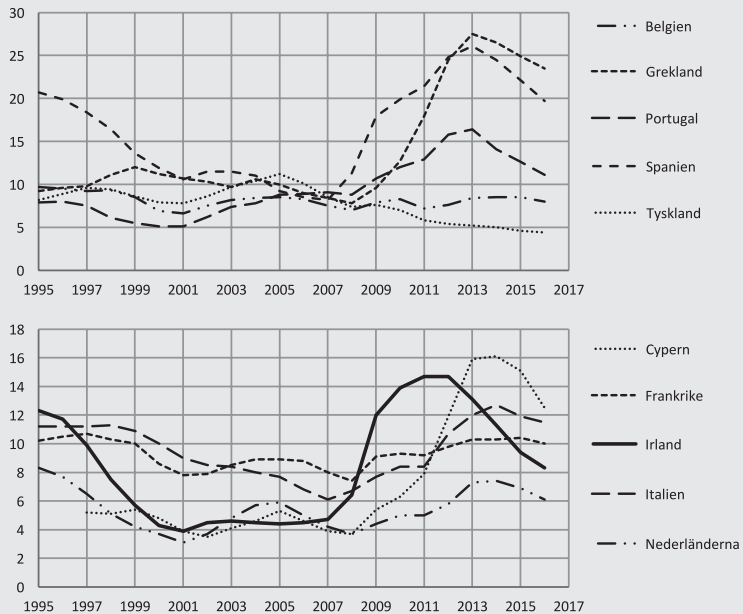
Figur 8 BNP-gapet i vissa euroländer, procent av potentiell BNP



Anm: BNP-gapet fås genom att dividera skillnaden mellan faktisk och potentiell BNP med potentiell BNP.

Källa: Ameco.

Figur 9 Arbetslöshet i vissa euroländer, procent av arbetskraften



Källa: Ameco.

Tabell 2 Förändring av konjunkturjusterat budgetsaldo, BNP-gap och arbetslöshet 2010-2014

	<i>Förändring av konjunkturjusterat budgetsaldo, procent av BNP</i>	<i>Förändring av BNP-gap, procent av potentiell BNP</i>	<i>Förändring av arbetslöshet, procent av arbetskraften</i>
Belgien	1,3	-0,8	0,2
Cypern	- 0,4	-7,2	9,8
Frankrike	3,2	-0,7	1,0
Grekland	10,7	-6,5	13,8
Irland	8,3	2,2	-2,6
Italien	2,2	-1,8	4,3
Nederländerna	3,0	-0,5	-0,5
Portugal	5,5	-3,0	2,1
Spanien	4,8	-2,5	4,6
Tyskland	3,6	1,6	-2,0

Anm: Budgetsaldot definieras som offentlig sektors finansiella sparande. BNP-gapet fås genom att dividera skillnaden mellan faktisk och potentiell BNP med potentiell BNP. För Irland har genomsnittet av budgetsaldona 2009 och 2011 använts i stället för budgetsaldot 2010 när förändringen räknats fram (eftersom budgetunderskottet 2010 blev extremt stort till följd av de stora bankstöden detta år).

Källa: Ameco.

Tabell 3 Konjunkturjusterat budgetsaldo i hela euroområdet, procent av potentiell BNP

2007	-2,1
2008	-3,1
2009	-4,3
2010	-5,0
2011	-3,6
2012	-2,5
2013	-1,4
2014	-1,3
2015	-1,2
2016	-1,2

Anm: Budgetsaldot definieras som offentlig sektors finansiella sparande.

Källa: Ameco.

Tabell 3 visar hur det konjunkturjusterade budgetunderskottet i euroområdet först tilläts öka från 2,1 procent av BNP år 2007 till 5,0 procent år 2010. Men sedan minskade det till 1,2 procent av BNP 2015/2016, det vill säga med hela 3,8 procent av BNP. Detta var en mycket kraftig finanspolitisk åtstramning i euroområdet som helhet.²⁰

²⁰ Se också European Commission (2016b).

Tabell 4 Förändring av faktisk och konjunkturjusterat budgetsaldo i vissa euroländer 2009–2016, procent av faktisk respektive av potentiell BNP

	<i>Förändring av faktisk budgetsaldo</i>	<i>Förändring av konjunkturjusterat budgetsaldo</i>
Belgien	2,4	1,6
Cypern	5,2	6,2
Grekland	12,7	18,0
Frankrike	3,9	3,3
Irland	12,9	9,8
Italien	2,9	1,6
Portugal	7,4	6,2
Spanien	6,4	5,4

Anm: Budgetsaldot definieras som den offentliga sektorns finansiella sparande, det vill säga skillnaden mellan sektorns intäkter och utgifter.

Källa: Ameco.

De finanspolitiska åtstramningarna i krisländerna har i den europeiska debatten kritiserats för att ha motverkat sitt syfte att sanera de offentliga finanserna genom att minska efterfrågan och därmed produktion och sysselsättning.²¹ Det har dragit ner skatteintäkterna, vilket motverkat minskningen av budgetunderskotten. Det stämmer emellertid inte att de finanspolitiska åtstramningarna i krisländerna har lett till ökningsar av budgetunderskotten som andelar av BNP. Detta framgår av Tabell 4 som visar att minskningar av de konjunkturjusterade budgetunderskotten över perioden 2009–2016 också har inneburit minskningar av de faktiska underskotten: det är bara i Grekland och Cypern som de faktiska underskotten minskat mindre än de konjunkturjusterade. Däremot är det förstås sant att åtstramningarna varit mycket stora i flera av krisländerna: mellan 2009 och 2016 har det konjunkturjusterade budgetunderskottet minskat med hela 18 procent av BNP i Grekland och med 5-10 procent av BNP i Cypern, Irland, Portugal och Spanien. Det innebär att priset för budgetsaneringarna i form av lägre produktion och högre arbetslöshet varit högt.²²

Eftersom statsskuldkvoterna (statsskulderna som andel av BNP) i krisländerna varit så höga, innebar lägre BNP en stark tendens för dessa kvoter att öka.²³ Det framgår av Figurerna 1 och 2 att statsskuldkvoterna i dessa länder fortsatte att öka

²¹ Se till exempel De Grauwe och Ji (2013), Piketty med flera (2015) och Wyplosz (2016).

²² Detta diskuteras mer utförligt i Calmfors (2013a, b).

²³ Skälet till fokuseringen på statsskulden i *förhållande till BNP* är förstås att möjligheterna att betala räntor och amorteringar på en given skuld i euro beror på hur stora skatteinkomsterna kan bli. Det beror i sin tur på inkomsterna i ekonomin (BNP).

fram till 2013/2014 trots att budgetunderskotten minskade.²⁴ De finanspolitiska åtstramningarnas effekter på statsskuldkvoterna har alltså kommit med stor eftersläpning.

Om periferiländerna hade haft egna valutor i stället för euron skulle de ha kunnat kompensera efterfrågebortfallet från de finanspolitiska åtstramningarna genom en expansiv penningpolitik och valutadeprecieringar som stimulerat exporten på ungefär det sätt som skedde i Sverige och Finland under 1990-talskrisen.²⁵ Men inom en valutaunion måste detta ske genom *interndevalveringar*, det vill säga genom att inhemska lönekostnader och priser sänks i förhållande till de andra medlemsländerna. Som framgår av Figurerna 4 och 6 har också en sådan process – med lägre pris- och kostnadsökningar än i Tyskland – ägt rum i periferiländerna men den har gått långsamt. Det beror på att nominella löner är tröga nedåt. Nominella lönesänkningar – vilka krävs för en sänkning av lönerna i förhållande till andra länder när inflationen är låg – kan därför bara pressas fram genom hög arbetslöshet. Det innebär att en interndevalvering genom lönesänkningar inte är en användbar metod för att undvika hög arbetslöshet under en finanspolitisk konsolidering. Pissarides (2016) har formulerat detta som att en interndevalvering för att undvika en recession bara kan åstadkommas just genom en recession.²⁶

Önd cirkel för periferiländerna

Under 2011–2012 hamnade periferiländerna i en ond cirkel. Oroliga långgivare krävde högre riskpremier för utlåning till dessa stater (se Figur 3). De högre räntorna ökade kostnaderna för att låna och minskade därmed efterfrågan, vilket drog ner BNP. Det bidrog till att statsskulderna ökade snabbare i förhållande till BNP än tidigare, det vill säga till att statsskuldkvoterna växte snabbare (se Figur 1). Därmed ökade risken för statsbankrutter ännu mer. Följaktligen krävde långgivarna ännu högre räntor för att låna ut. Det minskade BNP ytterligare. Därför tenderade statsskuldkvoten att öka ännu snabbare och så vidare. Man brukar tala om en *snöbollseffekt*.

En stat med en egen valuta och skuld som är denominerad i denna kan alltid hejda en utveckling som den beskrivna. Den nationella centralbanken kan nämligen köpa upp utestående statsobligationer genom att trycka mer pengar, det vill säga genom finansiering via ”sedelpressarna” (även om dessa numera är i huvudsak elektroniska). Då bortfaller risken för statsbankrutt. Det blir i stället så mycket inflation att realvärdet på utestående nominella skulder eroderas.

²⁴ Det framgår av Figur 1 att den grekiska statsskulden sjönk 2012 för att därefter öka igen. Minskningen 2012 berodde på en skuldnedskrivning.

²⁵ Detta diskuteras i bland annat EEAG (2012) och Calmfors (2012 och 2013a, b).

²⁶ Se också Calmfors (2013a,b) som visar att kostnaderna för varje procentenhets sänkning av den relativa enhetsarbetskostnaden i form av arbetslöshet var mycket högre för periferiländerna i euroområdet under eurokrisen än vad de var för Sverige och Finland under 1990-talskrisen. Se även Shambaugh (2012) och Söderström (2013).

Men denna utväg finns inte för ett euroland i statsfinansiell kris, eftersom det är den gemensamma Europeiska centralbanken, ECB, som har ansvaret för penningpolitiken och hela regelverket för dess verksamhet har utformats för att garantera prisstabilitet. Upplåning i euro av en medlemsstat i euroområdet blir därför som upplåning i utländsk valuta av en stat med en egen valuta, det vill säga den berörda staten kan inte själv inflatera bort skulden.

Huruvida det utvecklas en ohållbar ond spiral eller inte beror på marknadsaktörernas förväntningar som kan bli *självuppfyllande*. Dessa kan ge upphov till *multipla jämvikter*. Om marknadsaktörerna tror att statsskulden är långsiktigt hållbar, förblir räntorna låga och därmed blir statsskulden hållbar. Men om aktörerna i stället tror på statsbankrutt, kräver de så höga riskpremier att räntorna sticker iväg uppåt. Det kan få till följd att statsbankrutt inte går att undvika.²⁷

Den akuta eurokrisen med hot om statsbankrutt i flera länder – inklusive stora sådana som Spanien och Italien – bröts i och med ECB-chefen Mario Draghis utfästelse sommaren 2012 om att göra ”whatever it takes” för att bevara euron och den efterföljande lanseringen av ECB:s 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 i sig ändrade marknadsaktörernas förväntningar så att man gick från en jämvikt med höga räntor i periferiländerna till en jämvikt med betydligt lägre räntor (se Figur 3) och därmed lägre sannolikhet för statsbankrutter. Trovärdigheten för ECB:s åtagande var uppenbarligen så stor att övriga periferiländers statsskuldräntor förblev låga även under sommaren 2015 då det framstod som oklart om huruvida Grekland skulle överge euron eller inte. ECB:s 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 och därmed till att minska riskerna för statsbankrutter.

Det ömsesidiga beroendet mellan stat och banker

En svår 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”.²⁸ Irland är ett paradexempel. Den akuta statsskuldkrisen i Irland 2010 uppstod därför att irländska staten såg sig tvungen att göra en massiv stödinsats för landets banker för att dessa inte skulle gå omkull. Men en stat som hotas av bankrutt är inte längre en trovärdig garant för banksystemets långsiktiga solvens. Det gör det svårare för bankerna

²⁷ Calvo (1988) var den som ursprungligen analyserade detta problem. Se också Corsetti och Dedola (2011).

²⁸ Se till exempel Baldwin och Giavazzi (2015) samt Gros (2016).

att finansiera sig, vilket minskar deras utlåningskapacitet med negativa effekter på efterfrågan, produktion och inkomster. Då minskar skatteintäkterna och statsskuldproblemen förvärras och så vidare.

Djävulsspiralen förvärras av att banker traditionellt har stora innehav av nationella statspapper, vilka har betraktats som riskfria. 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 förmodligen en annan viktig förklaring. I krisländer med hotade bankvinster kan bankerna också ha starka incitament att hålla uppe sin lönsamhet genom att placera i inhemska statspapper med höga räntor.

2.3 Dagens situation

Eurokrisen är – i skrivande stund – inte längre akut. Resursutnyttjandet ökar och arbetslösheten faller i periferiländerna även om detta sker i långsam takt (se Figurerna 8 och 9). Det är sannolikt en konsekvens av att budgetkonsolideringarna nu kan ske i lugnare takt och att reala deprecieringar ägt rum och börjar bära frukt. Statsskuldkvoterna har börjat eller börjar sjunka i flera av periferiländerna. I Irland skedde det från 2014, i Grekland, Portugal och Spanien från 2015. Det största problemet på kort sikt tycks vara att många banker – särskilt i Italien – fortfarande har stora andelar nödlidande lån (osäkra fordringar som låntagarna inte klarar att betala överenskomna räntor och amorteringar på). Det kommer att kräva återkapitaliseringar med statliga medel och sannolikt också nedskrivningar av institutionella långgivares oprioriterade fordringar.²⁹

En kärnfråga är hur man ska se på att statsskuldkvoterna fortfarande är så höga i många euroländer (Figur 1). Under de närmaste åren kan statsskuldkvoterna antas falla efter de budgetkonsolideringar som ägt rum och därför att tillväxten antagligen blir högre samtidigt som rämtenivån förblir låg. ECB:s stimulanspolitik med för närvarande en styrränta på noll håller nere de korta räntorna samtidigt som programmet med stora obligationsköp bidrar till låga långa räntor. Men på sikt, med en mer normal relation mellan räntor och tillväxt, utgör de höga statsskuldkvoterna i periferiländerna (liksom i Frankrike) ett potentiellt hot om nya statsskuldskriser. Så länge som statsskuldkvoterna ligger kvar på höga nivåer, är sårbarheten vid framtida makroekonomiska störningar mycket stor.

Det förs också en diskussion om finanspolitikens inriktning i euroområdet som helhet under de närmaste åren. Kommissionen har noterat att de enskilda euroländernas budgetplaner indikerar att den samlade finanspolitiken i hela valutaunionen blir neutral under 2017, det vill säga att den inte bidrar till högre

²⁹ I december 2016 avsatte den italienska regeringen 20 miljarder euro för återkapitaliseringar av banker med stora andelar nödlidande lån. En stor del av detta belopp kommer att användas som stöd till banken Monte dei Paschi di Siena.

efterfrågan (EU-kommissionen 2016b). Eftersom Kommissionens bedömning är att det fortfarande föreligger ett negativt BNP-gap och återhämtningen går långsamt, vill den se en totalt sett mer expansiv finanspolitik för euroområdet som helhet under 2017/2018. Det bör enligt Kommissionen ske genom finanspolitiska stimulansåtgärder i de euroländer som enligt gjorda beräkningar har minst långsiktiga hållbarhetsproblem med de offentliga finanserna, framför allt Tyskland och Nederländerna. Kommissionens bedömning är att sådan finanspolitisk stimulans skulle vara förhållandevis effektiv, med betydande överspillningseffekter på övriga euroländer, i rådande situation med nollränta då det inte är troligt att effekterna skulle motverkas av styrräntehöjningar från ECB:s sida.

3 Euroområdet system för ekonomisk styrning och krishantering

Redan när valutaunionen skulle upprättas, fanns farhågor för en försvagning av drivkrafterna för en ansvarsfull finanspolitik. Med nationell valuta och penningpolitik brukar en alltför expansiv finanspolitik i ett land snabbt få betydande effekter på räntenivå och växelkurs. Det sker därför att både marknadsförväntningar och penningpolitik påverkas. Det kan antas verka disciplinerande på finanspolitiken. Denna restriktion bortfaller med en gemensam valuta. Konstruktörerna av valutaunionen var därför väl medvetna om att riskerna för statsbankrutter skulle öka. Man insåg också att det i ett läge med hotande statsbankrutt i ett medlemsland skulle finnas starka drivkrafter för övriga medlemsstater i valutaunionen att ta över betalningsansvaret för statens skuldförpliktelser för att därigenom hindra spridningseffekter via det finansiella systemet. Medvetenheten om detta kunde ytterligare antas försvaga incitamenten för finanspolitisk disciplin. Det var främst i Tyskland som man var orolig för att behöva ta ansvar för Italiens stora statsskuld.³⁰

De ovan beskrivna övervägandena ledde till att den så kallade icke-undersättningsklausulen (*no-bailout clause*) skrevs in i Maastrichtfördraget som ingicks 1992. Enligt klausulen får varken EU-institutioner eller andra medlemsstater ta över ansvaret för en enskild medlemsstats betalningsförpliktelser.³¹ Men man ansåg inte att det räckte med denna klausul eftersom frestelsen att i ett krisläge överge den – som också kom att ske i eurokrisen – skulle kunna bli övermäktig. Därför konstruerades också ett finanspolitiskt regelsystem med tak för både budgetunderskott och statsskulder.³² Dessa bestämmelser inkluderades i Maastrichtfördraget och operationaliserades 1997 i den så kallade *stabilitetspakten* (egentligen *Stabilitets- och tillväxtpakten*).

Sedan flera länder – inkluderande Frankrike och Tyskland – brutit mot stabilitetspakten 2003–2005, mjukades reglerna upp. Detta kan ha bidragit till att respekten för pakten urholkades och därmed till de stora budgetunderskotten i Grekland och Portugal under åren före den internationella finanskrisen.

