

Eurokrisen och EU:s finanspolitiska regelsystem

Lars Calmfors

Kapitelutkast till Persson, M och E Skult (red.), *Tillämpad makroekonomi*, Studentlitteratur 2013.

Den gemensamma europeiska valutan, euron, har under de senaste åren varit utsatt för stora påfrestningar. Flera euroländer genomlider djupa ekonomiska kriser. Debatten har mest fokuserat på de statsfinansiella problemen, men det är också fråga om bank-, betalningsbalans- och arbetslöshetskriser. De olika aspekterna är intimt sammanvävda.

De ekonomisk-politiska beslutsfattarna har försökt hantera eurokrisen genom en kombination av räddningsinsatser på europeisk nivå och budgetkonsolideringar i krisländerna. Samtidigt har stora förändringar i euroområdet ekonomisk-politiska regelsystem genomförts.

Detta kapitel ger en översikt över eurokrisen. Avsnitt 1 visar den statsfinansiella situationen. Avsnitt 2 diskuterar orsakerna till krisen, medan avsnitt 3 analyserar själva krishanteringen. Avsnitt 4 behandlar förändringarna i det ekonomisk-politiska regelsystemet. Avsnitt 5 drar slutsatser.

1. Den statsfinansiella situationen

Tabell 1 visar den offentliga sektorns finansiella sparande (ungefär budgetsaldot) och konsoliderade bruttoskuld i EU-länderna 2012.¹ Budgetunderskotten har visserligen minskat från de tidigare toppnivåerna på de flesta håll men var fortfarande höga i till exempel Spanien (drygt tio procent av BNP) samt Irland, Grekland, Cypern och Portugal (mellan fem och åtta procent av BNP). Greklands skuldkvot var förfärande hög (drygt 160 procent av BNP), men också Irland, Italien och Portugal hade mycket hög offentlig skuldsättning (120-130 procent av BNP). Skuldkvoterna i Cypern, Spanien, Belgien och Frankrike var i storleksordningen 90-100 procent. Även skuldkvoten för Tyskland, som brukar ses som en ö av stabilitet, låg så högt som runt 80 procent, även om landet hade ett smärre budgetöverskott. Särskilt i fråga om skuldkvoten framstår Sverige som en stark kontrast till euroländerna med en kvot på bara cirka 38 procent. Sverige hade också endast ett obetydligt budgetunderskott.

¹ Den offentliga sektorns *finansiella sparande* är skillnaden mellan sektorns inkomster och utgifter. Den offentliga sektorns *konsoliderade bruttoskuld* är sektorns totala skuld efter det att interna fordringar och skulder inom sektorn avräknats mot varandra.

Tabell 1: Den offentliga sektorns finansiella sparande och konsoliderade bruttoskuld

	Finansiellt sparande	Konsoliderad bruttoskuld
Euroområdet	-3.5	93
EU	-3.8	87
Belgien	-3.1	100
Bulgarien	-1.0	19
Cypern	-5.5	87
Danmark	-4.1	46
Estland	-0.5	11
Finland	-1.9	53
Frankrike	-4.6	90
Grekland	-6.6	162
Irland	-7.7	117
Italien	-2.8	127
Lettland	-1.5	42
Lituaen	-3.1	41
Luxemburg	-1.5	21
Malta	-2.6	73
Nederländerna	-4.0	71
Polen	-3.5	56
Portugal	-5.0	121
Rumänien	-2.9	38
Slovakien	-4.8	52
Slovenien	-4.4	54
Spanien	-10.2	88
Storbritannien	-6.3	90
Sverige	-0.4	38
Tjeckien	-5.2	45
Tyskland	0.1	82
Ungern	-2.4	79
Österrike	-3.0	74

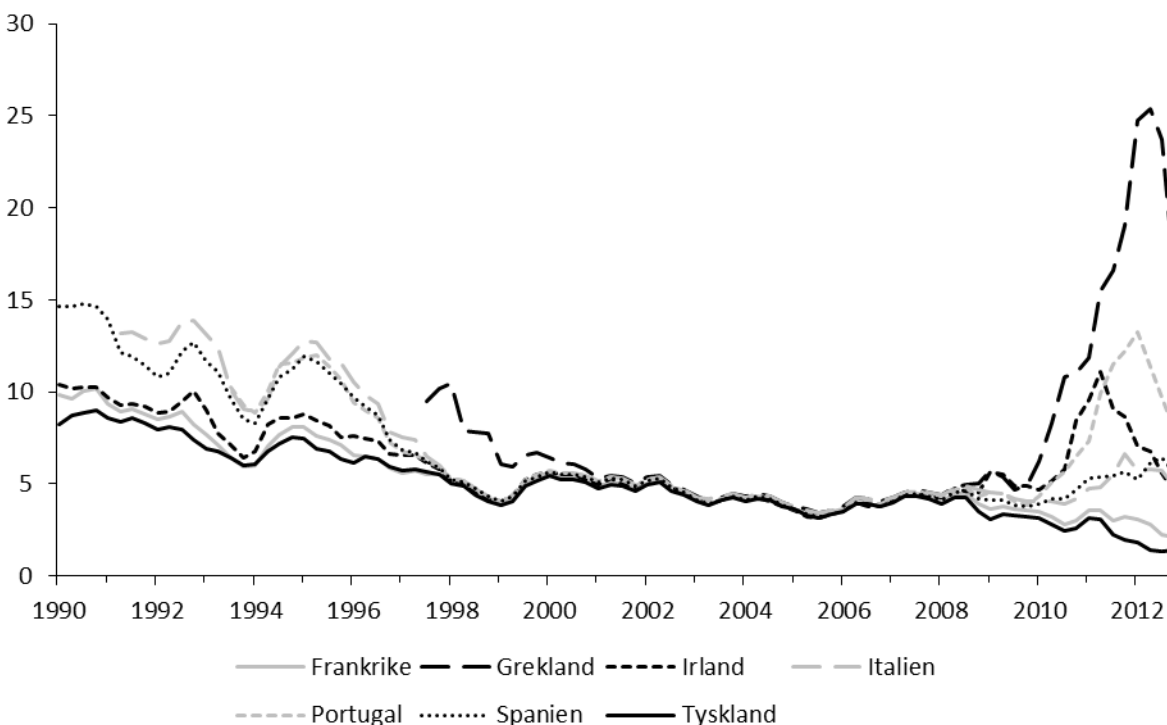
Källa: Ameco.

