

Tony Johansson

## ÄR EURON VÄRD ATT RÄDDA?

Den Ekonomiska och Monetära unionen har under en längre tid balanserat på gränsen till sammanbrott. Den bild som ges av ledande politiker i EU och som spås på av hur media rapporterar, är att krisen till stora delar är statsfinansiell och orsakad i de enskilda krisdrabbade länderna som sägs ha dålig kontroll över finanspolitiken, överdimensionerade välfärdssystem och extremt generösa pensionssystem.<sup>1</sup> De krisdrabbade länderna är emellertid länder med relativt små välfärdsstater och låga sociala utgifter och pensionsåldern är inte lägre än i länder som Tyskland. Vad gäller de statsfinansiella kriserna, sammanhänger de med hög och stigande skuldsättning före den globala finanskrisen endast i ett par av länderna. Det är således inte en generell förklaring. En sådan förklaring skisseras däremot i denna artikel.

### Skuldkrisen är en effekt – inte en orsak

Om krisen i eurozonen är orsakad av enskilda länders lättsinniga hantering av sina statsfinanser, då kan vi förvänta oss att finna tydliga mönster i utvecklingen av statsskuld och offentliga underskott i eurozonens medlemsländer fram till att den globala finanskrisen bröt ut hösten 2008. De länder som därefter klarade krisen väl borde vara de länder som under eurons första år förde en ansvarsfull finanspolitik – vilket i EU-sammanhang är liktydigt med att det offentliga underskottet högst är 3% av BNP – medan de länder som fått eller är nära att behöva nödlån från EU och IMF borde vara de länder som förde en oansvarig finanspolitik under dessa år.

Så förhåller det sig emellertid inte. I tabell 1 redovisas data över den offentliga bruttoskulden som andel av BNP för tre år (1999, 2007, 2011), förändringen i denna skuldkvot samt antal överträdelser av Maastrichtfördragets och Tillväxt- och stabilitetspaktens (i fortsättningen benämnd paktens) kriterier för skuldsättning. (Alla tabellar är i Appendix bak artikeln.) I tabell 2 redovisas genomsnittligt budgetunderskott för perioden före krisen och för krisperioden samt antal överträdelser av fördraget och paktens.

Fyra länder har i skrivande stund fått stöd via olika former av nödlån. Dessa är Grekland, Irland, Spanien och Portugal.<sup>2</sup> Grekland och Portugal hade stigande skuldkvoter under perioden som förgick finanskrisen. Dessa länders genomsnittliga underskott under denna period överstiger också paktens underskottskriterium. För dessa länder kan det således anföras att dagens kris har en bakgrund i denna skuldsättning (i nästa sektion kommer

det dock att visas att detta endast är en beståndsdel av eurokrisen). Vad gäller Irland och Spanien finns det däremot ingen sådan bakgrund i skuldsättning före krisen. Under perioden fram till krisen, presterade de mycket bra utifrån paktens kriterier. Irland och Spanien hade i genomsnitt överskott i sina offentliga finanser och båda länderna reducerade sin skuldkvot på ett remarkabelt sätt: Spanien från 62,4% 1999 till 36,3% 2007 och Irland från 48% till 24, 8% under samma period. Därefter vände skuldsättningen brant uppåt, men det är efter att finanskrisen slagit till. Skuldkrisen i dessa båda länder kan därför inte vara orsaken till eurokrisen; det är den ekonomiska krisen som har orsakat skuldkrisen. Vidare framgår att Frankrike och Tyskland inte levde upp till paktens krav. Tyskland bröt mot skuldkvotskriteriet under hela perioden, med undantag av år 2001, Frankrike passerar denna gräns om 60% 2003. Båda länderna hade under perioden 1999–2007 visserligen ett lägre genomsnittligt underskott än paktens kriterium om 3%, men Tyskland bröt detta kriterium 2001-2005 och Frankrike 2002–2004.

Slutsatsen är således att det inte finns något generellt samband mellan hur väl paktens regler efterlevdes under perioden före krisen och hur det sedan gick under perioden efter att finanskrisen brutit ut. Eurokrisen är inte en historia om sparande och slösande nationer, där de senare straffas för sitt lättsinne medan de förra får skörda frukterna av sin sparnit.

### **Asymmetriska trender**

Eurokrisens bakgrund är en annan. Den går att finna i de i eurozonen interna obalanser, som uppkommit till följd av att länderna utvecklats olikartat vad gäller produktivitet och tillväxt, priser och löner. Samtidigt har de inordnats under samma penningpolitiska regim, med gemensam räntenivå beslutad av ECB, gemensam extern euroväxelkurs och de facto avskaffade interna nominella växelkurser. Effekten har blivit ett mer volatilt konjunkturförlopp.

Vi kan kalla detta för asymmetriska trender, ett begrepp besläktat med asymmetriska chocker. Dessa trender beror på underliggande strukturella egenskaper som gör att ekonomierna inte utvecklas i takt. Men till följd av den gemensamma räntepolitiken och avsaknad av interna nominella växelkurser, saknas effektiva sätt att stabilisera konjunkturförloppet i de olika ekonomierna inom eurozonen och spänningar byggs på så sätt upp.