³⁰ År 1992 när Maastrichtfördraget med bestämmelserna om valutaunionen ingicks var den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld 101,5 procent av BNP i Italien mot bara 41,4 procent i Tyskland. Se till exempel Buiter med flera (1993) och EMU-utredningen (1996).

³¹ Se också avsnitt 2.2 ovan.

³² Se Stark (2001) och Calmfors (2005, 2012b).

EU:s system för ekonomisk styrning före eurokrisen bestod huvudsakligen av de finanspolitiska reglerna. De var uppenbarligen inte tillräckliga för att undvika krisen. Regelsystemet innehöll inte heller några bestämmelser för hur en kris av dessa proportioner skulle hanteras. Under de senaste åren har därför ett helt nytt system för ekonomisk styrning beslutats. Detta innefattar både regler för att förebygga kriser och system för hur sådana ska hanteras om de ändå uppstår. Det regelsystem som vuxit fram omfattar fler områden än bara det ursprungliga finanspolitiska.

Reformerna under eurokrisen avser tre områden:

- *De finanspolitiska reglerna.* Dessa har reformerats genom flera olika initiativ: sexpaketet 2011, tvåpaketet 2013 och finanspakten 2013.³³ Förändringarna har inneburit mer preciserade – och fler – budgetregler, åtgärder för att stärka efterlevnaden, förändrade beslutsformer, reformer för att stärka sambandet mellan finanspolitiska beslut på EU-nivå och på nationell nivå samt starkare nationella finanspolitiska ramverk. Upprättandet av räddningsfonder på europeisk nivå utgör också en del av de institutionella förändringarna på det finanspolitiska området.
- *Bredare makroekonomisk övervakning.* En lärdom från främst Irlands och Spaniens erfarenheter har varit att statsfinansiella kriser, till följd av makroekonomiska obalanser som utvecklats under ekonomiska uppgångsfaser, kan uppkomma snabbt även i länder som respekterat de finanspolitiska reglerna.³⁴ Ett inslag i sexpaketet var därför att införa en bredare makroekonomisk övervakning som syftar till att identifiera och förebygga obalanser i goda tider som senare kan utvecklas till statsfinansiella kriser.
- *Finansiell tillsyn och krishantering.* Detta är det område där eurokrisen lett till de största förändringarna. Bakgrunden är det ovan beskrivna samspelet mellan statsfinansiella kriser och bankkriser (djävulsspiralen). Den mest radikala reformen är etableringen av *bankunionen* från och med 2014. Den innefattar en *gemensam tillsynsmekanism* och en *gemensam resolutionsmekanism*. Tillsynsmekanismen innebär att ECB utövar tillsynen över de största och viktigaste bankerna i euroområdet. Enligt resolutionsmekanismen bär en gemensam resolutionsnämnd ansvaret för beslut om bankresolution, det vill säga om rekonstruktion eller avveckling av en bank på obestånd. Kostnaderna för det ska i första hand bäras av aktieägare och fordringsägare. Endast om dessas bidrag är otillräckliga, ska medel kunna användas från en gemensam resolutionsfond som gradvis byggs upp av avgifter från bankerna.

³³ Sexpaketet har fått sitt namn av att det består av fem förordningar och ett direktiv. Tvåpaketet består av två förordningar. Finanspakten utgör en del av det mellanstatliga Fördraget om stabilitet, samordning och styrning inom Ekonomiska och monetära unionen. De olika initiativen finns utförligt beskrivna i Eriksson och Hjeds Löfmark (2013).

³⁴ Se avsnitt 2.1 ovan.

Detta avsnitt beskriver i mer detalj hur regelsystemen på de ovan beskrivna områdena utformats och analyserar hur ändamålsenliga de är.

3.1 Det finanspolitiska regelverket³⁵

Valutaunionens finanspolitiska ramverk har sedan starten innehållit tre huvudregler:

1. *Underskottstak*. Enligt detta får de offentliga finanserna uppvisa underskott – om inte exceptionella omständigheter råder – på högst tre procent av BNP. Regeln avser hela den offentliga sektorns finansiella sparande, det vill säga skillnaden mellan sektorns totala intäkter och utgifter.
2. *Skuldkvotstak*. Den konsoliderade offentliga sektorns bruttoskuld ska vara högst 60 procent av BNP.³⁶ 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 tillräcklig utsträckning” och närma sig taket ”i tillfredsställande takt”.
3. *Medelfristigt budgetmål (medium-term objective, MTO)* om offentliga finanser ”nära balans eller i överskott”. Det medelfristiga målet avser det strukturella budgetsaldot (mer precist den offentliga sektorns strukturella finansiella sparande). Detta beräknas genom att det faktiska budgetutfallet justeras för både konjunktur- och engångseffekter.³⁷ Tanken bakom det medelfristiga budgetmålet är att uppnå långsiktigt hållbara offentliga finanser och att tillåta de automatiska stabilisatorerna att verka i konjunkturedgångar, det vill säga att i sådana lägen tillåta budgetförsvagningar som hjälper till att stabilisera produktion och sysselsättning utan att underskottstaket på tre procent av BNP bryts igenom.

De beskrivna finanspolitiska reglerna utgör en blandning av fördragsbestämmelser och stadganden i stabilitetspakten. Den senare består av en *förebyggande* och en *korrigering* del. Den förebyggande delen innehåller stadgandena om det medelfristiga budgetmålet. Denna del ålägger också euroländerna att årligen redovisa sin budgetplanering för Kommissionen och Ekofinrådet (finans- och ekonomiministrarna) i så kallade *stabilitetsprogram*.³⁸ Den korrigering delen

³⁵ Detaljerade redogörelser för det finanspolitiska ramverket och hur det förändrats över tiden finns i Eriksson och Hjeds Löfmark (2013) samt Överskottsmålskommittén (2016). Calmfors (2012) innehåller en mer översiktlig beskrivning.

³⁶ Den konsoliderade offentliga sektorns bruttoskuld utgörs av sektorns samlade skulder sedan interna fordringar och skulder avräknats mot varandra.

³⁷ Det konjunkturjusterade budgetsaldot är enbart korrigerat för konjunkturreffekter (se avsnitt 2.1). Detaljerade beskrivningar av hur det konjunkturjusterade respektive det strukturella budgetsaldot beräknas finns i Mourre med flera (2013) och Report on Public Finances in EMU (2015).

³⁸ Medlemsstater i EU som inte har euron som valuta är skyldiga att redovisa liknande program, men dessa benämns *konvergensprogram*.

innehåller bestämmelser om ett *förfarande vid alltför stora underskott* (*Excessive Deficit Procedure, EDP*) som ska öppnas mot länder som bryter mot underskotts- och skuldreglerna. Medlemsstater som placerats i detta förfarande och inte bedöms vidta tillräckliga korrigerande åtgärder kan bli föremål för sanktioner innefattande både räntelösa depositioner och böter på upp till 0,5 procent av BNP.

Den ursprungliga stabilitetspaktens regler har reviderats två gånger: 2005 och 2011. 2005 års revideringar motiverades delvis av en önskan om att mjuka upp paktens regler för att i efterhand rättfärdiga Frankrikes och Tysklands brott mot den och att Ekofinrådet, i strid med bestämmelserna, inte valde att fullfölja förfarandet vid alltför stora underskott mot dessa länder.³⁹ Men det var också en fråga om att förstärka paktens förebyggande del och ta större hänsyn till enskilda länders specifika förutsättningar. 2011 års revideringar i sexpaketet gjordes mot bakgrund av eurokrisen och syftade in stället till att på olika sätt göra stabilitetspakten mer bindande och därmed minska risken för framtida statsfinansiella kriser.

Betoningen på den förebyggande delen i stabilitetspakten 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. Risken att i en framtida lågkonjunktur bryta igenom underskottstaket utgör ett ganska svagt incitament för en regering att i goda tider föra en tillräckligt stram finanspolitik. Det beror på att de negativa konsekvenserna av att inte göra det ligger långt fram i tiden. De drabbar kanske en helt annan regering (bestående av politiska motståndare) som i en framtida lågkonjunktur kan tvingas till finanspolitiska åtstramningar som förstärker denna.

Det medelfristiga budgetmålet har differentierats mellan olika medlemsstater i syfte att beakta både att budgetsaldot kan vara olika känsligt för konjunktursvängningar och att den framtida demografiska utvecklingen innebär olika stora utmaningar för de offentliga finansernas långsiktiga hållbarhet. För euroländerna ska målet uppgå till minst -1 procent av BNP.⁴⁰

År 2005 infördes även bestämmelser om hur snabbt medlemsstater som avviker från sitt medelfristiga budgetmål ska nå detta. I ett normalt konjunkturläge ska det strukturella budgetsaldot då årligen förstärkas med 0,5 procent av BNP: i goda tider ska en större anpassning ske, i dåliga tider en mindre. Dessa bestämmelser gjordes 2015 mer precisa. EU-kommissionen publicerade då en matris för anpassningsbanan till det medelfristiga budgetmålet där denna gjordes beroende av BNP-gapets storlek, av den offentliga sektorns skuldkvot och av

³⁹ Se Calmfors (2005).

⁴⁰ Report on Public Finances in EMU (2015). Enligt finanspakten är det lägsta tillåtna medelfristiga budgetmålet -1 procent av BNP endast om det inte föreligger någon risk för de offentliga finansernas långsiktiga hållbarhet. Annars är den nedre gränsen -0,5 procent av BNP.

en bedömning av framtida risker för de offentliga finansernas hållbarhet samt av om den reala BNP-tillväxten är högre eller lägre än den potentiella BNP-tillväxten.⁴¹ Beroende på medlemsstatens placering i denna matris får den årliga förstärkningen av det strukturella budgetsaldot variera från 0 till 1 procent av BNP. Redan detta kan förefalla komplicerat, men komplexiteten är betydligt större än så. Avvikelser från det medelfristiga budgetmålet eller anpassningsbanan till det kan nämligen också tillåtas om ett land genomför strukturella reformer, till exempel av pensionssystemet, eller offentliga investeringar som samfinansieras av EU, om dessa bedöms ha positiva budgeteffekter på lång sikt. Dessutom införde sexpaketet en generell undantagsklausul enligt vilken avvikelser från det medelfristiga budgetmålet eller anpassningsbanan till det kan tillåtas i två situationer: vid en allvarlig ekonomisk nedgång som drabbar hela euroområdet eller hela EU och vid en ovanlig händelse utanför den berörda medlemsstatens kontroll som har en betydande effekt på budgetutfallet.⁴²

Sexpaketet införde också ett *utgiftskriterium* i stabilitetspaktens förebyggande del vid sidan av det medelfristiga budgetmålet. I en medlemsstat som uppnår sitt medelfristiga budgetmål får de offentliga utgifterna öka snabbare än potentiell BNP endast om skillnaden täcks av permanenta skatthöjningar. Om en medlemsstat inte uppnår sitt medelfristiga budgetmål, måste de offentliga nettoutgifterna (utgifterna minus permanenta skatter) öka långsammare än potentiell BNP.⁴³ Om utgiftskriteriet respekteras, konvergerar budgetutfallet mot det medelfristiga budgetmålet. Utgiftskriteriet har motiverats med att beräkningar av det strukturella budgetsaldot är osäkra och att underskottsproblem oftast uppkommer därför att de offentliga utgifterna ökar alltför mycket.⁴⁴

Om en medlemsstat bryter mot reglerna om det medelfristiga budgetmålet eller mot utgiftskriteriet kan ett *förfarande vid betydande avvikelse* (*Significant Deviation Procedure, SDP*) inledas. Bedömningen baseras då på både det

⁴¹ EU-kommissionen (2015).

⁴² Mer detaljerade redogörelser för de ovan beskrivna reglerna finns i Report on Public Finances in EMU (2015) och Överskottsmålskommittén (2016).

⁴³ De offentliga utgifterna enligt kriteriet exkluderar ränteutgifter, utgifter för unionsprogram som finansieras med unionsmedel och den cykliska komponenten i utgifterna för arbetslöshetsersättningar. Anpassningskravet, i form av skillnaden mellan ökningstakerna för nettoutgifter och potentiell BNP, vid en avvikelse från det medelfristiga budgetmålet är landspecifikt och beror på både avvikelsernas och den offentliga sektorns storlek. En medlemsstat som överträffar sitt medelfristiga budgetmål kan tillfälligt låta sina nettoutgifter öka snabbare än potentiell BNP förutsatt att man inte avviker från målet under den period som omfattas av gällande stabilitetsprogram (Report on Public Finances in EMU 2015).

⁴⁴ Se till exempel Report on Public Finances in EMU (2015). Motiveringarna kan dock ifrågasättas. För det första uppkommer liknande problem som vid beräkningar av det strukturella budgetsaldot när potentiell BNP-tillväxt och vilka skatthöjningar som är permanenta ska bedömas. Dessutom baseras kravet på nettoutgifternas förändring på just skillnaden mellan det beräknade strukturella budgetsaldot och det medelfristiga budgetmålet. För det andra gäller utgiftskriteriet just de offentliga nettoutgifterna (utgifterna minus permanenta skatter) och begränsar därför inte utgifterna mer än skatterna på något annat sätt än möjligen genom att benämningen leder tanken till i första hand budgetens utgiftssida.

strukturella budgetsaldots och de offentliga nettoutgifternas utveckling, men utgiftskriteriet tillmäts numera något större vikt.⁴⁵ En avvikelse betraktas som betydande om den uppgår till minst 0,25 procent av årlig BNP under ett år eller minst 0,5 procent under två år. Om medlemsstaten inte efter rekommendationer från Ekofinrådet vidtar effektiva åtgärder för att korrigera avvikelsen kan det bli fråga om finansiella sanktioner. Dessa utgörs inledningsvis av en räntebärande deposition på upp till 0,2 procent av BNP som senare kan omvandlas till en icke räntebärande deposition och böter.

Stabilitetspaktens korrigerande del

Det var tidigare oklart vad som menades med fördragsbestämmelsen att en skuldkvot över 60 procent av BNP måste minska ”i tillräcklig omfattning” och närma sig detta skuldtak” i tillfredsställande takt”. En precisering infördes genom sexpaketet. Enligt denna ska skuldkvoten årligen under en treårsperiod minska med i genomsnitt 1/20 av differensen till 60-procentsgränsen. Finansiella sanktioner kan nu också utdömas för brott mot skuldkriteriet, vilket inte tidigare var möjligt. Dessa förändringar motiverades av en allmän uppfattning att alltför liten vikt tidigare hade lagts vid att minska den offentliga skuldsättningen, vilket innebar att flera euroländer – särskilt Grekland och Italien – gick in i den internationella finanskrisen 2007/2008 med stora statsskulder och därmed var mycket sårbara.

Möjligheterna till finansiella sanktioner i förfarandet vid alltför stora underskott har aldrig utnyttjats trots att det enligt reglerna vid flera tillfällen varit motiverat. En förklaring kan vara sanktionernas tidigare ”atombombskaraktär”: när de väl efter förhållandevis lång tid hade kunnat utdömas, så skulle de inledningsvis ha kunnat uppgå till så mycket som 0,5 procent av BNP. Den tidigare konstruktionen innebar också att de var ”baktunga”, eftersom en del av depositionerna/böterna utgjordes av en fast del som enbart avsåg det första sanktionsåret.⁴⁶ Det är sannolikt att dessa omständigheter verkade avhållande på användningen av sanktioner. Därför infördes i sexpaketet möjligheter till tidigare och mer gradvisa sanktioner.

Bestämmelserna i stabilitetspaktens förebyggande del har utformats så att finanspolitiken ska beakta konjunkturläget. Det har också i ökande grad skett i paktens korrigerande del. Numera avser Ekofinrådets budgetrekommendationer till medlemsstater som befinner sig i förfarandet vid alltför stora underskott den årliga *finanspolitiska ansträngningen (fiscal effort)*. Denna är en beräkning av den diskretionära (aktivt beslutade) förändringen av budgetsaldot.⁴⁷ Den finanspolitiska ansträngningen beräknas med två olika metoder. Den första är,

⁴⁵ Report on Public Finances in EMU (2015).

⁴⁶ Se Calmfors (2005, 2012b) samt Eriksson och Hejds Löfmark (2013) för mer utförliga diskussioner.

⁴⁷ Se till exempel European Court of Auditors (2016).

liksom i stabilitetspaktens förebyggande del, förändringen av det strukturella budgetsaldot (uppifrån-och-ner-metod). Den andra metoden är att addera de uppskattade budgeteffekterna av beslut om ändrade skattesatser till skillnaden mellan den faktiska utvecklingen för de offentliga utgifterna och Kommissionens prognos under antagande om oförändrad politik (nerifrån-och-upp-metod).⁴⁸ Den årliga finanspolitiska ansträngningen ska uppgå till minst 0,5 procent av BNP.

En av Kommissionen utförd empirisk studie ger visst stöd för att de av Ekofinrådet rekommenderade budgetförstärkningarna i förfarandet vid alltför stora underskott styrs mer av det initiala strukturella budgetunderskottet än av den cykliska komponenten (alltså den del av underskottet som beror på konjunkturläget).⁴⁹

Beslutsformer

Ekofinrådets beslut i förfarandet vid alltför stora underskott tas efter rekommendation från Kommissionen. Under åren 2003–2005 röstades Kommissionens förslag om ytterligare steg i förfarandet mot flera länder ner i rådet. Det berodde på att många länder samtidigt bröt mot reglerna och att dessa därför kunde bilda blockerande koalitioner, eftersom det krävdes en kvalificerad majoritet för att Kommissionens rekommendationer skulle antas. Röstningsförfarandet har nu ändrats så att det krävs en kvalificerad majoritet *emot (omvänd kvalificerad majoritet)* för att stoppa Kommissionens förslag. Det gör det lättare för denna att få igenom sina förslag.⁵⁰ Samma beslutsregel har införts i förfarandet vid betydande avvikelse i stabilitetspaktens förebyggande del (liksom i förfarandet vid alltför stora obalanser; se avsnitt 3.2 nedan).