2. Eurokrisens orsaker

En generell invändning mot hela europrojektet har från början varit risken för *asymmetriska (landspecifika) makroekonomiska störningar*, alltså för att konjunkturutvecklingen ska skilja sig åt mellan länderna och att den gemensamma penningpolitiken därför ska bli fel för enskilda

länder.² En vanlig förklaring till eurokrisen är att införandet av euron i sig innebar just en sådan asymmetrisk störning för Irland och länderna i Sydeuropa (EU:s *periferi*).³ Före eurons introduktion låg räntorna betydligt högre i dessa länder än i Tyskland, Nederländerna, Frankrike och Österrike (som hör till det som brukar betecknas som EU:s *kärna*) på grund av risken för devalveringar. Växelkursrisken försvann när euron infördes (samtidigt som finansmarknaderna uppenbarligen inte såg några risker för statsbankrutter). Därför innebar eurointroduktionen ett kraftigt räntefall i periferin (se Figur 1).

Figur 1: Räntor på tioåriga statsobligationer



Källa: OECD.

Räntefallet skapade starka drivkrafter att ta lån i periferiländerna. Det ledde till *överbelåning*. I Grekland och Portugal lånade i första hand den offentliga sektorn. I Irland och Spanien var det den privata sektorn. Samtliga dessa fyra länder hade betydande underskott i bytesbalansen.

² Risken för asymmetriska störningar var ett huvudargument mot en svensk anslutning till valutaunionen i EMU-utredningen (*Sverige och EMU 1996*).

³ Se till exempel EEAG (2012).

Sådana underskott innebär nettoupplåning från utlandet. De låga räntorna och överbelåningen stimulerade efterfrågan i periferiländerna och innebar högre inflation än i kärnländerna. Dessa *reala apprecieringar* försämrade periferiländernas internationella konkurrenskraft och höll därmed tillbaka deras nettoexport (skillnaden mellan export och import).⁴

En svag utveckling för nettoexporten spelade ingen större roll för resursutnyttjandet så länge inhemsk efterfrågan var hög. Denna hölls uppe av självförstärkande krafter. Europeiska centralbankens, ECBs, styrränta kom att ligga alltför lågt i periferiländerna (se till exempel EEAG 2011). Därför innebar högre inflation i dessa länder att realräntan (skillnaden mellan den nominella räntan och inflationen) föll i periferiländerna.. Följden blev en alltför snabb kreditexpansion. I Irland och Spanien utvecklades veritabla fastighetsprisbubblor och byggsektorn expanderade våldsamt. Efter den internationella finanskrisens utbrott 2008 sjönk fastighetspriserna dramatiskt. Det ledde till att privata låntagare inte kunde betala räntor och amorteringar på sina lån och därmed till stora kreditförluster i bankerna. Följden blev en brant konjunkturedgång. De offentliga finanserna försämrades kraftigt när skatteintäkterna sjönk och regeringarna tvingades ge stöd till bankerna för att dessa inte skulle gå omkull. Budgetunderskotten i Irland och Spanien blev därmed stora (i Irland nästan ofattbara 31 procent av BNP 2010) precis som i Grekland och Portugal vilka redan tidigare haft betydande underskott.

På finansmarknaderna uppstod snabbt tvivel på periferiländernas förmåga att betala räntor och amorteringar på sina snabbt växande statsskulder. Följden blev snabbt stigande statsskuldräntor när långivarna betingade sig högre riskpremier (se Figur 1). Därmed kastades periferiländerna in i en ond cirkel, där statsskulden växte ännu fortare, vilket ledde till ännu högre statsskuldräntor, med följd att statsskulden växte i ännu snabbare takt och så vidare.

3. Krishanteringen

En möjlighet hade varit att på ett tidigt stadium låta Grekland och kanske också Irland och Portugal göra statsbankrutt, det vill säga ställa in sina betalningar. Följden hade blivit stora kapitalförluster för de banker och andra finansiella aktörer som köpt ländernas statsobligationer. Det hade utlöst en akut finanskris med stora negativa återverkningar på den reala ekonomin. Ett

⁴ Dessa processer beskrivs utförligt i till exempel EEAG (2012, 2013).

troligt scenario är att den ekonomiska krisen på kort sikt fördjupats men att en återhämtning också kommit igång snabbare.⁵

I stället valdes vägen att ge krisländerna finansiellt stöd från övriga euroländer (i viss mån också från Internationella Valutafonden, IMF). Det har fattats beslut om nödlån till Grekland (2010 och 2012), Irland (2010), Portugal (2011), Spanien (2012) och Cypern (2013). Hittills (i mars 2013) har sammanlagt 349 miljarder euro i nödlån betalats ut och ytterligare 147 miljarder euro utlovats (*www.cesifo.de: the exposure level*). Merparten av lånen har kanaliserats via nyuppsatta europeiska räddningsfonder (*European Financial Stability Facility, EFSF*, från 2011 och *European Stability Mechanism, ESM*, från 2012) som i huvudsak får sina resurser genom upplåning på finansmarknaderna med garantier från övriga euroländer – i praktiken främst Tyskland. Stödlånen har getts trots att de måste bedömas strida mot EU:s fördragsbestämmelser som förbjuder både EU-institutioner och andra EU-länder att ta över betalningsansvaret för ett enskilt medlemslands skulder (Artikel 125, den så kallade *no-bail-out clause*, i Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt).

De största stödinsatserna har emellertid gjorts av Europeiska Centralbanken, ECB, eller mer korrekt uttryckt av Eurosystemet (ECB i Frankfurt och de nationella centralbankerna i euroområdet som arbetar på instruktion av ECB). Det har till viss del skett genom stödköp på andrahandsmarknaden av krisländernas statsobligationer (vilket höjt obligationskurserna och därmed sänkt obligationsräntorna). Men de största stöden har getts på indirekt väg genom lån från Eurosystemet till banker i krisländerna med likviditetsproblem mot dåliga säkerheter (oftast dessa länders statsobligationer). I mars 2013 uppgick Eurosystemets totala stödinsatser till 967 miljarder euro (*www.cesifo.de: the exposure level*)

Den mest kraftfulla åtgärden från ECB:s sida hittills har varit det löfte som ställdes ut sommaren 2012 om att göra obegränsat stora köp av statspapper (med upp till tre års löptid) om det behövs för att hålla nere krisländernas statsskuldräntor. Detta löfte tycks hittills ha fungerat: sedan det gjordes har dessa länders statsskuldräntor fallit kraftigt (Figur 1).⁶

⁵ Detta har hävdats av till exempel Persson (2012). Se också Calmfors (2011, 2012a).