Asymmetriska chocker diskuterades och analyserades inför skapandet av den gemensamma valutan medan frågan om trendmässiga skillnader mellan medlemstaterna antingen ignorerades eller antogs kunna lösas genom löneflexibilitet.<sup>3</sup> Asymmetriska trender är emellertid väsentligt mer problematiskt än vad tillskyndarna av monetär integration förstod. Resultatet har nämligen visat sig bli inte automatisk anpassning via de nominella lönerna, utan istället har skillnader ackumulerats med tiden.

Dessa asymmetriska trender, vars effekter således ackumuleras under det knappa decennium som föregick finanskrisen, är lätta att finna i tidsserierna som visar BNP-tillväxt, produktivitetstillväxt och prisindex för de enskilda länderna (se tabell 3 och 4).

Grekland, Irland och Spanien var tre av de snabbast växande länderna inom eurozonen under åren som föregick finanskrisen. Irland hade en tillväxttakt på 5,1%, Grekland 4,1% och Spanien 3,4%. Samtidigt växte unionens största ekonomi, Tyskland, med endast 1,2% per år 1999-2007. Dessa tre snabbväxande länder hade också den största genomsnittliga minskningen i BNP under perioden 2008-2011. Gemensamt för dessa tre länder är även den snabbare prisutvecklingen. Denna utveckling har gröpt ur dessa länders konkurrenskraft. När finanskrisen slog till, befann sig dessa länder därmed redan i ett prekärt läge sett utifrån sin konkurrenskraft. Jämfört med år 2000 hade Greklands konkurrenskraft fallit 17%, Spaniens 24% och Irlands 48%. Och de två förstnämnda uppstod stor underskott i utrikeshandeln. Irland, vars ekonomi tycks vara betydligt mer dynamisk, lyckas dock upprätthålla fortsatta överskott i utrikeshandeln trots stigande realväxelkurs, vilket skulle indikera fallande konkurrenskraft. Att Irland trots denna uppenbart negativa relativa prisutveckling lyckas bör utredas i närmare i framtida studier.

Det finns ytterligare två länder som utvecklas markant sämre än övriga länder efter finanskrisen, nämligen Portugal och Italien. Av dessa är det endast Portugal som har en väsentligt högre prisutveckling under perioden före finanskrisen än eurozonen hade i genomsnitt, medan Italien endast hade en marginellt snabbare pristillväxt. Men Italien och Portugal (liksom Spanien) hade en mycket låg produktivitetstillväxt under perioden fram till finanskrisen. Det gör exportindustrin mer känslig för prisökningar, varför konkurrenskraften faller på ett liknande sätt och stora underskott i utrikeshandeln uppstår.

Detta är den gemensamma nämnaren för de hårdast krisdrabbade länderna. Till följd av en högre prisutveckling eller som i fallet är med Italien – lägre produktivitetstillväxt i kombination med marginellt högre prisutveckling – har konkurrenskraften eroderats bort och underskott i utrikeshandeln uppstått.

Samtidigt har konkurrenskraften stärkts i de länder som har haft en lägre prisutveckling. Särskilt vad gäller Tyskland. Och med dess stigande konkurrenskraft följde växande bytesbalansöverskott.

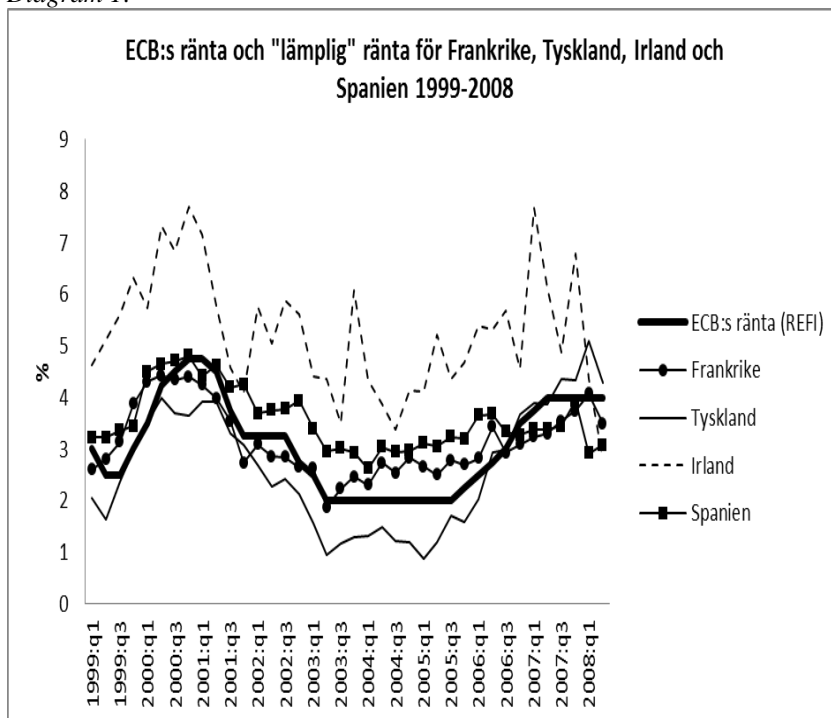
Att eurokrisen blivit så allvarlig beror på denna underliggande obalans mellan å ena Tyskland vars konkurrenskraft stärktes och å andra sidan Grekland, Italien, Portugal och Spanien, vars konkurrenskraft försvagades. Följden blev överskott i utrikeshandeln för Tyskland och underskott i utrikeshandeln förför de sistnämnda.