Krav på den officiella statistiken

En förutsättning för en effektiv övervakning av den nationella budgetpolitiken är korrekt statistik över de offentliga finanserna. Det omfattande statistikfusket i Grekland innebar att landets offentligfinansiella problem länge underskattades. Gemensamma principer för statistiken över de offentliga finanserna i medlemsstaterna har antagits. Eurostat (EU:s statistikmyndighet) har fått ökade befogenheter att granska denna statistik. Ekofinrådet kan nu bötfälla en medlemsstat som avsiktligt eller genom grov oaktsamhet rapporterar felaktiga data över budgetunderskott och statsskuld. Böterna kan uppgå till så mycket som 0,2 procent av BNP.

⁴⁸ Se European Central Bank (2014) och European Court of Auditors (2016).

⁴⁹ Report on Public Finances in EMU (2015).

⁵⁰ Bestämmelserna om omvänd kvalificerad majoritet infördes i en förordning som reglerade de nya sanktionsmöjligheter som introducerades i sexpaket. Vad gäller de steg i förfarandet vid alltför stora underskott som är fördragsreglerade (och enligt fördraget kräver en kvalificerad majoritet för) har euroländerna i finanspakten förbundit sig att i Ekofinrådet inte rösta emot Kommissionens förslag om det inte finns en kvalificerad majoritet emot (Calmfors 2012b).

Finanspolitisk nämnd

Det senaste tillskottet till euroområdet finanspolitiska ramverk är den oberoende *rådgivande europeiska finanspolitiska nämnd (advisory European fiscal board)* som nyligen tillsatts.⁵¹ En sådan finanspolitisk nämnd föreslogs i den rapport om EMU:s framtida utveckling som publicerades 2015 och som ordförandena i Kommissionen, Europeiska rådet, Eurogruppen, ECB och Europaparlamentet stod bakom (de fem ordförandenas rapport).⁵²

Nämnden ska utvärdera finanspolitiken i de enskilda euroländerna utifrån stabilitetspaktens regler men också granska hur euroområdets finanspolitiska regelsystem tillämpas (av Kommissionen och Ekofinrådet). Dessa uppgifter motiveras av liknande överväganden som ligger bakom inrättandet av nationella finanspolitiska råd i många länder, nämligen att en oberoende övervakning av budgetpolitiken och hur budgetreglerna tillämpas kan motverka tendenser till bristande finanspolitisk disciplin till följd av att kortsiktiga överväganden ofta dominerar i den politiska processen.⁵³ En ytterligare uppgift för nämnden är att ge Kommissionen råd om den lämpliga inriktningen för finanspolitiken i euroområdet som helhet. Denna uppgift kan ses som ett svar på kritiken att stabilitetspaktens regler i kombination med underskattningar av de finanspolitiska multiplikatorerna och starka preferenser för budgetdisciplin i framför allt kärnländerna Tyskland och Nederländerna bidrog till en sammantaget alltför åtstramande finanspolitik i euroområdet under eurokrisen.⁵⁴

Mer samordning mellan europeisk och nationell nivå

Respekten för euroområdets finanspolitiska regler blir förmodligen mindre, ju mer frikopplad debatten på den nationella nivån är från den på EU-nivån. Det kan ha varit en bidragande orsak till de regelbrott som inträffade före eurokrisen. Detta har man försökt åtgärda genom att etablera en *europeisk planeringstermin (European semester)*. Den innebär en årlig cykel för samspelet mellan EU-nivå och nationell nivå. Planeringsterminen är inriktad på budgetpolitiken men också andra aspekter av den ekonomiska politiken berörs (se nedan).⁵⁵

Planeringsterminen inleds i slutet av varje år med att Kommissionen publicerar sin årliga tillväxtöversikt. Den ligger sedan till grund för de allmänna ekonomisk-politiska prioriteringar för hela unionen som Europeiska rådet (stats- och regeringscheferna) efter föregående diskussion i Ekofinrådet

⁵¹ EU-kommissionen (2015b).

⁵² Juncker (2015).

⁵³ Angående tankarna bakom oberoende finanspolitiska granskningsinstitutioner se till exempel Calmfors och Wren-Lewis (2011), Calmfors (2013c, 2015), Debrun med flera (2013) samt Debrun och Kilda (2014).

⁵⁴ Se till exempel Claeys med flera (2016) och EU-kommissionen (2016b). Se också Masten och Grip (2016) som kritiserar användningen av förändringar av det strukturella budgetsaldot som indikator på hur finanspolitiken påverkar efterfrågan i ekonomin.

⁵⁵ Se också avsnitt 3.2 nedan om den makroekonomiska övervakningen. Planeringsterminen beskrivs mer ingående i Eriksson och Hjeds Löfmark (2013) och Bekker (2016).

beslutar om. Prioriteringarna förutsätts vara styrande för de enskilda ländernas makroekonomiska politik. Kommissionen utarbetar därefter under vintern rapporter om det makroekonomiska läget i varje enskilt medlemsland.⁵⁶ Under våren redovisar euroländerna sina stabilitetsprogram (vilka redogör för finanspolitiken) och nationella reformprogram (som redogör för reformer inom ramen för EU:s 2020-strategi för jobb och tillväxt). Dessa program utvärderas därefter av Kommissionen som i slutet av våren föreslår landspecifika rekommendationer (*Country-Specific Recommendations, CSR*) angående den makroekonomiska politiken. Under sommaren antar Europeiska rådet sådana rekommendationer vilka är avsedda att påverka politiken i de enskilda ländernas budgetar för nästkommande år. I början av hösten redovisar sedan medlemsstaterna sina budgetplaner för Kommissionen som granskar dem och kan begära att de revideras om de anses strida mot stabilitetspaktens regler. Det saknas emellertid formella sanktionsmöjligheter ifall några revideringar inte görs, utan det är i stället fråga om huruvida en begäran från Kommissionen får sådan uppmärksamhet att den skapar ett tillräckligt opinionstryck för att påverka politiken eller inte.

Starkare nationella finanspolitiska ramverk

Utvecklingen såväl före den internationella finanskrisen (då förfarandena vid alltför stora underskott mot Frankrike och Tyskland avbröts) som under eurokrisen (då det politiska motståndet mot åtstramningskrav varit stort framför allt i Grekland och Spanien men också i de andra periferiländerna) har visat hur kontroversiellt det har varit med ålägganden från EU-institutioner om hur enskilda länders finanspolitik ska bedrivas. Gemensamma regler för hur de *nationella* finanspolitiska ramverken ska utformas tycks – av debatten att döma – vara betydligt mindre kontroversiella. Det beror sannolikt på att EU-institutionernas påverkan på den nationella politiken då blir endast indirekt och att besluten om ramverken delvis fattas under ”en slöja av okunnighet” (*veil of ignorance*) om vilka de framtida konsekvenserna blir för politiken.⁵⁷ Sådana överväganden ligger bakom en stark strävan inom EU under de senaste åren att stärka de nationella finanspolitiska ramverken. Detta har kommit till uttryck i samtliga här diskuterade reforminitiativ: sexpaketet, tvåpaketet och finanspakten.

Sexpaketet innehöll stadganden om bland annat att medlemsstaterna måste ha medelfristiga budgetmål, numeriska finanspolitiska regler, en flerårig planeringshorisont för budgetpolitiken och göra realistiska budget- och makroekonomiska prognoser som regelbundet ska utvärderas.

Finanspakten stipulerar att euroländerna måste ha nationella mål om budgetbalans. Den definieras som att det strukturella budgetsaldot får vara lägst -0,5 procent av potentiell BNP (om inte den konsoliderade offentliga

⁵⁶ Rapporterna beskrivs närmare i avsnitt 3.2.

⁵⁷ Se också Calmfors och Wren-Lewis (2011) samt Calmfors (2015).

sektorns bruttoskuld är väsentligt under 60 procent av BNP och riskerna för finanspolitikens långsiktiga hållbarhet bedöms som små: då kan budgetmålet sättas till lägst -1 procent av BNP). Det ska också finnas en automatisk korrigeringsmekanism som innebär ett åtagande om att vidta åtgärder för att korrigera avvikelser från det nationella budgetmålet om sådana uppstår. Ett euroland som inte inför dessa regler i sin nationella lagstiftning kan i slutändan få betala böter på upp till 0,1 procent av BNP.⁵⁸

Slutligen har det införts regler om att euroländerna bör ha *oberoende nationella finanspolitiska granskningsinstitutioner* (*finanspolitiska råd* med den terminologi nationalekonomer brukar använda). Ett antal uppgifter för dessa har preciserats. En är att övervaka om de nationella finanspolitiska reglerna följs. En annan uppgift är att ge regeringar och parlament råd om hur eventuella avvikelser från budgetmålen ska korrigeras och om eventuellt förekommande undantagsklausuler är tillämpliga. Slutligen ska de oberoende finanspolitiska institutionerna göra eller granska de makroekonomiska prognoser som ligger till grund för regeringarnas budgetförslag. Finanspolitiska institutioner av detta slag har funnits sedan tidigare i en del euroländer och har etablerats i andra under de senaste åren. Den exakta utformningen och uppgifterna varierar emellertid mycket beroende på historiska och andra omständigheter.⁵⁹

Räddningsfonderna

EU:s räddningsfonder utgör också en del av euroområdets finanspolitiska arkitektur. Upprättandet av fonderna föregicks inte av något långsiktigt förberedelsearbete utan de improviserades fram under den akuta eurokrisen.

När det första stödpaketet till Grekland blev aktuellt under våren 2010 fanns ingen institutionell struktur för sådana lån. Stödet gavs i stället i form av bilaterala lån som samordnades av Kommissionen. Samma år inrättades *Europeiska finansiella stabilitetsmekanismen* (*European Financial Stability Mechanism, EFSM*).⁶⁰ Via EFSM kan Kommissionen med EU-budgeten som säkerhet låna upp till 60 miljarder euro för att använda som finansiellt stöd till EU-länder i kris. EFSM har gett lån till Irland, Portugal och Grekland.

Europeiska finansiella stabiliseringsfaciliteten (*European Financial Stability Facility, EFSF*) tillskapades också 2010 när det stod klart att ytterligare stödlån till krisländer i euroområdet behövdes. EFSF är inte formellt en del av EU-samarbetet utan ett mellanstatligt avtal. Fonden har gett lån till Irland,

⁵⁸ Se till exempel Calmfors (2012b) samt Eriksson och Hjeds Löfmark (2013).

⁵⁹ Utformningen av finanspolitiska råd i olika länder har diskuterats av bland andra Calmfors (2010), Calmfors och Wren-Lewis (2011), Debrun och Kinda (2014) samt Mattson och Håkansson (2016).

⁶⁰ EFSM finns beskrivet på http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/efsm/index_en.htm

Portugal och Grekland. De medel som lånats ut har lånats upp på de finansiella marknaderna med garantier från medlemsstaterna i euroområdet.⁶¹

År 2012 inrättades *Europeiska stabiliseringsmekanismen (European Stability Mechanism, ESM)* som en permanent institution för att ge finansiellt stöd till medlemsstater i euroområdet med finansiella svårigheter.⁶² Tillskapandet av ESM innebär att några ytterligare stödlån inte kommer att ges av EFSE, vars framtida verksamhet enbart består i att ta emot räntor och återbetalningar från de stater som man tidigare lånat till samt att omsätta de lån som man själv har tagit upp (och som i många fall har kortare löptid än de lån man gett). Även ESM är formellt ett mellanstatligt avtal utanför EU-arkitekturen, även om en bestämmelse införts i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt enligt vilket stöd från denna fond endast kan ges under strikta villkor. Dessa utgörs av krav på anpassningsprogram som övervakas av den så kallade *trojkan*, det vill säga Kommissionen, ECB och Internationella Valutafonden (förutsatt att den senare också ger stöd till medlemsstaten i fråga).

ESM leds av ett råd bestående av euroländernas finansministrar. Beslut om stödlån och villkoren för dessa kräver enhällighet. Det finns dock en nödklausul enligt vilken sådana beslut kan fattas med en kvalificerad majoritet på 85 procent av rösterna om både Kommissionen och ECB bedömer att det finns risk för ekonomisk eller finansiell instabilitet om man inte agerar skyndsamt.

Även ESM tar upp lån på kapitalmarknaderna med garantier från medlemsstaterna. Den totala lånekapaciteten uppgår till 500 miljarder euro. Lån har getts till Spanien, Cypern och Grekland. I januari 2017 fanns en återstående utlåningskapacitet på 373 miljarder euro.

Upprättandet av räddningsfonder innebär att icke-undsättningsklausulen i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt i praktiken har satts ur spel. Formellt har detta skett genom Europeiska rådets beslut 2011 att införa en ytterligare punkt i Artikel 136 enligt vilken euroländerna "får inrätta en stabilitetsmekanism som ska aktiveras om det är oundgängligt för att trygga stabiliteten i euroområdet som helhet" givet att "stöd inom ramen för mekanismen kommer att vara föremål för strikta villkor". Europeiska rådet kan besluta om sådana fördragsändringar (som sedan måste ratificeras av medlemsstaternas parlament) utan att något konvent behöver inkallas om de inte "utökar unionens tilldelade befogenheter". Enligt EU-domstolen är detta inte fallet och därför strider inte ESM mot icke-undsättningsklausulen.

Domstolens – för en ekonom minst sagt förvånande – tolkning av icke-undsättningsklausulen är att den inte "förbjuder beviljandet av ett finansiellt

⁶¹ Se <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm> för en närmare beskrivning av EFSE.

⁶² ESM finns närmare beskrivet på <http://www.esm.europa.eu>

stöd från en eller flera medlemsstater till en annan medlemsstat som fortsatt är ansvarig för sina egna åtaganden gentemot sina långivare och under förutsättning att de villkor som förenas med ett sådant stöd är sådana att medlemsstaten ges incitament att genomföra en sund finanspolitik” och ”att det alltjämt är en marknadslogik som gäller när medlemsstaterna tar på sig skulder”.⁶³ Formellt kan man visserligen hävda att en stat som ersatt lån på marknaden med lån från ESM har fullgjort sina skyldigheter mot de ursprungliga långivarna. Men i praktiken har ju dessa operationer inneburit att staten i fråga fått bättre villkor än de marknadsmässiga, särskilt om, som skett, lånevillkoren gradvis mjukats upp med längre löptider och uppskjutna eller reducerade räntebetalningar. Det faktum att räddningsfonden tagit upp egna lån på marknaden för att kunna ge lån till en medlemsstat i kris innebär ju att de tidigare betalningsförpliktelserna för den berörda medlemsstaten ersatts av nya betalningsförpliktelser för räddningsfonden. Räddningsfondens långivare är visserligen inte desamma som medlemsstatens ursprungliga långivare men *de facto* är det ändå fråga om ett övertagande av betalningsansvar för medlemsstatens skulder. Det är svårt att se att detta inte skulle bryta mot det som avses i icke-undsättningsklausulen.

Det finanspolitiska regelverkets ändamålsenlighet

Att icke-undsättningsklausulen satts ur spel genom räddningslån och den permanenta räddningsfonden försvagar incitamenten för en ansvarsfull budgetpolitik. Det sker dels genom att privata långivare kan räkna med att i allmänhet hållas skadeslösa även i en statsskuldskris och därför inte behöver vara så försiktiga i sin utlåning till valutaunionens medlemsstater, dels genom att staterna själva inte behöver ta de fulla konsekvenserna av oförsiktig upplåning.⁶⁴

De ovan beskrivna skärpningarna av de finanspolitiska reglerna kan ses som ett sätt att motverka den försvagning av drivkrafterna för en ansvarsfull finanspolitik som åsidosättandet av icke-undsättningsklausulen inneburit. Men det grundläggande *tidsinkonsistensproblemet* med reglerna finns ändå kvar: det är lätt att i förväg vara överens om dem men svårt att i ett skarpt läge verkligen använda dem. Ett viktigt skäl är att 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 han/hon i en framtid kan hamna i samma situation. En mild behandling av ett euroland som bryter mot reglerna kan därför ses som en investering i att det egna landet också ska få en mild behandling i en eventuell liknande situation i framtiden. ECB:s tidigare chefsekonom Otmar Issing har uttryckt det som att besluten i Ekofinrådet om hur ”tidigare syndare” ska behandlas tas av ”framtidiga

⁶³ EU-domstolen (2012). Se också Eriksson och Hjeds Löfmark (2013) för en diskussion om ESM och tolkningen av icke-undsättningsklausulen.

⁶⁴ I samband med det andra stödpaketet till Grekland 2011 skrevs statsskulden formellt ner, men Europeiska rådet (stats- och regeringscheferna) gjorde då ett formellt uttalande om att detta var ”unik och exceptionellt” (European Council 2011).

syndare”.⁶⁵ Ett annat skäl för att inte tillämpa regelsystemet kan vara en rädsla för att det ska stärka EU-skeptiska strömningar. Risken är särskilt stor i fråga om de finansiella sanktionerna: det är svårt att förklara för den allmänna opinionen varför det är ett bra sätt att bestraffa ett land med alltför stora budgetunderskott genom böter som gör underskotten ännu större.⁶⁶

Det beskrivna tidsinkonsistensproblemet för de finanspolitiska reglerna avser inte bara finansministrarna i Ekofinrådet. Under åren 2003–2005 var det visserligen Kommissionens förslag om ytterligare steg i förfarandet vid alltför stora underskott mot olika länder som vid flera tillfällen röstades ner av finansministrarna. Men under de senaste åren har Kommissionen själv kritiserats – även av Ekofinrådet – för att ha tagit politiska hänsyn och därför inte tillämpat de finanspolitiska reglerna på det strikta sätt som avsetts. Det gäller Frankrike (som tre gånger fått tidsfristen för att minska sitt budgetunderskott till under tre procent av BNP förlängd; senast skedde det 2015 då fristen förlängdes till 2017).⁶⁷ Det gäller också Italien (som det inte öppnats något förfarande vid alltför stora underskott mot trots att landet bryter mot stabilitetspaktens bestämmelser om minskande statsskuldkvot). Ytterligare exempel är Portugal och Spanien (där Kommissionen under 2016 länge avvaktade med rekommendationer till Ekofinrådet om att det skulle besluta att de två länderna gjort otillräckliga finanspolitiska ansträngningar och sedan när väl sådana beslut fattats avstod från att rekommendera böter).⁶⁸

Ett grundproblem för EU:s finanspolitiska ramverk är att åsidosättandet av icke-undsättningsklausulen – som ju setts som en helt grundläggande fördragsbestämmelse – skapar ett trovärdighetsproblem för varje ny finanspolitisk regel som är tänkt att hantera just detta trovärdighetsproblem.