⁶ Se ECB (2012). Programmet har fått den något komiska beteckningen *Outright Monetary Transactions*, ungefär "rent monetära transaktioner" trots att det helt uppenbart bör ses som ett program för "rent finanspolitiska

Det finns två olika synsätt på de stödinsatser som gjorts. Enligt det ena har finansmarknaderna felbedömt krisländernas situation. Dessa är (med undantag för Grekland och förmodligen också Cypern) i grunden solventa, det vill säga de kommer att klara sin skuldtjänst givet att statskuldräntorna ligger på den normalnivå som speglar fundamenta. Men marknadernas felaktiga räntesättning riskerar enligt detta argument att via *självuppfyllande förväntningar* göra länderna insolventa: felaktiga förväntningar om insolvens driver upp riskpremierna, och därmed statskuldräntorna, till sådana nivåer att länderna verkligen blir insolventa. Om ECB i ett sådant läge genom löften om obegränsade stödköp håller nere statskuldräntorna, tar man egentligen ingen risk utan korrigerar bara ett marknadsmisslyckande. Om löftena ses som *trovärdiga*, kan effekten rentav uppnås utan att några faktiska stödköp behöver genomföras.⁷ Så har också (i april 2013) hittills skett.

Enligt det andra synsättet är däremot krisländerna i grunden insolventa och kommer inte heller med finansiella stödlån till lägre räntor än marknadsräntorna att klara räntebetalningar och amorteringar. I så fall har räddningsfonderna och ECB bara räddat privata långivare från kapitalförluster när de tagit över stora delar av dessas statspapperinnehav och kommer själva att få vidkännas stora förluster. I slutändan blir det kostnader som belastar skattebetalarna i Tyskland och de andra kärnländerna som står för de finansiella stöden, eftersom garantierna för räddningsfondernas upplåning då kan behöva infrias och förluster för centralbankerna i euroområdet innebär att de kommer att leverera in lägre vinster till statskassorna (eller eventuellt kräva ytterligare kapitaltillskott).⁸

Krisstöden kan rentav öka risken för insolvens genom att skapa så kallad *moral hazard*, alltså drivkrafter för ett mindre ansvarsfullt beteende, i krisländerna. Om dessa kan förvänta sig att slippa ifrån betalningsansvaret för sina skulder, ökar risken för att de ska skuldsätta sig alltför mycket. Detta har man försökt hantera genom att ge stödlånen med mycket strikta villkor om

transaktioner", eftersom det innebär selektiva köp av just krisländernas statsobligationer med stora förlustrisker för ECB och de nationella centralbankerna.

⁷ Se till exempel De Grauwe (2011), Wyplosz (2011) och De Grauwe och Yi (2012).

⁸ Se till exempel Sinn and Wollmershäuser (2011), Persson (2012) och Calmfors (2011, 2012a).

finanspolitiska åtstramningar, alltså skattehöjningar och offentliga utgiftsminskningar, och strukturella reformer som på sikt ska öka tillväxten och därmed generera högre skatteintäkter.⁹

Problemet med de finanspolitiska åtstramningarna är emellertid att de på kort sikt minskar efterfrågan i ekonomin och därmed också produktion och sysselsättning. Detta tenderar att minska skatteintäkterna. Följden blir att budgetunderskotten endast minskar långsamt. Åtstramningarna tycks ha haft mer negativa efterfrågeeffekter än de flesta prognosmakare väntat sig – det förefaller som om finanspolitiken haft större påverkan på efterfrågan under krisen än under tidigare mera lugna perioder.¹⁰

För att rätta till de grundläggande makroekonomiska obalanserna inom euroområdet krävs *reala deprecieringar* i krisländerna, det vill säga att dessa sänker sina kostnader och priser i förhållande till andra euroländer. Då kan krisländerna öka sin nettoexport och den vägen åstadkomma högre efterfrågan, produktion och skatteintäkter. Det var så Sverige tog sig ur sin 1990-talskris som hade stora likheter med dagens kriser i Irland och Spanien. Eftersom Sverige hade en egen valuta var det möjligt att genom en valutadepreciering åstadkomma en snabb kostnadsanpassning 1992. Detta ledde till en stor ökning av nettoexporten som i sin tur innebar att hela den finanspolitiska konsolideringen mellan 1993 och 2000 kunde genomföras samtidigt som BNP steg kraftigt (Calmfors 2012b, EEAG 2012).