Inrättandet av den ovan beskrivna oberoende rådgivande finanspolitiska nämnden har setts som ett sätt att stärka incitamenten för en strikt tillämpning av budgetreglerna från Kommissionens sida. Rådets praktiska konstruktion med ett sekretariat inom Kommissionen (där dessutom den förste tilltänkte kanslichefen avpollletterades före tillträdet) har emellertid fått kritik för att den äventyrar nämndens oberoende.⁶⁹

Ett grundläggande problem är *mängden* finanspolitiska regler som skapat ett extremt komplext system som är nästan omöjligt även för experter att hålla i huvudet.⁷⁰ Systemet kan närmast karakteriseras som bysantinskt. Man tycks ha varit så angelägen att ”ha både hängslen och livrem” för att undvika framtida kriser

⁶⁵ Eyraud och Wu (2015).

⁶⁶ Se Calmfors (2005, 2012b, 2015) för en mer utförlig diskussion.

⁶⁷ Se Wyplosz (2016).

⁶⁸ Se Spiegel (2016a, b, c), Barker (2016), Brunsten (2016a) och European Commission (2016a).

⁶⁹ Se till exempel Steinhäuser (2016).

⁷⁰ Se till exempel Andrieu med flera (2015), Eyraud och Wu (2015) och Pisani-Ferry (2016).

att man staplat regler på varandra som inte behöver vara inbördes konsistenta. Som framgått ovan har euroländerna enligt de gemensamma reglerna under normala omständigheter budgetpolitiska mål för:

- det högsta tillåtna faktiska budgetunderskottet
- den högsta tillåtna statskuldkvoten
- hur fort avvikelser från den högsta tillåtna statskuldkvoten ska korrigeras
- hur de offentliga nettoutgifterna (exklusive vissa poster) ska utvecklas i förhållande till potentiell BNP
- det strukturella (medelfristiga) budgetsaldot
- 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 ibland avviker från dem på EU-nivå: det kan gälla både målnivån och vilka delar av den offentliga sektorn som omfattas. Det har påpekats att antalet finanspolitiska regler inom EU är betydligt större än som är vanligt inom federala stater.⁷¹

Den finanspolitiska forskningen har betonat en konflikt mellan att budgetmål ska vara *enkla* och att de ska vara *adekvata*.⁷² Enkelhet gör det lättare att verifiera måluppfyllelsen. Enkelhet krävs också för att målen ska kunna kommuniceras på ett effektivt sätt till en bredare allmänhet för att därigenom bli riktmärken som spelar roll i den politiska debatten och utsätter en regering för ett opinionstryck att uppnå målet. Adevkata mål innebär att de ska ta lämplig hänsyn till de skiftande krav som kan ställas i olika situationer. Det gör emellertid målen mer komplicerade och därmed svårare att både kommunicera och verifiera. Enkla mål som är uppenbart olämpliga i vissa situationer upplevs å ena sidan inte som legitima, medan adekvata mål som är komplexa mister sin kraft som riktmärken så att avvikelser inte uppfattas som betydelsefulla av den allmänna opinionen.

Skillnaden mellan regler för det faktiska och regler för det strukturella budgetsaldot kan illustrera problematiken. En regel för det faktiska budgetsaldot är lätt att kommunicera och att verifiera (givet att man inte hänger sig åt direkt fusk som tidigare skedde i Grekland). En sådan regel kan emellertid vara uppenbart inadekvat i en djup lågkonjunktur om den innebär krav på en finanspolitisk åtstramning som ytterligare minskar efterfrågan. Från den utgångspunkten är en regel om det strukturella budgetsaldot att föredra, eftersom den avser saldot i ett normalt konjunkturläge och därför tillåter det faktiska saldot att variera över konjunkturcykeln. Men en sådan regel är svårare att verifiera, eftersom det strukturella saldot kan beräknas på många sätt. En regel för det strukturella budgetsaldot är också svårare för den allmänna opinionen att

⁷¹ Eyraud och Gomez (2014).

⁷² Kopits och Symansky (1997) är standardreferensen.

förstå.⁷³ Överträdelser får därför mindre uppmärksamhet i den politiska debatten och leder då till en lägre kostnad i form av förlorat anseende (*reputation cost*) för den berörda regeringen.

Det finns skäl att tro att det stora antalet finanspolitiska regler i euroområdet minskar deras effektivitet därför att det blir svårare för en bred allmänhet att uppfatta regelbrott som allvarliga. De komplicerade reglerna kan dessutom ha den *allmänpolitiska* konsekvensen att undergräva respekten för EU-bestämmelser som bara kan förstås av experter men inte av en bredare allmänhet kan bidra till en allmän skepsis mot EU som ett ”etablissemangsprojekt”.⁷⁴

Det tydligaste exemplet på en sådan alltför komplicerad regel är den om anpassningsbanan till det medelfristiga budgetmålet vid avvikelser från detta. Anpassningshastigheten ska bero på BNP-gapet, skuldkvoten, 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 undantagsklausuler för exceptionella omständigheter.⁷⁵ Detaljrikedomen har motiverats med en önskan om att göra regeln mer adekvat och förutsägbar.⁷⁶ Det kan visserligen minska risken för att Kommissionen och/eller Ekofinrådet ska tillämpa regeln på ett släpphänt sätt, men det återstår ändå ett betydande tolkningsutrymme. Samtidigt gör komplexiteten regeln svårare att förstå för den allmänna opinionen på nationell nivå och kommer därmed att påverka denna mindre. Eftersom den nationella politiska debatten (i normala situationer utan några villkorade stödprogram) tycks vara mycket viktigare för finanspolitikens utformning än diskussionen på EU-nivå, innebär det att regeln sannolikt får mindre effekt än om den varit enklare. Svårigheterna att kommunicera regeln kan också göra Kommissionen och Ekofinrådet mindre benägna att tillämpa den eftersom riskerna att påverka den nationella opinionen negativt blir större.

Fokuseringen på det strukturella budgetsaldot i de finanspolitiska reglerna har kritiserats på grund av svårigheterna att uppskatta detta. Det beror främst på problemet att beräkna BNP-gapet (men också på svårigheterna att beräkna hur olika utgifter och skatter beror på detta). Dessa svårigheter speglas inte minst av de stora revideringar av beräkningarna av det strukturella budgetsaldot och dess förändring som brukar göras i efterhand. Detta innebär stora risker för att

⁷³ Brunsdén (2016b).

⁷⁴ Inför Storbritanniens brexitomröstning 2016 formulerade den brittiske justitieministern och förespråkaren för ett EU-utträde Michael Gove missnöjet med EU som att ”Storbritannien har fått nog av experter” (Mance 2016). Misstro mot ”experter” utgjorde också ett betydelsefullt inslag i Donald Trumps valkampanj i USA.

⁷⁵ Se avsnittet ovan om stabilitetspaktens förebyggande del.

⁷⁶ Samtidigt är det svårt att undvika misstanken att en del av detaljregleringen tillkommit för att i efterhand rättfärdiga redan fattade *politiska* beslut om att acceptera avvikelser från den ursprungligen bestämda anpassningsbanan för länder som Frankrike, Italien och Spanien.

rekommendationer som baseras på detta mått leder till en annan inriktning av politiken än som avsetts.⁷⁷

Det är svårt att bedöma effekterna av försöken att bättre samordna besluten på europeisk och på nationell nivå. Det förefaller dock inte som om samspelet mellan europeisk och nationell debatt blivit särskilt mycket starkare. Så till exempel har inte den rätt för ett nationellt parlament att kalla till sig en kommissionär för att presentera Kommissionens bedömning av budgetplanerna inom ramen för den europeiska planeringsterminen eller dess rekommendationer inom ramen för förfarandet vid alltför stora underskott utnyttjats på något mer systematiskt sätt.⁷⁸

Eftersom det är den nationella ekonomisk-politiska diskussionen som tycks spela störst roll för de finanspolitiska besluten under normala omständigheter, kan de EU-initierade förstärkningarna av de nationella budgetramverken visa sig vara de förändringar som kommer att ha störst betydelse. Det gäller inte minst tillskapandet av oberoende finanspolitiska institutioner (finanspolitiska råd) med övervakande uppgifter. Dessa kan spela en viktig roll i den nationella debatten och öka kostnaderna i form av förlorat anseende för en regering som bryter mot det egna landets regler. Störst effekt kan sådana institutioner väntas ha om bristande budgetdisciplin beror på informationsbrister hos politiker och/eller väljare: överoptimism om den framtida makroekonomiska utvecklingen, underskattning av kostnaderna för olika välfärdsprogram och offentliga investeringar eller dålig förståelse för vilka framtida budgetanpassningar som budgetunderskott idag kommer att innebära (det som på ekonomjargong kallas för den offentliga sektorns intertemporala budgetrestriktion). Skälet är att det ligger i allas intresse att få bättre underlag för de finanspolitiska besluten. Om bristande budgetdisciplin i stället beror på faktorer som att sittande regeringar försöker gynna sina egna väljargrupper medan man har makten, lobbying från olika intressegruppers sida eller att liten hänsyn tas till framtida generationer, så är uppgiften för ett finanspolitiskt råd betydligt svårare. En regering som kritiserats av ett övervakande finanspolitiskt råd har då starka incitament att beskära dess befogenheter och eventuellt också att lägga ner det. Detta är emellertid svårare att göra när existensen och uppdraget grundas på gemensamma EU-regler och inte bara på nationella beslut.⁷⁹

⁷⁷ Se till exempel Claeys med flera (2016) som visar att revideringarna av det strukturella budgetsaldot och dess förändring på ett års sikt (alltså mellan uppskattningen i realtid och uppskattningen ett år senare) är i genomsnitt betydligt större än 0,5 procent av BNP, vilket är riktmärket för den årliga förbättring som krävs vid avvikelser från det medelfristiga budgetmålet. Se också Masten och Grip (2016) som visar att förändringar av det strukturella budgetsaldot är en dålig indikator på finanspolitikens efterfrågeeffekter.

⁷⁸ Se Juncker (2015).

⁷⁹ Se Calmfors (2015) för en mer utförlig diskussion av vilken betydelse oberoende finanspolitiska institutioner kan få i euroländerna.

3.2 Bredare makroekonomisk övervakning

Irlands och Spaniens erfarenheter från eurokrisen visar att statskuldproblem kan uppkomma mycket snabbt även i stater som respekterar de finanspolitiska reglerna (se avsnitt 2.1 och 2.2). Detta kan ske om ekonomierna kännetecknas av grundläggande makroekonomiska obalanser i form av överdriven privat skuldsättning, fastighetsprisbubblor, allmän överhettning och real appreciering (inhemska priser och kostnader som ökat i förhållande till andra länder). En allmän överhettning 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 – vilket var fallet i Irland och Spanien – potentiell BNP överskattas och det positiva BNP-gapet följaktligen underskattas.⁸⁰ Men när överhettningen tar slut och skatteintäkterna faller kraftigt, försämras budgetutfallet snabbt. Det gäller i särskilt hög grad om det, som i Irland och Spanien, uppstår en finanskris och staten därför går in med stora bankstöd.

Förfarandet vid makroekonomiska obalanser⁸¹

För att förebygga makroekonomiska obalanser i enskilda medlemsstater som kan leda till senare kriser tillskapades genom sexpaketet en bredare makroekonomisk övervakning: *förfarandet vid makroekonomiska obalanser (Macroeconomic Imbalances Procedure, MIP)*. Detta förfarande syftar till att identifiera och korrigera sådana trender ”som påverkar, eller potentiellt kan påverka, en medlemsstats, valutaunionens eller hela unionens ekonomi på ett negativt sätt”.⁸² Övervakningen gäller framför allt variabler som pris- och kostnadsutveckling i förhållande till andra länder, skuldsättning och fastighetspriser.

Den årliga övervakningscykeln inom ramen för förfarandet vid makroekonomiska obalanser börjar med att Kommissionen utarbetar en *rapport om förvarningsmekanismen (Alert Mechanism Report)*. Denna grundas på en *resultattavla (scoreboard)* över 14 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). I indikatorerna ingår bland annat bytesbalanssaldo, finansiell nettoposition i förhållande till omvärlden, förändringar i enhetsarbetskostnad (kostnaden per producerad enhet) och real växelkurs (relativ prisnivå gentemot omvärlden), privat sektors skuldsättning, kreditflöde till privat sektor och bostadsprisutveckling.⁸³

⁸⁰ Se till exempel Reiss (2013).

⁸¹ Se Calmfors (2012b, 2015), Eriksson och Hjeds Löfmark (2013) samt Finanspolitiska rådet (2013) för ytterligare diskussion om den bredare makroekonomiska övervakningen. En bredare beskrivning finns på <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/?uri=URISERV%3Aec0019>.

⁸² http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/index_en.htm.

⁸³ En mer detaljerad beskrivning ges på http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/mip_scoreboard/index_en.htm.

På grundval av rapporten om förvarningsmekanismen identifieras medlemsstater som ska bli föremål för *fördjupade analyser (in-depth reviews)* av Kommissionen. Dessa fastställer om de berörda länderna uppvisar makroekonomiska obalanser eller inte. Slutsatserna från de fördjupade analyserna inkluderas i Kommissionens och Ekofinrådets landspecifika rekommendationer, vilket innebär att också den bredare makroekonomiska övervakningen ingår som en del av den europeiska planeringsterminen.⁸⁴ Eventuella obalanser som bedöms som allvarliga kan leda till att Ekofinrådet på rekommendation av Kommissionen inleder ett *förfarande vid alltför stora obalanser (Excessive Imbalance Procedure)* mot en medlemsstat. Detta förfarande utgör en parallell till förfarandet vid alltför stora underskott. Liksom i detta förfarande kan rekommendationer om korrigerande åtgärder ges i förfarandet vid alltför stora obalanser. Om rekommendationerna inte följs, kan den berörda medlemsstaten bli föremål för sanktioner: en deposition på ett räntebärande konto på upp till 0,1 procent av BNP som senare kan omvandlas till böter på samma belopp. Medel från de europeiska struktur- och investeringsfonderna kan också dras in.⁸⁵

Den makroekonomiska övervakningens ändamålsenlighet

Ett antal medlemsstater har blivit föremål för fördjupade granskningar inom förfarandet vid makroekonomiska obalanser. Sex EU-länder, varav fyra var euroländer (Cypern, Frankrike, Italien och Portugal) har ansetts ha alltför stora obalanser. Något förfarande vid alltför stora obalanser har emellertid ännu aldrig öppnats.⁸⁶

Det är för tidigt att dra slutsatser om vilken roll den bredare makroekonomiska övervakningen kan komma att spela. Den utgör dock ett steg i rätt riktning mot att identifiera och försöka korrigera obalanser innan de resulterar i allvarliga kriser. 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 kvalitativ och därmed ganska godtycklig (ännu mer så än i förfarandet vid alltför stora underskott). Eventuella effekter måste därför baseras på *peer pressure* och en insikt om att det ibland kan vara lättare för externa än interna betraktare att identifiera risker.⁸⁷

En central fråga är också hur symmetrisk värderingen av olika obalanser blir.⁸⁸ Stora bytesbalansunderskott och högre pris- och kostnadsökningar i en medlemsstat än i övriga euroområdet kan indikera ohållbar överefterfrågan (som i periferiländerna före eurokrisen). Men stora bytesbalansöverskott och *låga* pris-

⁸⁴ Se diskussionen om *Mer samordning mellan europeisk och nationell nivå* i avsnitt 3.1.

⁸⁵ Liksom i förfarandet vid alltför stora underskott tas i förfarandet vid alltför stora obalanser Ekofinrådets beslut med omvänd kvalificerad majoritet, det vill säga Kommissionens förslag accepteras om det inte finns en kvalificerad majoritet emot. Medel från de europeiska struktur- och investeringsfonderna kan dras in också för länder som inte deltar i eurosamarbetet.

⁸⁶ http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/index_en.htm

⁸⁷ Se Calmfors (2012b, 2015).

⁸⁸ Se till exempel Gros och Busse (2013).

och kostnadsökningar i en annan medlemsstat (läs Tyskland) kan tyda på alltför låg inhemsk efterfrågan och därmed göra det svårare för andra medlemsstater att korrigera sina obalanser.

Nationella produktivitetsnämnder

Liksom på det finanspolitiska området har det även på det bredare makroekonomiska fältet tagits steg för att förstärka de nationella institutionerna. I september 2016 beslutade Europeiska unionens råd att rekommendera medlemsstaterna i euroområdet att inrätta *nationella produktivitetsnämnder*.⁸⁹ Uppdraget för produktivitetsnämnden i en medlemsstat ska vara ”att diagnosticera och analysera produktivitets- och konkurrenskraftens utveckling” på såväl kort som lång sikt. Behovet av detta motiveras med de stora riskerna att makroekonomiska obalanser ska byggas upp i enskilda euroländer (som inte kan föra en egen penningpolitik) och de stora svårigheterna att sedan korrigera obalanserna (eftersom nominella växelkursförändringar inte kan komma till stånd). Relationen mellan produktivets- och lönekostnadsutveckling är förstås central för både uppkomsten av obalanser och korrigeringen av dem.

Produktivetsnämnderna ska – liksom de ovan diskuterade finanspolitiska råden – ha en oberoende ställning med medlemmar som utses ”på grundval av deras erfarenheter och kompetens”. De ska ha ”förmåga att utföra ekonomiska och statistiska analyser av hög kvalitet, som också erkänns i den akademiska världen”. Förhoppningen är att nämnderna ska höja nivån på den nationella debatten om produktivets- och konkurrenskraftsfrågor och därmed bidra till en bättre nationell ekonomisk politik. Nämnderna ska dock inte ha någon direkt inkomstpolitisk roll som påverkar arbetsmarknadsparternas rätt att ingå kollektivavtal eller använda konfliktåtgärder.

3.3 Finansiell tillsyn och krishantering

Som beskrevs i avsnitt 2.1 började statsskuldskriserna i Irland och Spanien som fastighets- och bankkriser. Även Cyperns kris hade sitt ursprung i banksektorn och utlöstes till följd av förluster på innehaven av grekiska statspapper. Samtliga krisländer – kanske allra tydligast Grekland – har också kännetecknats av så kallade djävulsspiraler där solvensproblem för stater och banker ömsesidigt förstärkt varandra.⁹⁰ Detta har lett till stor enighet mellan euroländerna om att den finansiella tillsynen måste skärpas för att förebygga finansiella kriser och att krishanteringsförmågan ifall kriser ändå uppstår måste förbättras. Därför har ett antal steg tagits som går betydligt längre än de skärpningar av krav på bankers kapital- och likviditetstäckning som efter finanskrisen 2007/2008

⁸⁹ Europeiska unionens råd (2016). Rekommendationen riktas till euroländerna, men även övriga EU-länder uppmannas att inrätta liknande organ.

⁹⁰ Se diskussionen om *Det ömsesidiga beroendet mellan stat och banker* i avsnitt 2.2.

överenskommits internationellt inom ramen för de så kallade Basel-III-reglerna och som också införts inom EU.⁹¹

Europeiska systemet för finansiell tillsyn

Redan 2011 tillskapades ett *Europeiskt system för finansiell tillsyn (European System of Financial Supervision, ESFS)*. Systemet innefattade förstärkningar av både mikrotillsynen (som är inriktad på enskilda finansiella institutioner) och makrotillsynen (som är inriktad på det totala finansiella systemet) inom *hela* EU.⁹²

För mikrotillsynen inrättades tre nya *Europeiska tillsynsmyndigheter (European Supervisory Authorities, ESA)*: *Europeiska bankmyndigheten (European Banking Authority, EBA)*, *Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (European Securities and Markets Authority, ESMA)* samt *Europeiska försäkrings- och pensionsmyndigheten (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA)*. De tre tillsynsmyndigheterna kan främst ses som samarbetsorgan för de nationella tillsynsmyndigheterna med uppgift att harmonisera de nationella regleringarna av finansmarknaderna (utarbete en ”gemensam regelbok”) och hantera gränsöverskridande problem.

För makrotillsynen tillskapades en *Europeisk systemrisknämnd (European Systemic Risk Board, ESRB)* med uppgiften att identifiera och slå larm om hot mot den samlade finansiella stabiliteten inom EU. Fokus ligger alltså på systemrisker till följd av samspelet mellan olika finansiella institutioner. Systemrisknämndens mandat är att varna för sådana risker och att rekommendera förebyggande åtgärder, men nämnden kan inte själv besluta om sådana.⁹³

Bankunionen

Den mest radikala förändringen av den finansiella tillsynen inom euroområdet utgörs av *bankunionen*. Den initierades 2012 då Kommissionen formulerade en färdplan för gemensam finansiell reglering och tillsyn.⁹⁴ Bankunionen omfattar flera olika delar som successivt genomförts eller håller på att genomföras. Den omfattar enbart euroländerna och länder utanför euroområdet som väljer att ansluta sig (vilket inga ännu har gjort).

En första del utgörs av den *gemensamma tillsynsmekanism (Single Supervisory Mechanism, SSM)* som är i drift sedan 2014. Enligt denna har tillsynsansvaret för de största och viktigaste bankerna i euroområdet (för närvarande cirka 130 stycken) flyttats till ECB, som är ytterst ansvarig också för tillsynen av andra banker, även om den rent praktiskt sköts av de nationella tillsynsmyndigheterna.

⁹¹ Basel-III-reglerna, liksom tidigare Baselregler har förhandlats fram inom Baselbanken (*Bank for International Settlements, BIS*) som är en internationell samarbetsorganisation för centralbanker.

⁹² En bra beskrivning ges i Eriksson och Hjeds Löfmark (2013).

⁹³ För mer detaljerad information se <https://www.esrb.europa.eu/about/orga/html/index.en.html>.

⁹⁴ European Commission (2012).

Tillsynen utförs av en särskild *tillsynsnämnd (Supervisory Board)* inom ECB vars beslut anses antagna om inte ECB-rådet förkastar dem.⁹⁵ Tillsynsbesluten kan avse krav på kapitaltäckning, beviljande och återtagande av banktillstånd och sanktioner mot felande banker vid överträdelse av reglerna. En viktig del i verksamheten är *stresstester* för att pröva om bankerna är tillräckligt kapitaliserade för att kunna motstå olika tänkbara kriser. Sådana tester utförs också av Europeiska bankmyndigheten, ESB.

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 det finansiella systemet och samhällsekonomin som möjligt samtidigt som kostnaderna för skattebetalarna ska hållas nere. En *gemensam resolutionsnämnd (Single Resolution Board, SRB)* har tillsammans med nationella resolutionsmyndigheter ansvaret för beslut om bankresolution.⁹⁶

Nya regler om skuldnedskrivning (*bail-in*) har införts.⁹⁷ 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 eller konvertera skulder till eget kapital för att återkapitalisera banken. Ianspråktagandet av bankens skulder för dessa ändamål sker enligt en i förväg fastställd prioritetsordning. Skuldavskrivningsverktyget har tillkommit för att hålla nere skattebetalarnas kostnader vid bankfallissemang. Samtidigt är tanken att det genom en skuldavskrivning ska gå att snabbt återkapitalisera en fallerande bank och därmed hålla systemviktiga delar av den igång så att effekterna på det finansiella systemet begränsas.

Det finns en risk att en banks eget kapital och skuldnedskrivningar inte räcker till 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 ”i exceptionella fall” ge tillstånd till det om eget kapital och skulder motsvarande minst åtta procent av bankens skulder har tagits i anspråk. Den gemensamma resolutionsfonden byggs upp genom avgifter på bankerna som är baserade på hur stora risker dessa tar. Fonden ska nå

⁹⁵ Tillsynsnämnden består av ordförande, vice ordförande, fyra ledamöter från ECB och en ledamot från varje nationell tillsynsmyndighet i bankunionens medlemsstater. ECB-rådet är ECB:s styrelse (som bland annat fattar de penningpolitiska besluten) och består av direktionen (ordförande, vice ordförande och fyra ledamöter utan nationella mandat) samt nationella centralbankschefer i euroländerna.

⁹⁶ Kommissionen antar eller motsätter sig resolutionsnämndens förslag. I det senare fallet föreslår Kommissionen Ekofinrådet att förkasta förslaget. Om så sker, handläggs resolutionen i stället enligt den nationella lagstifningen i den berörda medlemsstaten.

⁹⁷ Se Eliasson med flera (2014). Bestämmelserna om hur kostnaderna ska fördelas vid en bankresolution återfinns i Europaparlamentets och rådets direktiv om inrättande av en ram för återhämtning och resolution av kreditinstitut och värdepappersföretag (2014).

sin fulla storlek 2023 och då uppgå till runt 55 miljarder euro (cirka 1 procent av skulderna).

Bankunionens ändamålsenlighet

En samlad bedömning av reformerna i fråga om finansiell tillsyn och krishantering är att de har ökat den finansiella stabiliteten, men att stora risker ändå kvarstår.

Den gemensamma tillsynen kan antas minska riskerna för att finansiella kriser ska uppstå. Eftersom sannolikheten även fortsättningsvis är stor för att kostnaderna för finansiella systemkriser i slutändan kommer att bäras av de europeiska räddningsfonderna (se avsnitt 3.2), är det motiverat att också den finansiella tillsynen sker på den europeiska nivån. Det kan antas ge starkare incitament för en strikt tillsyn än om tillsynen är nationell samtidigt som sannolikheten är stor för att stora slutliga kostnader ska falla på euroområdet som helhet. Ett annat argument för att tillsynen antagligen blir striktare om den utövas av ECB, och inte 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 det gäller att hantera bankers gränsöverskridande verksamheter. En svaghet i den gemensamma tillsynen är dock att den avser banker men inte andra systemviktiga finansiella institutioner. En striktare banktillsyn kan leda till att mer aktiviteter flyttas över till dessa.⁹⁸

En svaghet i resolutionsmekanismen är att ansvaret för den delas på ett komplicerat sätt mellan den gemensamma resolutionsnämnden och nationella institutioner.⁹⁹ Beslutsprocessen är krånglig. Den gemensamma resolutionsfondens resurser kan också visa sig otillräckliga. Det gäller särskilt medan systemet är under uppbyggnad. Men det kan också gälla när fonden är färdiguppbyggd om det uppstår en finansiell systemkris.¹⁰⁰ En liknande invändning gäller insättningsgarantierna för bankinlåning (upp till 100 000 euro enligt gemensamma EU-regler). Dessa garantier är nationella och har sannolikt inte tillräckliga medel för att uppfylla sina åtaganden i svåra finansiella krissituationer.¹⁰¹ Enskilda stater som samtidigt befinner sig i statsskuldskris skulle antagligen inte heller ha tillräckliga resurser för att stötta de nationella garantierna.¹⁰²

Det kan också diskuteras hur ändamålsenliga reglerna om skuldnedskrivning (*bail-in*) är. Reglerna har under 2015–2016 tillämpats för nödlidande banker i

⁹⁸ Beck (2016).

⁹⁹ Wyplosz (2016).

¹⁰⁰ IMF (2010) rekommenderar större resurser: av samma storleksordning (2–4 procent av BNP) som spenderades under finanskrisen i USA inom ramen för TARP (*Troubled Asset Relief Program*). De Groen och Gros (2015) menar däremot att den gemensamma resolutionsfondens resurser är tillräckliga.

¹⁰¹ Beck (2016) och Gros (2016).

¹⁰² Se till exempel Gros (2016).

Italien och Portugal, men det finns uppenbarligen ett starkt politiskt motstånd mot att använda dem i större skala. Detta gör att deras trovärdighet kan ifrågasättas.¹⁰³ I den mån som de är trovärdiga minskar de riskerna för att finansiella kriser ska uppstå, eftersom de ger långivare starkare incitament att granska de banker som de lånar ut till. Men samtidigt kan reglerna, om de verkligen tillämpas, 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 finansiell systemkris triggas och marknaden för bankfinansiering snabbt frysa ungefär på det sätt som skedde under den akuta finanskrisen 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 i en makroekonomisk kris.¹⁰⁴

Ett kvarstående problem är bankernas bestående stora innehav av statsobligationer från det egna landet. Detta innebär fortsatta risker för att bank- och statsskuldskriser ska förstärka varandra på liknande sätt som under eurokrisen. Detta är inte minst en påtaglig fara med de statliga kapitalinjektioner i italienska banker som väntas framöver (under 2017). Några generella regler för att begränsa bankers exponering mot det egna landets statspapper har inte införts. Det beror sannolikt delvis på att många regeringar upplever det som en ”bekvämlig säkerhetsventil” att de inhemska bankerna är stora faktiska, eller i varje fall potentiella, långivare till staten. Samtidigt är det olämpliga i avsaknaden av generella regler som begränsar bankers innehav av det egna landets statspapper kanske den fråga som ekonomer är mest överens om när det gäller synen på euroområdet problem.¹⁰⁵

¹⁰³ Feld med flera (2016).

¹⁰⁴ Detta har diskuterats särskilt av Goodhart (2011). Den återkapitalisering av den italienska banken Monte dei Paschi di Siena som väntas ske 2017 är ett exempel på att reglerna om skuldavskrivning (*bail-in*) inte används därför att det är politiskt svårt att tillfoga – särskilt mindre – långivare kapitalförluster. Återkapitaliseringen kommer till största delen att ske genom en statlig kapitalinjektion som klassificeras som en ”återkapitalisering av försiktighetsskäl” (*precautionary recapitalisation*); se Politi (2016).

¹⁰⁵ Se till exempel Beck (2016), Corsetti med flera (2016 a, b), Feld med flera (2016), Gros (2016), Pisani-Ferry (2016) och Wyplosz (2016).

4 Valutaunionens framtida utveckling

Föregående avsnitt har beskrivit hur eurokrisen lett till grundläggande förändringar av euroområdets infrastruktur. Den största förändringen är förmodligen inrättandet av räddningsfonder för stater som hotas av bankrott. Detta står i uppenbar konflikt med EU-fördragets icke-undsättningsklausul enligt vilken EU-institutioner och andra medlemsstater inte får överta betalningsansvaret för en enskild stats skulder. En nästan lika genomgripande förändring är bankunionen med gemensam finansiell tillsyn och resolutionsmekanism. Bredare makroekonomisk övervakning för att i förväg identifiera utvecklingsförlopp som senare kan leda till svåra kriser är en annan viktig reform. Vidare har ett antal reformer gjorts av euroområdets finanspolitiska ramverk: fler och mer preciserade regler, möjligheter till sanktioner på ett tidigare stadium, ändrade beslutsformer och förändringar som syftar till ett bättre samspel mellan beslut på europeisk och på nationell nivå.

Den fråga som måste ställas är hur ändamålsenligt det system för ekonomisk styrning som nu etablerats är. Kommer det att innebära en välfungerande valutaunion i framtiden eller inte?

Analysen i föregående avsnitt har pekat på ett antal problem. Ett fundamentalt sådant är att icke-undsättningsklausulen, som tidigare betraktades som en hörnsten i euroområdets arkitektur, har satts ur spel. Det innebär uppenbara faror för oansvarigt beteende (*moral hazard*), det vill säga att medlemsstaterna ska tillåta sig en alltför hög offentlig skuldsättning. Dessa risker uppstår både för efterfrågan på och utbud av lån. Om enskilda medlemsstater kan räkna med att andra medlemsstater vid en statsskuldskris tar över ansvaret för räntebetalningar och amorteringar, blir drivkrafterna att undvika sådana situationer svagare. Men detta är förmodligen ett hanterbart problem om stödprogram bara ges under strikta villkor om finanspolitiska åtstramningar. De senaste årens erfarenheter av hårda sådana åtstramningar i Grekland, Irland, Portugal, Spanien och Cypern kan antas fungera som avskräckande exempel. Det största problemet avser i stället privata långgivares utbud av lån till euroländerna. Stödprogrammen till krisländerna har ju inneburit att långgivarna till den helt övervägande delen – med undantag för den grekiska skuldnedskrivningen 2011 – hållits skadeslösa. Det försvagar incitamenten för långgivare att vara försiktiga i sin utlåning till den offentliga sektorn i euroländerna och att på ett tidigt stadium kräva ordentliga riskpremier så att efterfrågan på lån hålls tillbaka.

Tanken med de flesta av de senaste årens finanspolitiska regelförändringar i euroområdet har varit att kompensera för de försvagningar av drivkrafterna för

budgetdisciplin som åsidosättandet av icke-undsättningsklausulen inneburit. Men trovärdigheten för de skärpta finanspolitiska reglerna undergrävs dessvärre just av att euroländerna satte klausulen ur spel när det blev ”skarpt läge”. Om det kunde ske med en så grundläggande fördragsbestämmelse, är förstås en näraliggande slutsats att det också kan ske med de skärpta budgetreglerna. Detta har, som ovan diskuterades, i viss mån redan skett när stabilitetspaktens nya regler inte fullt ut tillämpats för Frankrike, Italien, Portugal och Spanien.¹⁰⁶

Ett annat problem som analyserades i avsnitt 3.1 är det stora antalet finanspolitiska mål som EU-länderna ska uppnå. Själva mängden gör att varje enskild regel får mindre tyngd och därmed utövar mindre inflytande på politiken. Ett ytterligare problem gäller den samlade finanspolitiken i hela euroområdet. De finanspolitiska reglerna är utformade för att upprätthålla budgetdisciplinen i den enskilda medlemsstaten och då särskilt att undvika stora budgetunderskott (som framför allt uppkommer i djupa lågkonjunkturer). De har däremot inte till syfte att uppnå en samlad finanspolitik för hela euroområdet som är lämplig utifrån konjunktursituationen. Följden har blivit att politiken ofta blivit procyklisk med åtstramningar i konjunkturedgångar.¹⁰⁷

Vad gäller bankunionen pekade diskussionen i avsnitt 3.3 på följande problem:

- Den gemensamma resolutionsfonden kan ha alltför små resurser vid en allvarlig systemkris. Det gäller definitivt under de närmaste åren när fonden är under uppbyggnad men kanske också när den nått den planerade storleken.
- De nationella insättningsgarantierna kan skydda insättarnas tillgångar vid enskilda bankfallissemang i en medlemsstat men inte vid en kris för hela det finansiella systemet där.
- Banker i euroområdet har alltför stora innehav av det egna landets statspapper. Det betyder att risken för djävulsloopar, där en bankkris och en statsskuldskris förstärker varandra, kvarstår.

4.1 Bred fördjupning av eurosamarbetet

Det finns en förhållandevis stor enighet i den europeiska ekonomisk-politiska debatten om problembeskrivningen för eurosamarbetet. Men skillnaderna är desto större när det gäller hur detta bör utvecklas i framtiden. Ett spår i debatten är en bred fördjupning av eurosamarbetet omfattande både finanspolitiken och bankunionen. Detta synsätt har getts ett klart uttryck i den så kallade *fem ordförandenas rapport*.¹⁰⁸ Rapporten fångar upp ett antal idéer som har cirkulerat i den europeiska ekonomisk-politiska diskussionen.

¹⁰⁶ Se diskussionen om *Det finanspolitiska regelverkets ändamålsenlighet* i avsnitt 3.1.

¹⁰⁷ Se till exempel EU-kommissionen (2016b).

¹⁰⁸ Juncker (2015). Formell avsändare av rapporten var Kommissionens ordförande Jean-Claude Juncker, men den utarbetades i nära samarbete med Europeiska rådets ordförande Donald Tusk, Eurogruppens ordförande Jeroen Dijsselbloem, ECB:s ordförande Mario Draghi och Europaparlamentets ordförande Martin Schultz.