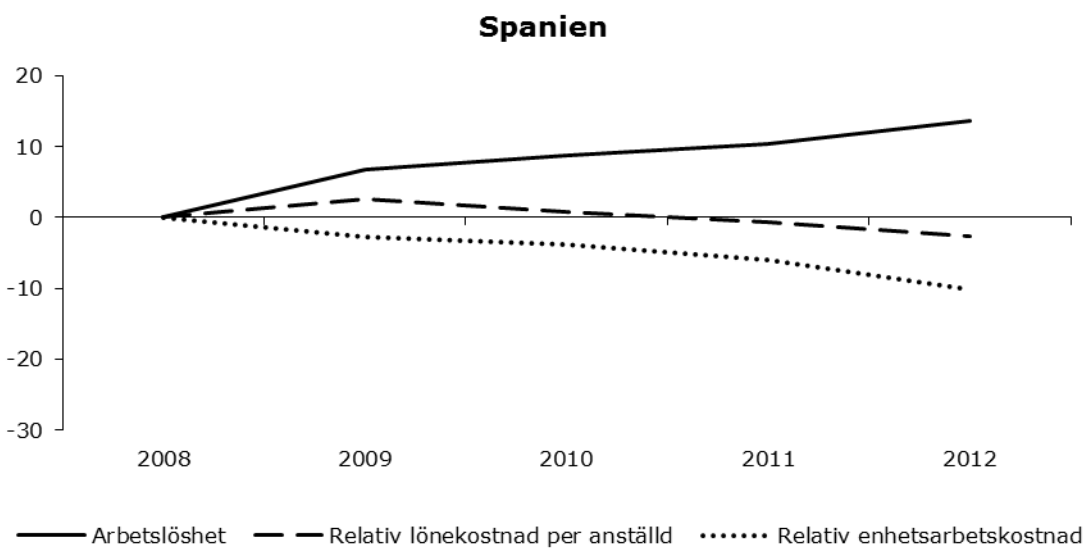
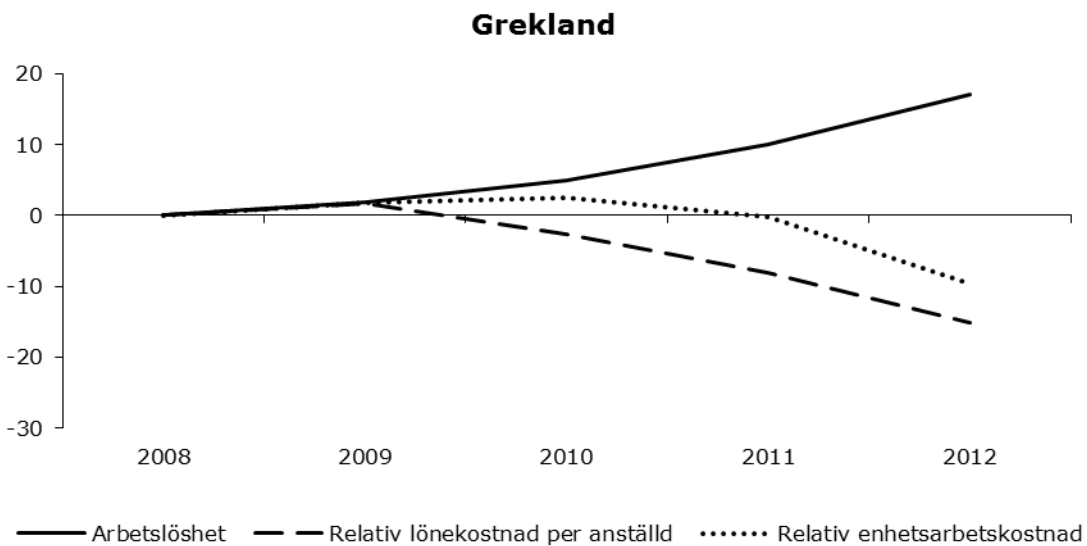
De krisande euroländerna har inte denna möjlighet så länge de behåller den gemensamma valutan. En extern valutadepreciering kräver att man överger euron och återinför en egen nationell valuta som sedan får falla i värde. Att byta valuta skulle vare en tekniskt komplicerad process. Förväntningar om det skulle omedelbart leda till bankanstormningar när insättarna försöker ta ut sina euro och flytta dem utomlands innan de omvandlas till en mindre värd nationell valuta. Återverkningarna på resten av euroområdet skulle vara svåröverskådliga. Det

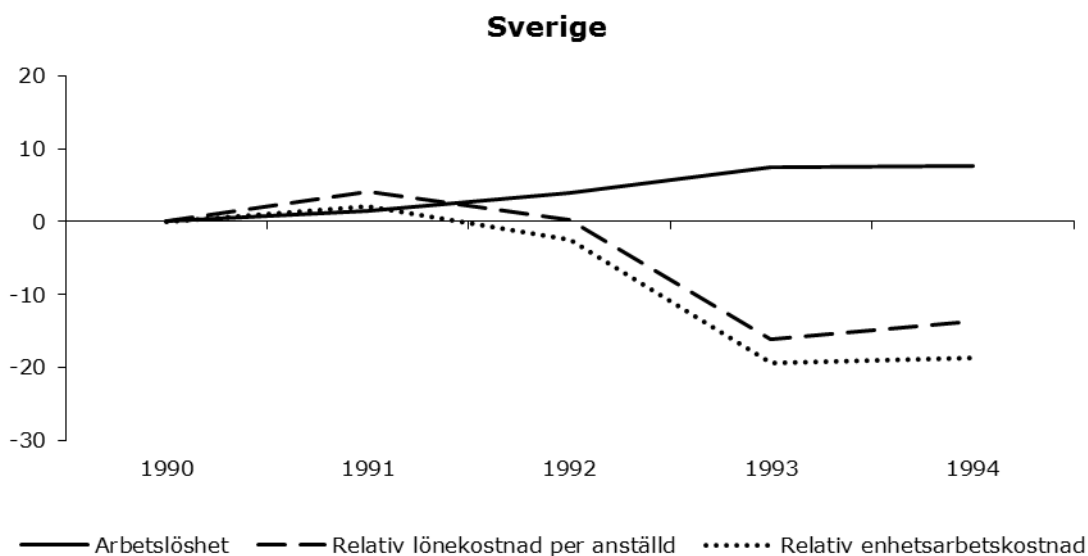
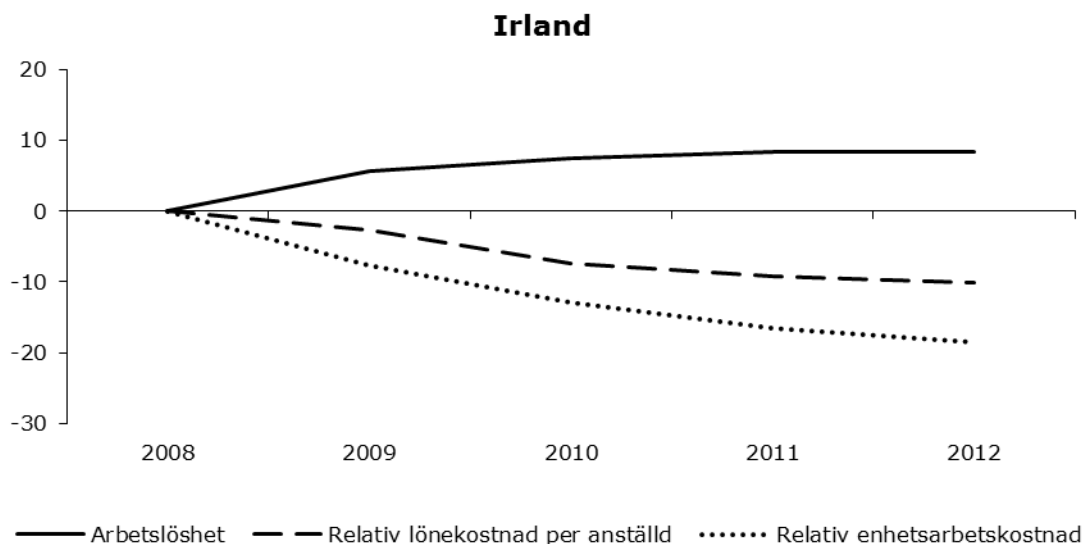
⁹ I Cyperns fall fick också insättare med stora tillgodohavanden (över 100 000 euro) i de två största bankerna acceptera stora förluster när stödlån för att hantera en akut bankkris beslutades i mars 2013. Detta motiverades framför allt av *moral-hazard*-skäl.

¹⁰ Mer tekniskt uttryckt betyder detta att de *finanspolitiska multiplikatorerna* varit större under krisen än tidigare. En vanlig definition av den finanspolitiska multiplikatorn är förändringen av BNP till följd av en förändring av det strukturella (konjunkturjusterade) budgetsaldot med en procent av BNP. Blanchard och Leigh (2013) argumenterar för att denna multiplikator 2009-2011 var i storleksordningen 1-1,5 mot tidigare runt 0,5. Den högre multiplikatorn under krisåren kan enligt dem bero på att det inte var möjligt för centralbankerna att ytterligare sänka sina styrräntor när finanspolitiken stramades åt (eftersom dessa redan låg nära noll) och/eller att finanspolitiken har större effekter under en finanskris när hushåll och företag har svårt att få lån.

skulle sannolikt uppstå förväntningar om att också andra krisländer skulle lämna euron och leda till bankanstormningar även där. Samtidigt skulle räntorna också i dessa länder stiga som kompensation för en upplevd större valutarisk.

Den möjlighet krisländerna har är i stället att genomföra så kallade *interna devalveringar*. Detta försöker man göra genom att sänka de inhemska lönekostnaderna i förhållande till de andra euroländerna. Men eftersom det alltid finns ett betydande motstånd mot nominella lönesänkningar är detta en plågsam och tidsödande process. Den kan bara komma till stånd genom en lång period av hög arbetslöshet som pressar fram sådana kostnadsanpassningar. Kärnländerna – och då främst Tyskland – skulle kunna hjälpa till genom att i stället acceptera högre pris- och löneökningar hos sig, men inte heller denna väg har visat sig särskilt framkomlig eftersom det där finns ett historiskt betingat starkt motstånd mot inflation.

Figur 2: Arbetslöshet, relativ lönekostnad och relativ enhetsarbetskostnad



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

Källa: AMECO.

De krisande euroländernas svårigheter att genomföra reala deprecieringar illustreras också i Figur 2. Den visar förändringarna i arbetslöshet, relativ lönekostnad per anställd och relativ enhetsarbetskostnad (kostnad per producerad enhet) i Grekland, Spanien och Irland under den nuvarande krisen samt i Sverige under 1990-talskrisen. Det framgår att relativa kostnadssänkningar endast kunnat genomföras gradvis i krisländerna nu trots mycket betydande ökning av arbetslösheten. Kontrasten är tydlig till Sverige under 1990-talskrisen då det gick att få till stånd en kraftig real depreciering mellan 1992 och 1993 (därför att kronan föll kraftigt i värde efter övergången till flytande växelkurs).¹¹

Tabell 2: Uppoffringskvoter

	Relativ lönekostnad per anställd	Relativ enhetsarbets- kostnad
Grekland (2008-2012)	1,13	1,75
Irland (2008-2012)	0,83	0,46
Italien (2008-2012)	2,77	-3,48
Portugal (2008-2012)	1,26	0,91
Spanien (2008-2012)	5,27	1,34
Finland (1990-1994)	0,55	0,44
Sverige (1990-1994)	0,56	0,41

Anm: Uppoffringskvoten definieras som kvoten mellan ökning av arbetslösheten i procent av arbetskraften och den procentuella sänkningen av relativkostnaden. Relativ lönekostnad och relativ enhetsarbetskostnad definieras i Figur 2. Båda förändringarna mäts mellan det år då arbetslösheten började öka och fyra år senare. Siffran 1,13 i den andra kolumnen för Grekland betyder således att arbetslösheten i detta land 2012 hade ökat med 1,13 procentenheter för varje procents sänkning av den relativa lönekostnaden per anställd jämfört med 2008. Ett negativt värde betyder att den relativa kostnaden *ökade* trots att arbetslösheten stigit, så att ingen kostnadsanpassning skett.

Källa: Egna beräkningar baserade på AMECO.

Tabell 2 illustrerar på ett mer systematiskt sätt hur "priset" för reala deprecieringar i form av ökad arbetslöshet varit högre för de krisande euroländerna nu än det var för Sverige och Finland (som hade valutor som föll i värde) under 1990-talskrisen. Detta görs genom en beräkning av så kallade *uppoffringskvoter*. Uppoffringskvoterna i den första kolumnen visar hur stor ökning av arbetslösheten som krävts för varje procents sänkning av den *relativa lönekostnaden per anställd*

¹¹ De relativa kostnaderna mäts i samtliga fall i förhållande till euroområdet som helhet. Se Figur 2.

i förhållande till utgångsläget före krisen. Kvoterna i den andra kolumnen visar hur stor ökning av arbetslösheten som krävts för varje procents sänkning av den *relativa enhetsarbetskostnaden*. Uppoffringskvoterna för Sverige och Finland under 1990-talskrisen var lägre än för samtliga krisländer nu. För Italien nu är dessutom uppföringskvoten för den relativa enhetsarbetskostnaden *negativ*, vilket betyder att de relativa kostnaderna *ökat* trots den stigande arbetslösheten. Det är bara Irland som kommer i närheten av de låga uppföringskvoterna för Sverige och Finland (för de relativa enhetsarbetskostnaderna).

Förändringar i det ekonomisk-politiska regelsystemet¹²

Parallellt med den akuta krisbekämpningen har stora förändringar i EU:s, främst euroområdet, ekonomisk-politiska regelverk beslutats. Det utgör ännu ett sätt att försöka hantera *moral-hazard*-problemen. Tanken är att åstadkomma en ökad samordning (centralisering) av finanspolitiska och andra ekonomisk-politiska beslut så att tillräcklig hänsyn tas till hur enskilda euroländers politik påverkar resten av euroområdet.