Finanspolitisk union

De fem ordförandenas rapport ställer upp en *finanspolitisk union* som ett långsiktigt mål för det budgetpolitiska samarbetet inom euroområdet. Den finanspolitiska unionen ska innebära gemensamma beslut om finanspolitiken. Dessa ska enligt rapporten inte omfatta enskilda skatter och offentliga utgifter i medlemsstaterna vilka även fortsättningsvis ska bestämmas enligt ”nationella preferenser och politiska prioriteringar”. Detta får tolkas som att det är beslut om hur finanspolitiken ska utformas med inriktning på budgetsaldon och påverkan på efterfrågan som man vill centralisera. Rapporten nämner uttryckligen att dessa centraliserade beslut skulle kunna tas i ett framtida finansdepartement (*treasury*) för hela euroområdet. Liknande förslag har tidigare framförts av olika debattörer som argumenterat för att ett sådant europeiskt finansdepartement i exceptionella fall ska kunna lägga in veto mot budgetar beslutade av nationella parlament och ålägga enskilda medlemsstater specifika budgetmål.¹⁰⁹

De fem ordförandenas rapport diskuterar också en ”finanspolitisk stabiliseringsfunktion” för euroområdet. Rapporten är här inte särskilt tydlig men avsikten tycks vara att uppnå två mål: dels att motverka konjunktursvängningar i enskilda medlemsstater, dels att åstadkomma en lämplig finanspolitisk inriktning för euroområdet som helhet. Det finns en lång akademisk diskussion om båda dessa uppgifter.

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 till en betydande del motverkas av automatiska transfereringar mellan regioner; en nedgång i en enskild region leder till minskade skatteinbetalningar därifrån till den nationella budgeten och från denna betalas det ut till exempel mer i arbetslöshetsersättningar till regionen i fråga. Eftersom EU:s budget är alldeles för liten – cirka 1 procent av BNP – för att spela en sådan roll, framfördes olika förslag om att den gemensamma penningpolitiken i valutaunionen borde kompletteras med ett system för direkta transfereringar mellan medlemsländerna vid stora skillnader i konjunkturutvecklingen (mätta i termer av BNP-gap eller arbetslöshet) mellan dem.¹¹⁰

En del förslag har fokuserat på en gemensam europeisk arbetslöshetsförsäkring.¹¹¹ Löntagare och/eller arbetsgivare skulle då betala avgifter till denna. Den skulle sedan i sin tur betala ut arbetslöshetsersättningar till arbetslösa i de olika medlemsstaterna. Följden skulle bli automatiska transfereringar från länder med

¹⁰⁹ Se till exempel Benassy-Quéré och Vallee (2014), Sapir och Wolf (2015) och Tabellini (2016).

¹¹⁰ Majocchi och Rey (1993) samt Pisani-Ferry med flera (1993) är två tidiga förslag.

¹¹¹ Dullien och Fichtner (2013) är ett sådant förslag från senare år.

bättre till länder med sämre konjunktur. Dessa transfereringar skulle dessutom ha den stabiliseringspolitiska fördelen att gå direkt till arbetslösa personer som kan antas ha en hög konsumtionsbenägenhet, det vill säga spendera en stor andel av de mottagna transfereringarna.

Under senare år har diskussionen om en gemensam stabiliseringsmekanism främst kommit att handla om att åstadkomma en lämplig finanspolitisk inriktning för euroområdet som helhet. Så till exempel konstaterar Kommissionen att det är mer eller mindre en slump om summan av nationell finanspolitik leder till en lämplig finanspolitisk inriktning för euroområdet som helhet (EU-kommissionen 2016b). Det finns ett antal förslag som skiljer sig åt i fråga om detaljer men som har samma grundidé.¹¹² Den är att en särskild stabiliseringsfond (eventuellt Europeiska stabiliseringsmekanismen, ESM, eller en vidareutveckling av denna – av några benämnd *Europeiska finanspolitiska institutet, EFI*, efter förebild från *Europeiska monetära institutet, EMI*, som var ECB:s föregångare åren före valutaunionens start) ska kunna emittera särskilda "stabilitetsobligationer" upp till en viss volym. Räntebetalningar och amorteringar ska garanteras genom att euroländerna för *lång* tid framåt öronmärker en *liten* del av sina årliga skatteintäkter till fonden.¹¹³ Fondens upplånade medel ska användas till att i lågkonjunkturer köpa upp utestående statsobligationer från medlemsstaterna på kapitalmarknaden och sedan avstå från räntorna på dessa. Medlemsstaterna får då möjlighet att finansiera en expansiv finanspolitik som motverkar konjunkturedgången. I högkonjunkturer ska den europeiska fonden agera på motsatt sätt och i stället sälja tillbaka uppköpta statsobligationer till kapitalmarknaden. Fonden behöver inte, men skulle kunna, köpa upp proportionsvis mer statsobligationer från de medlemsländer som befinner sig i de djupaste lågkonjunkturerna. Det innebär att möjligheterna för det enskilda landet att föra en kontracyklisk politik blir större ju större konjunktursvängningarna är.¹¹⁴

Bankunionen

De fem ordförandenas rapport innehåller också konkreta förslag om att vidareutveckla bankunionen.

¹¹² Se till exempel Corsetti med flera (2015a,b), Ubide (2015), De Grauwe och Ji (2016) samt Tabellini (2016).

¹¹³ Poängen är just att öronmärkningen ska gälla under lång tid, säg 30-50 år. Då räcker det med små årliga avsättningar. Men det krävs förstås långsiktig *trovärdighet* för konstruktionen om den ska öka möjligheterna till samlad upplåning från euroändernas sida i lågkonjunkturer.

¹¹⁴ De Grauwe och Ji (2016) är kritiska mot finanspolitiska transfereringssystem som i första hand skulle innebära transfereringar *mellan* länder *vid en given tidpunkt*. Skälet är att konjunkturerna i olika euroländer i regel samvarierar starkt. Det innebär i så fall att stater i "ganska djup lågkonjunktur" ska göra inkomstöverföringar till stater i "mycket djup lågkonjunktur". Detta kan vara politiskt svår genomförbart. Därför argumenterar De Grauwe och Ji i stället för *intertemporal* omfördelningar av resurser, det vill säga omfördelningar över tiden, vilket åstadkoms just genom gemensam upplåning i lågkonjunkturer. Denna underlättas när räntebetalningar och amorteringar garanteras gemensamt av euroländerna.

För det första understryks att det behövs ett *tillfälligt* arrangemang för att vid behov ge den gemensamma resolutionsfonden tillgång till överbrygningsfinansiering under uppbyggnadstiden innan den avsedda storleken uppnåtts.

För det andra föreslås att resolutionsfonden får *permanent* tillgång till en kreditlinje från Europeiska stabiliseringsmekanismen, ESM, så att fonden har tillgängliga resurser inte bara för att kunna hantera enstaka bankfallisemang utan också finansiella systemkriser. Resolutionsfonden ska betala tillbaka eventuella krediter från ESM genom inkomster från avgifter som i efterhand läggs på finanssektorn.

För det tredje argumenterar de fem ordförandenas rapport för ett europeiskt insättningsgarantisystem (*European Deposit Insurance Scheme, EDIS*) i syfte att tillhandahålla tillräckliga medel i händelse av en nationell bankkris. Liksom i en del andra förslag skisseras ett återförsäkringssystem där de nationella insättningsgarantierna skulle avstå från en del av de avgifter som de tar ut från bankerna och i stället slussa dem vidare till ett återförsäkringssystem på europeisk nivå.¹¹⁵ Systemet skulle sedan fungera som försäkringsgivare till de nationella insättningsgarantierna och träda in om så många banker i en medlemsstat fallerar att den nationella garantins resurser inte räcker till. En tänkbar modell är att göra de nationella insättningsgarantiernas avgifter till det europeiska återförsäkringssystemet riskbaserade. De borde då spegla den makroekonomiska risken för att medlemsstater hamnar i finansiella systemkriser som de inte själva kan hantera.¹¹⁶

För det fjärde pekar rapporten på att det bör bli lättare för Europeiska stabiliseringsmekanismen, ESM, att själv rekapitalisera krisande banker. Alternativet är att ESM lånar ut till staten i fråga för att den i sin tur ska kunna återkapitalisera inhemska banker. Så skedde till exempel i Spaniens fall 2012. Denna metod har nackdelen att öka på det berörda landets statsskuld, vilket kan vara problematiskt i ett läge då en bankkris och en statsskuldskris riskerar att förstärka varandra.¹¹⁷

För det femte aktualiseras en översyn av bankers innehav av det egna landets statspapper. Detta görs emellertid mycket försiktigt: förändringar ska bara göras inom ramen för samordnade reformer på global nivå. Olika ekonomer har förordat betydligt mer radikala förändringar.¹¹⁸ Ett vanligt förslag är direkta begränsningar av exponeringen mot det egna landets statsskuld. Ett alternativ är att åsätta också statspapper riskvikter vid beräkningen av bankers

¹¹⁵ Se till exempel Gros (2013, 2016).

¹¹⁶ Gros (2015).

¹¹⁷ Se diskussionen om *Det ömsesidiga beroendet mellan stat och banker* i avsnitt 2.2.

¹¹⁸ Se till exempel Beck (2016), Corsetti med flera (2016a, b), Feld med flera (2016), Gros (2016) och Pisani-Ferry (2016).

kapitaltäckning.¹¹⁹ En annan idé är att ECB vid sin utlåning till banker ska kräva säkerheter i form av syntetiska euroobligationer (en korg av statspapper från olika länder) i stället för enskilda länders statsobligationer, vilket skulle skapa incitament för bankerna att diversifiera sina statspappersinnehav.¹²⁰

Utöver förslagen om att fördjupa bankunionen vill de fem ordförandena också få till stånd en *kapitalmarknadsunion*. Det är ett samlingsbegrepp för ett antal åtgärder som syftar till att öka särskilt små och medelstora företags tillgång till finansiering på en mer integrerad europeisk kapitalmarknad, alltså genom att ge ut aktier eller företagsobligationer. Omfattningen av sådan gränsöverskridande finansiering (*cross-border financing*) påverkar hur mycket konsumtionen i en medlemsstat fluktuerar när BNP varierar. Ju större den privata sektorns innehav av sådana utländska värdepapper är, desto mindre genomslag får svängningar i den inhemska produktionen på hushållens inkomster och förmögenheter och därmed också på konsumtionen. Innehav av utländska aktier och obligationer fungerar därför som en stötdämpare vid landspecifika makroekonomiska störningar och minskar dessas effekter. Enligt olika studier spelar sådana korsvisa värdepappersinnehav betydligt mindre roll för att utjämna fluktuationer i den privata konsumtionen i euroländerna än i amerikanska delstater.¹²¹ Orsaken är att den amerikanska kapitalmarknaden är mycket mer integrerad än den europeiska.

En mer integrerad europeisk kapitalmarknad kan bara åstadkommas i en långvarig process, eftersom det krävs en harmonisering av den nationella lagstiftning och praxis på en rad områden som vuxit fram under mycket lång tid i fråga om emissionsvillkor, företagsstyrning, avtals- och konkursrätt, domstolsprövning av olika tvistemål och så vidare.¹²²

4.2 En alternativ väg med åternationaliserad finanspolitik och bara bankunion¹²³

Det finns en *ekonomisk* logik bakom tankarna om en bred fördjupning av eurosamarbetet. Förslagen om en vidareutvecklad bankunion baseras på insikten att en enskild medlemsstat kan överväldigas av en bankkris och att den kan få spridningseffekter som hotar både den finansiella och makroekonomiska stabiliteten i hela euroområdet. Långtgående centraliserad kontroll över enskilda euroländers budgetbeslut är ett sätt att hantera de risker för oansvarigt beteende (*moral hazard*) i finanspolitiken som förstärks av åsidosättandet

¹¹⁹ 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.

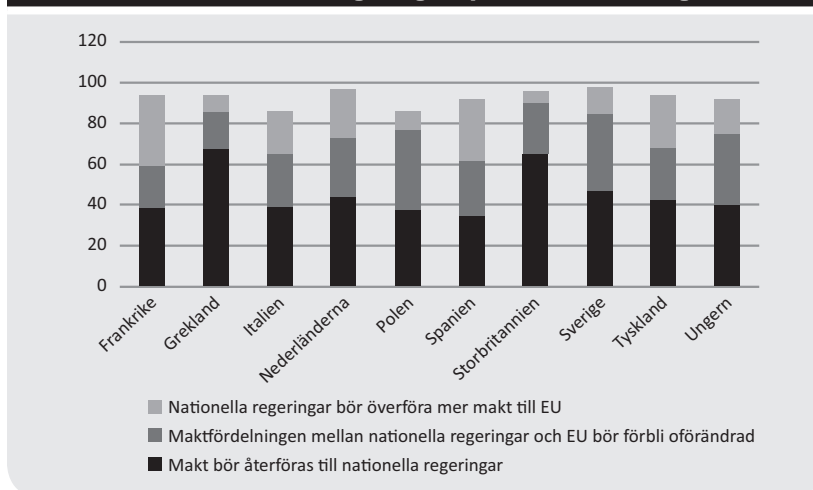
¹²⁰ Corsetti med flera (2016a, b).

¹²¹ Se till exempel Kalemil-Ozcan (2016).

¹²² Beck (2016).

¹²³ Finnish Ministry of Finance (2015) analyserar två liknande alternativ för eurozonens utveckling som mina. Dessa benämns "centralstyrning" respektive "marknadsdisciplin". Rapporten tar emellertid inte någon klar ställning till vilket alternativ som är att föredra.

Figur 10 Opinionsläget angående maktfördelningen mellan EU och nationella regeringar, procent av tillfrågade



Källa: Pew Research Center (2016).

av icke-undsättningsklausulen och upprättandet av räddningsfonderna. Ett gemensamt betalningsansvar för enskilda länders offentliga skuldsättning bidrar inte till några *moral-hazard*-problem om också budget- och upplåningsbesluten görs gemensamma. Ett finanspolitiskt transfereringssystem för att utjämna skillnader i konjunkturutvecklingen mellan euroländerna och mer samordning för att åstadkomma en över tiden bättre avvägd samlad finanspolitik för hela valutaunionen skulle få den att fungera bättre.

Problemet med fördjupningsplanerna är den *politiska genomförbarheten*. Planerna går på tvärs mot de starka EU-skeptiska stämningar som kännetecknar opinionen i många EU-länder och som kommit till uttryck i växande politiskt stöd för EU-kritiska, och ibland direkt EU-fientliga, politiska partier (och förstås i det brittiska folkomröstningsbeslutet om utträde ur unionen). Den i Figur 10 redovisade opinionsundersökningen visar att det inte tycks finnas någon majoritet för att överföra mer makt till EU i något av de inkluderade länderna. Tvärtom är det i samtliga undersökta länder fler som vill återföra befogenheter från EU till de nationella regeringarna än tvärtom.¹²⁴ Det politiska opinionsläget

¹²⁴ Pew Research Institute (2014) rapporterar liknande resultat: i sex av sju undersökta länder är det fler som är emot än som är för mer makt till EU. En helt annan bild ges dock av Europaparlamentets särskilda Eurobarometerundersökning (Europaparlamentet 2016). Enligt den vill en majoritet av de tillfrågade i de flesta euroländerna (framför allt i periferiländerna men inte i Tyskland, Nederländerna, Finland, Luxemburg och Estland) att EU ska ingripa mer i den ekonomiska politiken än idag. Studien finner liknande resultat också på andra politikområden. Det är svårt att få dessa resultat att gå ihop med andra opinionsundersökningar och opinionsstödet för EU-kritiska partier.

innebär med all sannolikhet att planerna på en finanspolitisk union med direkt centralisering av finanspolitiska beslut är orealistiska. Någon politisk acceptans för en stabiliseringsmekanism med transfereringar mellan länderna vid skillnader i konjunkturutvecklingen finns knappast heller. Ett skäl är rädsla för att ett sådant system ska innebära permanenta, och inte bara tillfälliga, omfördelningar mellan länderna i valutaunionen.¹²⁵

Frågan är om ens det finanspolitiska regelsystemet som det ser ut idag kan fungera. Den ovan beskrivna milda behandlingen av Frankrike, Italien, Portugal och Spanien när de brutit mot stabilitetspaktens regler talar för att så inte är fallet.¹²⁶ Det finns grundläggande tidsinkonsistensproblem som gör Kommissionen och Ekofinrådet ovilliga att tillämpa reglerna när det blir skarpt läge. En orsak till att man inte använt sig av de finansiella sanktionerna är förmodligen att det i lägen med stora budgetunderskott är svårt att förklara varför dessa ska göras ännu större genom böter. Det finns troligen också en rädsla för att sanktioner ska förstärka EU-fientliga opinioner. Detta argument anfördes av ansvarig EU-kommissionär som motiv för att Kommissionen inte föreslog böter för Portugal och Spanien 2016 trots tidigare fattade beslut om att länderna inte gjort tillräckligt för att reducera sina budgetunderskott.¹²⁷

Resonemanget ovan reser frågan om inte hela systemet med finansiella sanktioner för euroländer som bryter mot EU:s finanspolitiska regler borde överges. Man bör kanske i stället i huvudsak förlita sig på de nationella budgetpolitiska ramverken, alltså på en ”åternationalisering” av finanspolitiken.¹²⁸ Det kan vara möjligt med den förstärkning av de nationella ramverken som skett under de senaste åren delvis som en följd av initiativ på EU-nivå.¹²⁹ Kraven från den europeiska nivån på de nationella ramverken skulle dessutom kunna förstärkas och göras mer bindande. Dessa krav skulle också kunna innefatta regler om större självständighet i förhållande till den exekutiva makten för de statistikproducerande myndigheterna i medlemsstaterna så att risken minskar för politiskt initierat statistikfusk.¹³⁰ Fördelen med att i högre grad lita sig mot nationellt formulerade mål, procedurer och institutioner (till exempel finanspolitiska råd) är att de förmodligen har större legitimitet i medborgarnas ögon och verkar i det nationella sammanhang i vilket det mesta av den ekonomisk-politiska diskussionen förs.