Förändringarna avser främst de finanspolitiska reglerna. Sedan eurons tillkomst är – under normala omständigheter – det högsta tillåtna budgetunderskottet tre procent av BNP.¹³ Den offentliga skulden ska understiga 60 procent av BNP, eller om den inte gör det, så ska skuldkvoten närma sig denna nivå ”i tillfredsställande takt”. Dessutom ska ett medelfristigt mål om att budgeten ska vara ”nära balans eller i överskott” uppfyllas. Detta har tolkats som att det strukturella (konjunkturrensade) budgetsaldot ska ligga nära noll. Dessa regler specificeras dels i Maastrichtfördraget, som förhandlades fram 1991, dels i *stabilitetspakten* som på tyskt initiativ ingicks 1997.

De finanspolitiska reglerna backas upp av en fastlagd procedur ifall en stat bryter mot bestämmelserna. Enligt det så kallade *förfarandet vid alltför stora underskott* kan *Ekofin-rådet* (EU:s ministerråd när det består av medlemsstaternas ekonomi- eller finansministrar) ge *rekommendationer* och i ett senare skede *förelägganden* om att korrigera ett alltför stort budgetunderskott inom viss tid. Om så inte sker, ska Ekofin-rådet besluta om sanktioner. I ett

¹² Detta avsnitt bygger delvis på Calmfors (2005 och 2012c).

¹³ Enligt en undantagsklausul i stabilitetspakten tillåts dock *tillfälliga* budgetunderskott över tre procent av BNP om BNP faller eller det har uppstått stora negativa BNP-gap, det vill säga om det har ackumulerats stora produktionsfall i förhållande till potentiell BNP.

första steg har det varit fråga om depositioner på ett räntelöst konto, i ett senare steg böter. Årliga depositioner och böter kan uppgå till högst 0,5 procent av ett lands BNP.

En vanlig kritik har varit att sanktionerna haft ”atombombskaraktär”, det vill säga att de direkt när de sätts in kan bli mycket kraftiga. Det har förmodligen lett till en ovilja att använda dem. Depositioner eller böter har hittills aldrig utdömts. Varje nytt steg i förfarandet vid alltför stora underskott har krävt en kvalificerad majoritet i Ekofin-rådet.¹⁴ En minoritet (flera stater som samtidigt haft stora underskott) har därför kunnat blockera förslag från Kommissionen om åtgärder mot finanspolitiska ”syndare”. Tidigare var det heller inte möjligt att utdöma sanktioner vid brott mot skuldkriteriet som dessutom var otydligt formulerat (innebörden av att en skuldkvot över 60 procent måste minska i ”tillfredsställande takt” var oklar). Annan kritik har varit att de nationella finanspolitiska besluten ofta varit ganska opåverkade av diskussionen på europeisk nivå. Slutligen har stora brister i länders statistiska redovisning av sina offentliga finanser uppmärksamats – det gäller särskilt Grekland, där det i efterhand visade sig att budgetunderskotten under lång tid varit mycket större än som rapporterats.

Ett antal reformer har genomförts för att komma till rätta med de beskrivna problemen. De omfattar dels stabilitetspakten, dels den så kallade *finanspakten*, som är en mellanstatlig överenskommelse som formellt ligger utanför EU:s regelsystem.¹⁵

En viktig förändring är att mindre kraftiga sanktioner nu blivit möjliga i ett tidigt skede av av brott mot de finanspolitiska reglerna: sanktionerna inkluderar nu också såväl räntebärande depositioner som icke-räntebärande sådana och böter på maximalt 0,2 procent av BNP. Vidare har skuldkriteriet förstärkts: skuldkvoter över 60 procent av BNP ska årligen (i genomsnitt under en treårsperiod) minskas med 1/20 av skillnaden till detta referensvärde och överträdelser av detta kriterium kan i fortsättningen bötfällas. Dessutom har röstningsreglerna ändrats. Förslag från Kommissionen om nya steg i förfarandet vid alltför stora underskott kräver inte längre en kvalificerad majoritet: de kommer i stället att antas om det *inte* finns en kvalificerad majoritet

¹⁴ Fram till 1 november 2014 innebär kvalificerad majoritet minst 255 av sammanlagt 345 (viktade) röster, minst hälften av medlemsstaterna och minst 62 procent av befolkningen. Efter detta datum är kravet i stället 55 procent av medlemsstaterna och 65 procent av befolkningen. Fram till 2017 kan dock en medlemsstat kräva att de gamla reglerna ska tillämpas.

¹⁵ Finanspaktens officiella namn är *Fördraget om stabilitet, samordning och styrning inom ekonomiska och monetära unionen*. Fördraget blev inte en del av EU:s formella regelverk därför att Storbritannien och Tjeckien motsatte sig detta.

emot. Gemensamma regler om redovisningen av de offentliga finanserna har också införts med möjligheter till böter vid regelbrott.

Flera mått har även vidtagits för att stärka sambandet mellan de finanspolitiska reglerna på den europeiska nivån och det nationella beslutsfattandet. För det första har en så kallad *europeisk termin* införts. Den innebär att Europeiska rådet (EU:s stats- och regeringschefer), efter förarbete av Kommissionen, i början av året utfärdar generella ekonomisk-politiska riktlinjer. Dessa förutsätts sedan EU-länderna beakta i sina budgetplaner som utarbetas under våren.¹⁶ På rekommendation av Kommissionen ger sedan Europeiska rådet och Ekofin-rådet synpunkter på dem som ska utgöra en *input* till de budgetar som läggs fram i de nationella parlamenten i början av hösten.

För det andra ska euroländerna enligt finanspakten skriva in regler om en *balanserad budget* i sin nationella lagstiftning. Budgetbalansreglerna ska kompletteras med bestämmelser om en *automatisk korrigeringsmekanism* som ska träda om det uppstår avvikelser från budgetbalans. EU-domstolen kan granska att euroländerna verkligen inför sådana nationella regler.

Reformerna ökar sannolikheten för att de finanspolitiska reglerna ska efterlevas. Möjligheterna till tidigare och mer gradvisa sanktioner gör det troligare att man ska våga tillgripa dessa. Större vikt kommer förmodligen i framtiden att läggas vid skuldriteriet när detta nu preciserats tydligare och överträdelse kan föranleda sanktioner. De nya röstningsreglerna gör det svårare att blockera vidare steg i förfarandet vid alltför stora underskott. Den europeiska terminen och finanspakten kan antas skapa bättre överensstämmelse mellan de europeiska reglerna och de nationella finanspolitiska besluten.