De gemensamma finanspolitiska reglerna på EU-nivå skulle främst kunna användas för att underbygga respekten för de nationella budgetpolitiska målen.

¹²⁵ Se till exempel Feld med flera (2016).

¹²⁶ Se diskussionen om *Det finanspolitiska regelsystemets ändamålsenlighet* i avsnitt 3.1.

¹²⁷ Khan och Brunsten (2016).

¹²⁸ Eichengreen och Wyplosz (2016), Pisani-Ferry (2016) och Wyplosz (2016) har argumenterat för detta. Se också Calmfors (2005).

¹²⁹ Se diskussionen om *Starkare nationella finanspolitiska ramverk* i avsnitt 3.1 ovan.

¹³⁰ Se Jonung (2014) för en mer utförlig diskussion.

Men det kräver i så fall en kraftig förenkling av EU-reglerna: de måste bli färre och mindre komplicerade om de ska fungera som tunga riktmärken så att en avvikelser från dem leder till ett kraftigt opinionstryck på nationell nivå att korrigeras den. Ett förslag är att i första hand använda sig av en version av det ovan beskrivna *utgiftskriteriet*, alltså en regel som sätter en gräns för hur mycket de offentliga nettoutgifterna får öka i förhållande till potentiell BNP.¹³¹ En sådan regel skulle kunna ta hänsyn till den offentliga sektorns skuldnivå så att nettoutgifterna får öka i samma takt som potentiell BNP när skuldkvoten är vid ett målsatt värde (till exempel 60 procent av BNP som är Maastrichtfördragets skuldgräns eller helst ett lägre värde för att öka marginalerna i krissituationer). Om skuldkvoten är högre än det målsatta värdet, skulle däremot nettoutgifterna behöva öka långsammare än potentiell BNP; om skuldkvoten är lägre, kan de öka snabbare. En sådan utgiftsregel med *skuldåterkoppling* (*debt feedback*) skulle – om den följts – på sikt få skuldkvoten att konvergera mot den målsatta nivån utan att det som i dagens regelsystem behövs någon kompletterande regel för skuldkvotens utveckling.¹³² Man skulle inte heller längre behöva förlita sig på osäkra uppskattningar av det strukturella budgetsaldots *nivå*. Man måste visserligen fortfarande uppskatta den potentiella BNP-*tillväxten*, men bedömningsfelen för den kan antas vara mindre.

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 långivare får ta konsekvenserna i en statsskuldskris. Det är bara då som en rimlig marknadsprissättning av riskerna med utlåning till den offentliga sektorn i olika länder kan komma till stånd. Detta behövs för att tidiga marknadssignaler ska disciplinera den nationella finanspolitiken. Trovärdighet för icke-undsättningsklausulen kräver förmodligen att det tillskapas en procedur för hur en nedskrivning av ett lands statsskuld ska hanteras (en *omstruktureringsprocess* för statsskulden).¹³³ I förväg formulerade principer för hur nedskrivningar av statsskulder ska gå till gör det mer troligt att sådana verkligen genomförs och att långivare inte i en statsskuldskris återigen kommer att hållas skadelösa genom stödinsatser från övriga euroländer.

¹³¹ Se diskussionen om *Stabilitetspaktens förebyggande del* i avsnitt 3.1 ovan.

¹³² Se Claeys med flera (2016) för ett förslag av denna typ. Enligt detta ska också avvikelser från den eftersträfvade förändringen av de offentliga nettoutgifterna utlösa kompenserande korrigeringar under de efterföljande åren. Se också Andrieu med flera (2015) samt Eyraud och Wu (2015) för liknande förslag.

¹³³ Se till exempel Mody (2013) och Pisani-Ferry (2016). En trovärdig icke-undsättningsklausul kan fortfarande kombineras med stöd från Europeiska stabilitetsmekanismen, ESM. Corsetti med flera (2016a, b) föreslår till exempel att ESM ska kunna ge stödlån till en medlemsstat så länge denna bedöms vara "betingat solvent" (*conditionally solvent*), det vill säga kunna betala räntor och amorteringar efter att ha uppfyllt de krav på budgetkonsolidering och strukturella reformer som ställts för att få stödlånet i fråga. Stödlån ska enligt deras förslag inte kunna komma i fråga om landets statsskuld överstiger 90 procent av BNP.

En annan förutsättning för att icke-undsättningsklausulen ska bli trovärdig är att återverkningarna på det finansiella systemet av en statskuldskris kan hanteras. Det krävs alltså en väl fungerande bankunion, så att inte en nedskrivning av ett lands statskuld utlöser en finansiell systemkris med en serie bankfallissemang. Finanspolitisk union och bankunion bör därför inte betraktas som komplement. Man kan i stället se en vidareutvecklad bankunion som en förutsättning för att åternationalisera finanspolitiken. Ytterligare reformer som krävs är då att de nationella insättningsgarantierna backas upp av ett gemensamt återförsäkringssystem för insättningsgarantier och att enskilda bankers exponering mot det egna landets statspapper begränsas. Vidare bör ESM göras om till en räddningsfond som inte får ge enskilda stater stöd utan endast har till uppgift att ge bankstöd: antingen genom att tillföra resurser till den gemensamma resolutionsfonden eller genom att själv ta över och återkapitalisera fallerande banker.¹³⁴

Det finns idag 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 periferiländerna.¹³⁵ Samtidigt har finansiella tillsyns-, reglerings- och resolutionsbeslut kunnat centraliseras på ett sätt som inte varit möjligt för finanspolitiken. Det politiska motståndet har helt enkelt varit mycket mindre, kanske därför att sådana beslut uppfattas som mer tekniska och mindre politiska än beslut om skatter och offentliga utgifter. De senare besluten verkar tvärtom ofta betraktas som själva kärnan av nationell suveränitet. Det gör knappast beslut om vilka säkerhetsmarginaler banker och andra finansinstitutioner ska ha i sin verksamhet. Kanske spelar det också in att väljarna har lättare att se kopplingarna mellan finansmarknaderna än kopplingarna mellan budgetpolitiken i olika länder. Hur som helst innebär den centraliserade banktillsynen i euroområdet att denna sker på samma nivå som där kostnaderna för finansiella systemkriser i slutändan riskerar att hamna. Det minskar riskerna för oansvarigt beteende (*moral hazard*) i banksektorn vid gemensam krishantering.

Min slutsats är att det inte finns politiska förutsättningar för en centralisering av finanspolitiken inom euroområdet. Planerna på en finanspolitisk union bör därför överges. De är rentav potentiellt farliga eftersom de går på tvärs mot den allmänna opinionen och därför riskerar att ytterligare trigga EU-fientliga strömningar. Förmodligen är redan det existerande finanspolitiska regelsystemet i euroområdet politiskt ohållbart om det verkligen skulle tillämpas, vilket är skälet till att så inte sker och inte heller kommer att ske i framtiden. Det förefaller därför klokt att i stället för att försöka fördjupa den finanspolitiska integrationen ta ett steg tillbaka och fokusera på incitamenten för budgetdisciplin på nationell nivå. De kommer att få större kraft om icke-undsättningsklausulens trovärdighet

¹³⁴ Se också Wyplosz (2016).

¹³⁵ Se till exempel Feld med flera (2016).

stärks. Det kräver att procedurer läggs fast för hur statsskulder kan skrivas ner i akuta krislägen.

Man bör i stället främst satsa på att få till stånd en väl fungerande bankunion. Om det lyckas, kan trovärdigheten för icke-undsättningsklausulen återupprättas. Det blir inte längre nödvändigt med räddningsfonder som i statsfinansiella kriser tar över betalningsansvaret för enskilda länders statsskulder om konsekvenserna av nedskrivningar av dem kan begränsas. De politiska förutsättningarna är betydligt större för en vidareutveckling av bankunionen än för en fördjupad finanspolitisk integration.

Slutsatsen är således att mer integration på både det finanspolitiska och det finansiella området inte är genomförbar. De största möjligheterna till ett väl fungerande framtida eurosamarbete tycks i stället ligga i *mer* integration i fråga om finansiell tillsyn och krishantering och *mindre* integration på det finanspolitiska området. Det senare har förstås nackdelen att det blir svårare att uppnå en samordning av finanspolitiken med syfte att åstadkomma en lämplig finanspolitisk inriktning för euroområdet som helhet, men det är förmodligen nödvändigt att acceptera att de politiska förutsättningarna för det inte finns idag.

De förändringar som jag förespråkat måste genomföras med stor omsorg. Det skulle vara en komplicerad operation att återupprätta icke-undsättningsklausulen och etablera procedurer för skuldnedskrivningar i nuvarande situation med mycket höga skuldkvoter i vissa medlemsstater. Därför har sådana förslag ofta kombinerats med förslag om att först reducera ”skuldöverhänget”. En idé är att inrätta en gemensam fond av liknande slag som den fond för makroekonomisk stabilisering som diskuterades i avsnitt 4.1, men där den initiala uppgiften i stället skulle vara att köpa upp utestående statsobligationer från euroländerna och på så sätt reducera den del av statsskulden som motsvaras av privata långivares fordringar.¹³⁶

Det är också komplicerat att snabbt införa regler för att reducera bankernas exponering mot det egna landets statspapper. Det skulle tvinga fram försäljningar med åtföljande kursfall för dessa värdepapper och kapitalförluster för i varje fall banker i periferiländerna med stora innehav av nationella statspapper. Följden skulle kunna bli akuta bankkriser. Därför kan det krävas att ECB eller en stabiliseringsfond av ovan diskuterat slag kan agera köpare av dessa statspapper.

Under eurokrisens mer akuta skeden – senast under Greklandskrisen sommaren 2015 – ställdes ofta frågan om euron skulle överleva på sikt. Frågan hänger fortfarande i luften även om den inte längre ställs lika ofta. Efter den brittiska brexitomröstningen ställs i stället oftare frågan om huruvida hela EU på sikt ska överleva. En intressant observation i sammanhanget är att stödet för euron

¹³⁶ Bland annat Corsetti med flera (2016a, b) har ett sådant förslag.

i euroländerna (inklusive periferiländerna) inte tycks ha minskat trots att stödet för EU har gjort det.¹³⁷ En möjlig tolkning är att euron snarare än att vara en mekanism för ”en allt fastare sammanslutning av de europeiska folken” kanske kan vara den mekanism som håller ihop EU och förhindrar ett sönderfall därför att en återgång till nationella valutor upplevs som alltför komplicerad och riskfylld. Chansen till det är störst ju mer realistiska mål som sätts upp för den fortsatta integrationen i euroområdet. Enligt min analys är sannolikheten för en väl fungerande euro störst om samarbetsambitionerna höjs när det gäller finansiell tillsyn och krishantering men sänks i fråga om budgetpolitiken.

¹³⁷ Guiso med flera (2016).

5 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 (2015), 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.
- Barker, A., (2016), “Brussels Briefing: Political Deficits”, *Brussels Blog*, *ft.com*, 18 maj.
- Beck, T. (2016), Safeguarding the Euro – Balancing Market Discipline with Certainty, *voxeu.org*, 12 februari.
- Bekker, S. (2016), *Is There Flexibility in the European Semester Process?* Rapport 2016:1, Sieps.
- Bénassy-Quéré, A. (2016), Fixing A Sovereignless Currency, *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.
- Brunsdén, J. (2016a), “Does Dijsselbloem Want to Kill Key Fiscal Measure?”, *Brussels Blog*, *ft.com*, 18 februari.
- Brunsdén, J. (2016b), “Brussels Briefing: Zero Intolerance”, *Brussels Blog*, *ft.com*, 7 juli.
- Buiter, W., Corsetti, G. och N. Roubini (1993), “Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht”, *Economic Policy* 8.
- Calmfors, L. (2005), What Remains of the Stability Pact and What Next?, Rapport, 2005:8.
- Calmfors, L. (2010), The Role of Independent Fiscal Policy Institutions, report to the Prime Minister’s Office in Finland, i *Finanssipolitiikan instituutiot, Valtioneuvoston kanslian julkaisusarja (Prime Minister’s Office Publications)* 18/2010, Helsingfors.
- Calmfors, L. (2012), “Can the Eurozone Develop into a Well-functioning Fiscal Union?”, *CESifo Forum* 13.
- Calmfors, L. (2013a), “Eurokrisen och EU:s finanspolitiska regelsystem”, i Persson, M. och E. Skult (red.), *Tillämpad makroekonomi*, Studentlitteratur.
- Calmfors, L. (2013b), “Överlever euron?”, i Söderström, H. T. (red.), *Överlever euron? Sex ekonomer om eurokrisen*, Fores.
- Calmfors, L. (2013c), “Sweden - Watchdog with a Broad Remit”, i Kopits, G. (red.), *Restoring Public Debt Sustainability: the Role of Independent Fiscal Institutions*, Oxford University Press.

- Calmfors, L. (2015), "The Roles of Fiscal Rules, Fiscal Councils and Fiscal Union in EU Integration", i Badinger, H. och Nitsch, V. (red.). *Handbook in the Economics of European Integration*, Routledge.
- Calmfors, L. och S. Wren-Lewis (2011), "What Should Fiscal Councils Do?", *Economic Policy* 68.
- Calvo, G. (1988), "Servicing the Public Debt: The Role of Expectations", *American Economic Review* 78.
- Claeys, G., Zsolt, D. och A. Leandro (2016), A Proposal to Revive the European Fiscal Framework, *Bruegel Policy Contribution* 2016/07.
- Corsetti G. och L. Dedola (2011), Fiscal Crises, Confidence and Default: A Bare-bones Model with Lessons for the Euro Area, Cambridge University.
- Corsetti, G., Feld, L. P., Koijen, R. S. J., Reichlin, L., Reis, R., Rey, H. och B. Weder di Mauro (2016a), Reinforcing the Eurozone and Protecting An Open Society, *voxeu.org*, 27 maj.
- Corsetti, G., Feld, L. P., Koijen, R. S. J., Reichlin, L., Reis, R., Rey, H. och B. Weder di Mauro (2016b), Reinforcing the Eurozone and Protecting An Open Society, *Monitoring the Eurozone 2*, CEPR press.
- Corsetti, G., Higgins, M. och P. Pesenti (2016), Policies and Institutions for Managing the Aggregate Macroeconomic Stance of the Eurozone, *voxeu.org*, 12 februari.
- De Grauwe, P. och Y. Ji (2016), How to Reboot the Eurozone and Ensure Its Long-term Survival, *voxeu.org*, 12 februari.
- De Wylde, S. (2013), "Har euron någon framtid?", i Söderström, H. T. (red.), *Överlever euron? Sex ekonomer om eurokrisen*, Fores.
- De Groen, W. P. och D. Gros (2015), Estimating the Bridge Financing Needs of the Single Resolution Fund: How Expensive Is It To Resolve a Bank, CEPS Special Report No 122, CEPS, Brussels.
- Debrun, S. och T. Kilda (2014), Strengthening Post-crisis Fiscal Credibility: Fiscal Councils on the Rise – A New Dataset, IMF Working Paper 14/58.
- Debrun, X., Kilda, T., Curristine, T., Eyraud, L., Harris, J. och J. Seiwald (2013), The Functions and Impact of Fiscal Councils, IMF Policy Paper, juli.
- Dullien, S. och F. Fichtner (2013), "A Common Unemployment Insurance System for the Euro Area", *DIW Economic Bulletin* 1.
- EEAG (2011), *Report on the European Economy*, European Economic Advisory Group, CESifo, München.
- EEAG (2012), *Report on the European Economy*, European Economic Advisory Group, CESifo, München.
- EEAG (2013), *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.
- Eliasson, E., Jansson, E. och T. Jansson (2014), "Skuldnedskrivningsverktyget ur ett svenskt perspektiv", *Penning- och valutapolitik* 2014:2.
- EMU-utredningen (1996), *Sverige och EMU*, SOU 1996:158, Fritzes, Stockholm.

- Eriksson, J. och M. Hjeds Löfmark (2013), EU som krishanterare: Ekonomisk styrning och finansiell stabilitet, Rapport 2013:3, Sieps, Stockholm.
- EU-domstolen (2012), Dom i mål C-370/12. Thomas Pringle mot Government of Ireland, Europaparlamentet, pressmeddelande nr 154/12, Luxemburg 27 november.
- EU-kommissionen (2015a), Att på bästa sätt utnyttja flexibiliteten inom stabilitets- och tillväxtpaktens regler, Meddelande från Kommissionen, COM(2015) 12 final, januari.
- EU-kommissionen (2015b), Kommissionens beslut 2015/1937 om inrättande av en oberoende rådgivande finanspolitisk nämnd, *Europeiska unionens officiella tidning*, 28 oktober.
- Europaparlamentet (2016), EU-medborgare 2016: Uppfattningar och förväntningar, kampen mot terrorism och radikalisering, Europaparlamentets särskilda Eurobarometerundersökning.
- European Central Bank (2014), The Assessment of Fiscal Effort, *ECB Monthly Bulletin*, oktober.
- European Commission (2012), A Roadmap towards a Banking Union, Communication from the Commission to the European Parliament and the Council, COM(2012) 510 final, Brussels.
- European Commission (2013), Building A Strengthened Fiscal Framework in the European Union: A Guide to the Stability and Growth Pact, *European Economy*, maj.
- European Commission (2016a), Stability and Growth Pact: Fiscal Proposals for Spain and Portugal, press release, 27 juli.
- European Commission (2016b), Towards A Positive Fiscal Stance for the Euro Area, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of Regions, COM(2016) 727 final, 16 november.
- European Court of Auditors (2016), *Further Improvements Needed to Ensure Effective Implementation of the Excessive Deficit Procedure*, Special Report 10.
- Europeiska unionens råd (2016), Rådets rekommendation om inrättande av nationella produktivitetsnämnder, 20 september.
- Eyraud, L. och T. Wu (2015), Playing by the Rules: Reforming Fiscal Governance in Europe, IMF Working Paper 15/67.
- Eyraud, L. och R. Gomez (2014), "Constraints on Subnational Fiscal Policy", i Cottarelli, C. och M. Guerguil (red.), *Designing a European Fiscal Union: Lessons from the Experience of Fiscal Federations*, Routledge.
- 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.
- Finanspolitiska rådet (2008), *Svensk finanspolitik*, Stockholm.
- Finnish Ministry of Finance (2015), Improving the Resilience of Europe's Economic and Monetary Union, Publication 37b/2015.
- Flam, H. (2013), "Vinner eller förlorar Sverige på att gå med i EU:s monetära union?", i Persson, M. och E. Skult (red.), *Tillämpad makroekonomi*, Studentlitteratur.

- Frankel, J. (2015), Causes of Eurozone Crises, voxeu.org, 7 september.
- Gros, D. (2013), Principles of a Two-Tier European Deposit (Re-)Insurance System, *CEPS Policy Brief* No. 287.
- Gros, D. (2016), Completing the Banking Union, voxeu.org, 12 februari.
- Gros, D. och M. Busse (2013), The Macroeconomic Imbalance Procedure and Germany: When is a Current Account Surplus an 'Imbalance'? *CEPS Policy Brief* No 301.
- Guiso, L., Sapienza, P. och L. Zingales, "Monnet's Error? (2016), *Economic Policy* 86.
- Goodhart, C. (2011), Europe: After the Crisis, DSF Policy Paper No 18, Duisenberg School of Finance.
- IMF (2010), A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector, Final report for the G-20.
- Jonung, L. (2014), The Swedish Experience of Fiscal Reform: Lessons for Portugal, http://ideas.repec.org/p/hhs/lunewp/2014_027.html
- Juncker, J. C., (2015), *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, European Commission.
- Kalemli-Ozcan, S. (2016), The EZ Crisis: What Went Wrong with the European Financial Integration, voxeu.org, 12 februari.
- Khan, M. och J. Brunsden, "Brussels Drops Fines against Spain and Portugal for Fiscal Breaches", *Financial Times*, 27 juli.
- Kopits, G. och S. Symansky (1998), *Fiscal Policy Rules*, IMF Occasional Paper 162.
- Majocchi, A. och M. Rey (1993), "A Special Financial Support Scheme in Economic and Monetary Union. Need and Nature", *European Economy* 5.
- Mance, J. (2016), "Britain Has Had Enough of Experts, Says Gov", *Financial Times*, 3 juni.
- Masten, I. och A. G. Gnip, (2016), Stress Testing the EU Fiscal Framework, voxeu.org, 13 oktober.
- Mattson, I. och M. Håkansson, (2016), *Vägar mot en starkare uppföljning av överskottsmålet*, Underlagsrapport till Kommittén om översyn av målet för den offentliga sektorns finansiella sparande (Fi 2015:06), mars.
- Mody, A. (2013), A Schuman Compact for the Euro Area, *Bruegel Essay*, november.
- Mourre, G., Isbasoiu, G.-M., Paternoster, D. och M. Salto (2013), The Cyclically-adjusted Budget Balance in the EU Fiscal Framework: An Update, *European Economy*, mars.
- Pew Research Institute (2014), Spring Pew Global Attitudes Survey.
- Pew Research Center (2016), *Euroskepticism beyond Brexit*, juni.
- Persson, M. (2012), *Den europeiska skuldkrisen*, SNS Förlag.
- Piketty, T., Sachs, J., Flassbeck, H., Rodrik, D. och S. Wren-Lewis (2015), Austerity Has Failed: An Open Letter from Thomas Piketty to Angela Merkel, *Nation*, 7 juli.
- Pisani-Ferry, J. (2016), The Eurozone's Zeno Paradox – and How to Solve It, voxeu.org, 12 februari.

- Pisani-Ferry, J., Italianer, A. och R. Lescure (1993), "Stabilization Properties of Budgetary Systems. A Simulation Analysis", *European Economy* 5.
- Pissarides, C. (2016), Rebooting Europe: Closer Fiscal Cooperation Needed, voxeu.org, 12 februari.
- Politi, J. (2016), "Monte dei Paschi Shortfall Hits €8bn, Says ECB", *Financial Times*, 22 december.
- Reiss, L. (2013), "Structural Balances: Calculation, Problems and Benefits", *Monetary Policy and the Economy*, Q1/13.
- Report on Public Finances in EMU (2015), *European Economy*, december.
- Sapir, A. och G. Wolff (2015), Euro-area Governance: What To Reform and How To Do It, *Bruegel Policy Brief*, februari.
- Shambaugh, J. C. (2012), "The Euro's Three Crises", *Brookings Papers on Economic Activity* 44.
- Sinn, H.-W. (2015), "The Greek Tragedy", *CESifo Forum* 16.
- Spiegel, P. (2015), "Leaked Legal Opinion: EU Too Loose with Budget Rules?", *Brussels Blog*, ft.com, 4 maj.
- Spiegel, P. (2016a), "Brussels Briefing: The Italian Job", *Brussels Blog*, ft.com, 5 februari.
- Spiegel, P. (2016b), "Brussels Briefing: Attention: Deficit Disorders", *Brussels Blog*, ft.com, 3 maj.
- Stark, J. (2001), "Where Did the Pact Come From? Genesis of a Pact", i Brunila, A., Buti, M. och D. Franco, (red.), *The Stability and Growth Pact – The Architecture of Fiscal Policy in EMU*, Palgrave.
- Steinhauser, G. (2015), "Not All on Board with the European Fiscal Board", the *Wall Street Journal*, 13 november.
- Söderström, H.T. (2013), "Perspektiv på eurokrisen", i Söderström, H. T. (red.), *Överlever euron? Sex ekonomer om eurokrisen*, Fores.
- Tabellini, G. (2016), Which Fiscal Union?, voxeu.org, 12 februari.
- Ubide, A. (2015), Stability Bonds for the Eurozone, voxeu.org, 9 december.
- Wyplosz, C. (2016), "The Six Flaws of the Eurozone", *Economic Policy* 87.
- Överskottsmålskommittén (2016), *En översyn av överskottsmålet*, Betänkande, SOU 2016:67, Stockholm.

Executive summary

Between 2010 and 2015 the euro crisis completely dominated the EU agenda. More recently, the focus has instead been the refugee crisis and brexit. However, even though the euro crisis no longer appears to be acute, the problems of the eurozone have not been resolved. There is a latent risk that new shocks – for example, bank solvency problems in some countries – could trigger new crises. This motivates an analysis of eurozone cooperation today – how well designed it is and how it should develop.

The euro crisis was composed of several crises. Initially it was regarded mainly as a *fiscal crisis* because several countries were threatened by sovereign defaults. But the euro crisis was also a *banking crisis* that interacted with the fiscal crisis. Fiscal austerity to deal with the government debt problems, in conjunction with the banking crisis, exacerbated the *aggregate demand and unemployment crisis* that had been triggered by the international financial crisis in 2007/2008. Price and wage increases resulting from the overheating in some eurozone countries before the financial crisis also created a *competitiveness crisis*.

During the euro crisis, a number of policy measures that would earlier have been unthinkable were improvised. These included rescue loans and the establishment of rescue funds. The European Central Bank, the ECB, committed to large purchases of government securities from the crisis countries if that were to become necessary to hold down government bond yields. In parallel with the measures to deal with the acute crisis, a number of reforms to prevent and manage future crises were instituted. The system of economic governance that has been put in place encompasses more areas than the original fiscal field.

The reforms concern three areas:

- *Fiscal rules.* The changes imply more precise – and more numerous – budget rules, measures to strengthen compliance, changed decision procedures, reforms to strengthen the interaction between national and European decisions, and stronger national fiscal frameworks. The establishment of European rescue funds also forms part of the institutional changes in the fiscal area.
- *Broader macroeconomic surveillance.* A lesson from the experiences of Ireland and Spain is that fiscal crises caused by developments during upswings can also be triggered very fast in downturns in member states that have observed the fiscal rules. The aim of the broader macroeconomic surveillance is to identify and prevent macroeconomic imbalances in good times that can later develop into fiscal crises.

- *Financial supervision and crisis management.* This is the area in which the largest changes have occurred. The most radical reform is the establishment of the *banking union*. This includes a *Single Supervisory Mechanism* and a *Single Resolution Mechanism*. Under the supervisory mechanism, the ECB monitors the largest and most important banks in the euro area. Under the resolution mechanism, a *Single Resolution Board* at the EU level decides on bank resolution, that is, on the reconstruction and winding-down of insolvent banks. The costs for this are to be borne by shareholders and lenders (*bail-in*). Only when these means are insufficient will resources from a *Single Resolution Fund*, gradually built up through contributions from the banks, be employed.

How should the monetary union develop in the future? One path would be a comprehensive deepening involving both fiscal policy and the banking union. This has been argued in the *Five Presidents' Report*, which sets *fiscal union* as a long-term goal for the eurozone.¹³⁸ Centralised fiscal policy decisions would then be taken by a common treasury for the whole euro area. Similar proposals had been advanced earlier in the debate, according to which such a European treasury would in some cases be able to veto budgets decided by national parliaments and to set budget targets for individual member states.

There is an *economic* logic behind the ideas on the comprehensive deepening of eurozone cooperation. The proposals on a further developed banking union are based on the insight that a member state can be overwhelmed by a banking crisis, with contagion effects on the whole eurozone that threaten both financial and macroeconomic stability. Far-reaching centralised control over individual member states' budget decisions is a way of handling moral hazard problems in fiscal policy. These problems have been exacerbated by the violations of the no-bailout clause, represented by the rescue loans to a number of member states and the establishment of the rescue funds. Joint responsibility for individual member countries' government debt does not cause moral hazard problems to the extent that government budget and borrowing decisions are also taken jointly.

The problem with the plans for a deepening of eurozone cooperation is *political feasibility*. The plans go against the strong EU-sceptical opinions in many countries, which have led to growing political support for EU-critical, and sometimes even EU-hostile, political parties. In all probability, this means that the plans for a fiscal union with centralisation of fiscal decisions are unrealistic.

It is even questionable whether existing fiscal rules in the eurozone can function properly. Fundamental problems of *time inconsistency* have made the Commission and the Ecofin Council refrain from implementing the rules when that has been

¹³⁸ Juncker (2015). The report was drafted by the Commission's President Jean-Claude Juncker in cooperation with the President of the European Council, Donald Tusk, the President of the Eurogroup, Jeroen Dijsselbloem, the President of the ECB, Mario Draghi, and the President of the European Parliament, Martin Schultz.

regarded as controversial. One explanation of why financial sanctions have never been employed could be that it is difficult to communicate why large budget deficits should be increased even more by fines. There is also a fear that financial sanctions could add to political hostility against the EU.

It could be argued that the existing system of financial sanctions against eurozone member states that violate the EU fiscal rules should be abandoned. It would perhaps be better to rely instead mainly on the national fiscal frameworks, that is, to *renationalise* fiscal policy. This ought to be possible with the reforms of the national frameworks that have taken place in recent years, partly as the result of EU-level initiatives. The EU-level requirements for the national fiscal frameworks could also be strengthened and could be made more binding. The main advantage of a greater reliance on national objectives, procedures and institutions (for example, fiscal councils) is that they may have more legitimacy in the eyes of citizens and that they function in the national context where most discussions on economic policy take place.

Common EU fiscal rules could mainly be used to underpin the respect for national fiscal objectives. However, this requires a radical simplification of EU rules: the number of rules must be reduced and they must be made less complex if they are to work as important benchmarks such that deviations from them cause a pressure of public opinion at the national level for a change in policy.

A renationalisation of fiscal policy is consistent with sufficiently strong incentives for fiscal discipline only if the credibility of the no-bailout clause is restored. This means that the member state itself and its creditors must bear the consequences of a government debt crisis. This is a necessary precondition for the proper market pricing of the risks of lending to member states' governments, which is necessary if early market signals are to discipline national fiscal policy. A credible no-bailout clause probably requires the establishment of an orderly procedure for restructuring government debt in default situations.

Another precondition for a credible no-bailout clause is that there is a way to deal with the repercussions on the financial system of a government default. This requires a well-functioning banking union, so that a write-down of government debt does not trigger a systemic financial crisis. Fiscal union and banking union should thus not be seen as complements. One should instead regard a further developed banking union as a precondition for the renationalisation of fiscal policy. Further developments of the banking union should encompass a common reinsurance system for national deposit guarantees and limits on the exposure of banks to domestic government securities. In addition, the European Stability Mechanism (ESM) should be transformed into a rescue fund that can only give bank support – either by lending to the Single Resolution Fund or by directly taking over and recapitalising failing banks – and not financial assistance to member states.

There is strong resistance, especially in Germany, to a common deposit insurance scheme, because of a fear of having to contribute to the costs of bank failures in peripheral countries. However, at the same time, financial supervision, regulation and resolution decisions have been centralised in a way that has not been possible for fiscal policy. Political resistance has been much weaker, perhaps because these decisions are seen as more technical and less political than decisions on taxes and government expenditure. Decisions of this latter type are instead often regarded as lying at the core of national sovereignty. This is not the case with safety margins for banks and other financial institutions. In any event, the centralisation of financial supervision means that it takes place at the level where the costs for systemic financial crises are ultimately likely to be borne. This reduces the moral hazard problems in the banking sector that would otherwise occur with common crisis management.

The political preconditions for a centralisation of fiscal policy in the eurozone do not exist. Plans for fiscal union should therefore be shelved. These plans are in fact potentially dangerous because they go against public opinion and could thus trigger further EU-hostile sentiments. Even existing EU fiscal rules would probably be politically unsustainable if they were to be fully implemented. This is the reason why they are not, and never will be, fully implemented. Therefore, it would be wise not to try to deepen fiscal integration further, but instead to take a step backwards and focus on the incentives for fiscal discipline at the national level. These incentives will become stronger if the credibility of the no-bailout clause is strengthened.

The main focus should instead be the establishment of a better-functioning banking union. This would help restore the credibility of the no-bailout clause. It would no longer be necessary to use rescue funds to give financial aid to member states' governments if the consequences of write-downs of government debts could be limited. The political preconditions for the further development of the banking union are much more favourable than the preconditions for a deepening of fiscal integration.

The conclusion is that the eurozone should *not* aim for more integration in *both* the fiscal *and* the financial field. The best way of securing a well-functioning monetary union in the future seems to be *more* integration when it comes to financial supervision and crisis management, and *less* integration of fiscal policy. A drawback of the latter conclusion is, of course, that it will be difficult to achieve coordination of fiscal policy to ensure an appropriate fiscal policy stance for the euro area as a whole. However, it is probably necessary to accept that the political preconditions for this do not exist today.

During the most acute phases of the euro crisis, a frequently asked question was whether the euro would actually survive. Today, a more frequent question is whether the whole EU will survive in the long term. An interesting observation

in this context is that support for the euro in the eurozone countries (including those in the periphery) does not seem to have fallen, even though support for the EU has. A possible interpretation is that the euro, rather than being a vehicle for “ever closer union”, may be the mechanism holding the EU together, because a return to national currencies is seen as too complicated and risky. The more realistic the objectives for future eurozone integration, the greater the chance of such an outcome. According to my analysis the probability of a well-functioning euro is highest if the ambitions for cooperation are raised when it comes to financial supervision and crisis management but lowered for fiscal policy.

Sieps rapporter

2017

2017:1

Eurokrisen, eurosamarbetets regelsystem och den framtida integrationen

Författare: Lars Calmfors

2016

2016:13

Secrecy Inside and Outside: EU External Relations in Focus

Författare: Deirdre Curtin och Christina Eckes

2016:12

Fiske i fjärran vatten: En studie om EU:s fiskeriavtal med utvecklingsländer

Författare: Johan Blomquist, Cecilia Hammarlund och Staffan Waldo

2016:11

Linked National Public Authorities – a Study on IMI

Författare: Gustaf Wall

2016:10

Success Factors in EU Agricultural Negotiations

Författare: Ole Elgström och Malena Rosén Sundström

2016:9

Förhandsavgöranden av EU-domstolen Utvecklingen av svenska domstolars hållning och praxis 2010–2015

Författare: Ulf Bernitz

2016:8

Turnout in the EP Elections 2014

Författare: Hermann Schmitt och Sebastian Adrian Popa

2016:7

Combining Physical and Financial Solidarity in Asylum Policy

Författare: Jesús Fernández-Huertas Moraga och Hillel Rapoport

2016:6

SME Financing in a Capital Markets Union

Författare: Morgane Fouché, Katja Neugebauer och Andreas Uthemann

2016:5

See You in Luxembourg? EU Governments' Observations Under the Preliminary Reference Procedure

Författare: Per Cramér, Olof Larsson, Andreas Moberg och Daniel Naurin

2016:4

The EU and US criminal law as two-tier models A comparison of their central axes with a view to addressing challenges for EU criminal law and for the protection of fundamental rights

Författare: Maria Kaiafa-Gbandi

2016:3

Humanitarian aid policy in the EU's external relations: The post-Lisbon framework

Författare: Peter Van Elsuwege, Jan Orbie och Fabienne Bossuyt

2016:2

Människohandel i EU

Författare: Monika Hjeds Löfmark och Jonas Eriksson

2016:1

Is there flexibility in the European Semester process? Exploring interactions between the EU and member states within post-crisis socio-economic governance

Författare: Sonja Bekker

“Slutsatsen är således att mer integration på både det finanspolitiska och det finansiella området inte är genomförbar. De största möjligheterna till ett väl fungerande framtida eurosamarbete tycks i stället ligga i mer integration i fråga om finansiell tillsyn och krishantering och mindre integration på det finanspolitiska området.”

Lars Calmfors



Sieps är en statlig myndighet som tar fram forskningsbaserade analyser i europapolitiska frågor. Målgruppen är i första hand svenska beslutsfattare på olika nivåer. Arbetet sker i samarbete med svenska och internationella forskare.