Samtidigt kvarstår flera av de grundläggande problemen. Förfarandet vid alltför stora underskott kräver fortfarande *politiska* beslut av euroområdet finansministrar. Det är fullt tänkbart att de även i framtiden kommer att dra sig för att bestraffa sina kollegor. Man kan nämligen betrakta Ekofin-rådets beslutsprocess som ett *upprepat spel* med starka incitament att agera förlåtande mot finanspolitiska ”syndare”. Ett sådant beteende kan ses som en investering i *reciprocitet*: det blir mer troligt att länder som idag har starka offentliga finanser ska behandlas mildt i framtiden

¹⁶ Euroländerna redovisar sina budgetplaner i så kallade *stabilitetsprogram*, övriga EU-länder gör det i så kallade *konvergensprogram*.

om även de då skulle få problem. Vidare är EU-domstolens roll begränsad: den får inte bedöma om länderna följer sina nationella regler utan bara om de nationella reglerna står i överensstämmelse med finanspakten. Slutligen gäller finanspaktens regler om budgetbalans inte det faktiska utfallet utan det strukturella (konjunkturrensade) budgetsaldot.¹⁷ Detta kan inte direkt observeras utan måste beräknas. Det är välkänt att olika beräkningar kan ge mycket olika resultat och att det i efterhand ofta sker stora revideringar av tidigare kalkyler. Det kan öppna för manipulation av beräkningarna.

Överväganden av detta slag har fått motivera förslag om ytterligare centralisering av finanspolitiken till den europeiska nivån. Ett sådant förslag är att Kommissionen ska förhandsgranska och ge synpunkter på preliminära budgetförslag i de enskilda länderna *innan* dessa läggs fram i de nationella parlamenten. Mer långtgående förslag är att ett europeiskt ”superfinansdepartement” ska inrättas som ska kunna lägga in veto mot nationella budgetar som inte står i samklang med de gemensamma finanspolitiska reglerna.

En vanlig synpunkt i debatten om valutaunionens framtida konstruktion har varit att det inte räcker med tuffare finanspolitiska regler. Det är visserligen sant att det under tidigare år skett en rad överträdelser av de finanspolitiska reglerna som inte beivrats och att det förmodligen undergrävt respekten för reglerna i länder som Grekland och Portugal.¹⁸ Men det är också sant att Irland och Spanien inte hade några budgetunderskott före eurokrisens utbrott utan tvärtom betydande överskott (Calmfors 2010). Problemet var i stället de makroekonomiska obalanser som uppkom till följd överhettningarna i dessa ekonomier och som sådde fröet till de bankkriser och nedgångar som sedan ledde till stora budgetunderskott.

EU:s reformer har försökt att också beakta dessa problem. Ett nytt *förfarande vid makroekonomiska obalanser*, i syfte att tidigt identifiera ohållbara överhettningar som i ett senare skede kan leda till svårhanterliga budgetproblem, har införts. Detta görs genom att övervaka ett antal olika variabler: till exempel bytesbalans, utländsk nettoupplåning,

¹⁷ Budgetbalanskravet innebär att det högst får finnas ett strukturellt budgetunderskott på 0,5 procent av BNP. Ett underskott på 1 procent av BNP kan dock tillåtas om den offentliga sektorns skuldkvot ”ligger väsentligt under 60 %”. Större underskott kan också tillfälligt tillåtas under exceptionella omständigheter (ovanliga händelser som ligger utanför landets kontroll eller en allvarlig konjunkturedgång).

¹⁸ Ett grundskott mot respekten för regelverket var när förfarandena vid alltför stora underskott för Tyskland och Frankrike avbröts 2003-05 när dessa länder hade större budgetunderskott än de tillåtna tre procenten av BNP och reglerna sedan i efterhand ändrades för att rättfärdiga detta (Calmfors 2005).

kredittillväxt, bostadspriser, inflation och real växelkurs. Om ett land bedöms ha alltför stora obalanser kan Ekofinrådet ställa krav på att dessa ska åtgärdas och också använda sig av sanktioner – depositioner och böter upp till 0,1 procent av BNP – om detta inte sker.

Viktiga steg har också tagits för att förebygga framtida bankkriser. Eurokrisen har ju kännetecknats av ett olyckligt samspel mellan bankkriser och statsfinansiella kriser. Bankkriserna har krävt stora statliga stödinsatser och har dessutom i hög grad bidragit till de kraftiga ekonomiska nedgångar som urholkat skatteintäkterna. Samtidigt har bankkriserna förvärrats av de statsfinansiella kriserna som lett till sjunkande värden på krisländernas statsobligationer och därmed förorsakat stora kapitalförluster i bankerna. En viktig orsak till att bankkriserna uppstod från första början var alltför släpphänt finansiell tillsyn i många länder, vilken förmodligen till stor del kan förklaras av en vilja att gynna de inhemska bankerna i den internationella konkurrensen. Det är ett av de viktigaste skälen för den *bankunion* som nu håller på att genomföras inom EU. I ett första steg innebär den att ECB får ansvaret för en gemensam europeisk banktillsyn. Detta är också logiskt för att hantera de *moral-hazard*-problem som annars riskerar att uppkomma när nödlidande banker räddas genom stöd som i slutändan kommer från de europeiska räddningsfonderna (vilket skett i framför allt Irland och Spanien men också i Grekland och Cypern).

4. Slutsatser

I skrivande stund är det omöjligt att förutse hur eurokrisen kommer att utvecklas. Under andra halvåret 2012 och de första månaderna 2013 tycks krisen ha gått in i ett lugnare skede. ECBs utfästelse om att vid behov köpa obegränsade volymer av krisländernas statspapper innebar att dessas statsskuldräntor föll kraftigt. Inte ens oron i samband med den akuta bankkrisen på Cypern i mars 2013 föranledde några kraftigare räntereaktioner. Samtidigt är det uppenbart att det finns stora kvarstående hot som kan utlösa nya akuta kriser. Motstånd mot fortsatta finanspolitiska åtstramningar i krisländerna skulle kunna leda till att ytterligare utbetalningar av krislånen från räddningsfonderna ställs in och att ECB inte längre anser att villkoren för obegränsade statspapperköp är uppfyllda. Om väljarna i kärnländerna – främst Tyskland – förväntar sig att de kommer att få stå för kostnaderna för stora kapitalförluster på krislånen kan det uppstå ett starkt politiskt motstånd där som omöjliggör fortsatta räddningsinsatser.

Det råder också stor osäkerhet om hur EU:s reformerade ekonomisk-politiska regelsystem kommer att fungera. Reformerna i sig ökar sannolikheten för att undvika stora makroekonomiska obalanser och för att finanspolitiken i normala tider ska föras på ett ansvarsfullt sätt. Men samtidigt utgör krisstöden uppenbara brott mot gällande fördragsbestämmelser om att *bail-outs* inte är tillåtna. Sådana regelbrott reser frågan om trovärdigheten för att de nya fördragsbestämmelserna. Man kan också ställa frågan vilken avskräckande effekt de vidgade möjligheterna till sanktioner kommer att ha om de nuvarande krislånen skapar förväntningar om att det går att låna till böter och sedan få hjälp av övriga euroländer att betala lånen.

Det sätt som den akuta krishantering bedrivits på kan således skapa sådana *moral-hazard*-problem att effektiviteten i de reformerade reglerna urholkas. I så fall finns en stor risk för att nya kriser kan uppkomma i framtiden om inte euroområdet ekonomisk-politiska beslutsfattande centraliseras ännu mer. Men samtidigt är det svårt att tro att det finns tillräckligt politiskt stöd för detta. Detta är uppenbart i krisländerna där det finns ett stort väljarmissnöje med den åtstramningspolitik som länderna tvingats föra för att få krishjälp. Men det är också tveksamt om det finns politiskt stöd i kärnländer som Tyskland för ett mer centraliserat ekonomisk-politiskt beslutsfattande, eftersom det i princip också skulle kunna tvinga dessa länder att föra en annan ekonomisk politik än väljarmajoriteten önskar.

Men det går också att skissera mer optimistiska scenarier. Djupa kriser kan skapa förutsättningar för radikala omläggningar av den ekonomiska politiken och stora institutionella förändringar. Så skedde till exempel i Sverige efter 1990-talskrisen: den gjorde det möjligt att införa ett helt nytt finanspolitiskt ramverk som bidragit till starka offentliga finanser. En liknande utveckling för euroområdet kan inte uteslutas.

En intressant historisk parallel som brukar dras gäller USA efter frihetskriget i slutet av 1700-talet. Där övertog den federala nivån betalningsansvaret för de skulder som delstaterna ådragit sig under kriget mot England. Den långsiktiga konsekvensen blev att delstaterna kunde börja låna igen. Dessa möjligheter missbrukades och ett antal delstater överbelånade sig under 1830-talet. Det fördes då en debatt om att den federala nivån återigen skulle ta över betalningsansvaret för lånen. Så skedde emellertid inte utan flera delstater gick i (del)statsbankrutt. Efter 1860-talets inbördeskrig förekom också betalningsinställelser i en del sydstaterna. Den väg som slutligen

valdes var att nästan alla delstater införde strikta budgetbalanskrav som sedan i stort sett har respekterats.

De historiska amerikanska erfarenheterna illustrerar tydligt de *moral-hazard*-risker som ett gemensamt europeiskt betalningsansvar för enskilda eurooländers statsskulder kan innebära. Därför är ett möjligt scenario också att de europeiska stödinsatserna skapat ett dysfunktionellt system som framledes kommer att skapa nya statsskuldkriser. I slutändan skulle det kunna leda till ett återupprättande av respekten för fördragets *no-bail-out clause*, det vill säga för principen att euroområdet som helhet inte kan garantera enskilda euroländers statsupplåning. Det skulle tvinga fram en större försiktighet i finansmarknadernas långivning där räntereaktioner förmodligen skulle ge tidiga signaler när finanspolitiken i enskilda länder inte är långsiktigt hållbar. Mycket talar för att sådan marknadsdisciplin kan vara det bästa sättet att främja en ansvarsfull ekonomisk politik. Men mycket talar också för att vägen dit kan vara lång.

Referenser

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

Calmfors, L. (2005), *What Remains of the Stability Pact and What Next?*, Swedish Institute for European Policy Studies (SIEPS), 2005:8.

Calmfors, L. (2010), "Hur ska framtida statsfinansiella kriser i Europa undvikas?", Kungl. Vetenskaps societetens årsbok, Uppsala.

Calmfors, L. (2011), "Bara dåliga lösningar kvar", *Dagens Nyheter*, 16 september.

Calmfors, L. (2012a), "ECB-stöd är ingen genväg", *Dagens Nyheter*, 9 augusti.

Calmfors, L. (2012b), "What Can Europe Learn from Sweden? Four Lessons for Fiscal Discipline", *Vox*, 12 mars.

Calmfors, L. (2012c), Can the Eurozone Develop into a Well-Functioning Fiscal Union?, *CESifo Forum* 2012:1.

Calmfors, L. (2013), Rädda euron – krävs en djupare integration?, Nationalekonomiska föreningens förhandlingar, *Ekonomisk Debatt* nr. 3.

De Grauwe, P. (2011), The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?, CESifo Working Paper nr. 3569, München.

De Grauwe, P. och Ji, Y. (2012), More Evidence that Financial Markets Imposed Excessive Austerity in the Eurozone, London School of Economics, mimeo.

EEAG (2011), *Report on the European Economy*, European Economic Advisory Group, CESifo Institute, München.

EEAG (2012), *Report on the European Economy*, European Economic Advisory Group, CESifo Institute, München.

EEAG (2013), *Report on the European Economy*, European Economic Advisory Group, CESifo Institute, München.

European Central Bank (ECB) (2012), Technical Features of Outright Monetary Transactions, Press release, 6 september.

Europeiska kommissionen (2011), Förslag till Europaparlamentets och Rådets Förordning om gemensamma bestämmelser för övervakning och bedömning av utkast till budgetplaner och säkerställande av korrigerande av alltför stora underskott i medlemsstater i euroområdet, Bryssel 2011/0386 (COD).

Finanspolitiska rådet (2009), *Svensk finanspolitik*, Stockholm.

Persson, M. (2012), *Den europeiska skuldkrisen*, SNS Förlag, Stockholm.

Sinn, H-W. och Wollmershäuser, T. (2012), Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: the ECB's Rescue Facility, *International Tax and Public Finance* nr. 19.

Sverige och EMU, EMU-utredningens betänkande, SOU 1996:158, Stockholm.

Wyplosz, C. (2011), "They still don't get it", *Vox*, 22 augusti och 25 oktober.