Denna utveckling visar att analyserna inför tillskapandet av den monetära unionen fokuserade på fel problem. Merparten av diskussionerna kring olikartade förhållanden och problemen med att ha en gemensam ränta och vara utan möjligheten att justera nominella växelkurser, handlade om risken för asymmetriska chocker.<sup>4</sup> Även om dessa asymmetriska chocker är problematiska och har förekommit under det senaste decenniet, är det inte dessa som har de mest långtgående och allvarligaste konsekvenserna. Det är istället de asymmetriska trenderna som är det allvarliga i denna utveckling. De leder till att skillnader ackumuleras och till att ytterligare spänningarna uppstår, vilka i sin tur förstärker de initiala olikheterna. En sådan mekanism är att realräntan i en valutaunion rör sig omvänt mot inflationstakten, vilket innebär att om inflationstakten rör sig i samma riktning som BNP-tillväxten i varje land, kommer realräntan att fungera procykliskt och på ett sätt som leder till ökande skillnader mellan länder. Samtidigt kan inte växelkurserna dämpa spänningar mellan länder. Krugman lyfter fram Spanien som en illustration på detta.<sup>5</sup> Spanien var ett av de överhettade länderna, där den höga inflationen och låga realräntan drev fram fastighetsbubblor som underblåstes av kapitalströmmar inom eurozonen. Tyskt kapital rusade in i den spanska husbubblan, vilket bidrog till ökade huspriser och ökat byggande, vilket drog upp lönerna i denna skyddade sektor. Det spillde sedan över på den övriga ekonomin så att inflationen ökade. Om Spanien i detta läge – åren kring 2005 – hade haft kvar pesetan, skulle man ha kunnat höja räntan, och samtidigt skulle pesetan sannolikt ha ökat i värde. Sammantaget skulle överhettningen ha dämpats. Men i avsaknad av penning- och valutapolitik stod Spanien utan effektiva verktyg att kyla ner ekonomin. Istället tvingades man se på när konkurrenskraften urholkades. Och nu kan inte denna obalans rättas till med valutakursjusteringar. Irlands bostadsbubbla har en liknande historia.

### **Penningpolitik och asymmetriska trender**

En nominell räntenivå, som dessutom tenderar leda till procykliska förändringar i realräntorna, kan inte under dessa förhållanden passa alla. Samtidigt har det åtminstone pedagogiskt värde att föra analysen ett steg längre. Låt oss därför ställa frågan: hur väl har egentligen ECB:s räntepolitik passat de olika länderna? Det är inte en ny fråga. Flera studier har inriktat sig på att tillämpa Taylorregeln för att analysera ECB:s räntepolitik i förhållande till de enskilda länderna.<sup>6</sup> Dessa studier visar att ECB:s ränta generellt sett, före krisen, var för låg för de idag krisdrabbade länderna.

Diagram 1:



Dessa uppskattningar är emellertid baserade på att Taylorregeln är lämplig att följa och att ECB faktiskt följer den. Men ur ett historiskt perspektiv är det rimligare att först estimerar en räntesättningsekvation för ECB:s historiska räntesättning och därefter ställa frågan: vilken ränta skulle ECB ha satt för respektive land, givet vad vi vet om hur ECB satt räntan för Eurozonen? Följaktligen har jag estimerat en räntesättningsekvation för ECB:s räntesättning 1999-2008 och därefter tillämpat denna estimerade ekvation på nationell data. Det som då erhålls är en uppskattning av lämplig räntenivå vid varje tidpunkt. Se diagram 1, och dessutom tabell 6 i Appendix.<sup>7</sup>

I tabell 6 och 7 redovisas resultaten för alla länderna (se Appendix) och i diagram 1 illustreras resultaten för två av unionens tungviktare – Frankrike och Tyskland – i en jämförelse med två av «lättviktarna» – Irland och Spanien. Det vi då ser är att den ränta som ECB satte för eurozonen, var omkring hälften så hög som den skulle ha satt för Irland, om den hade fått i uppgift att sköta landets räntepolitik på samma sätt som den skötte eurozonens räntepolitik.

Vägen från «keltisk tiger» till statsbankrutt går via ECB:s räntepolitik: den gemensamma räntepolitiken bidrog till den höga inflationstakten; den höga inflationstakten försvagade dels konkurrenskraften dels ledde den höga prisökningstakten till en bostadsbubbla; när bostadsbubblan sprack,

utvecklades en bankkris som den irländska regeringen ansåg sig tvingad att lösa, vilket resulterade i ett budgetunderskott på 31% av BNP 2010 och i en statsskuld som skenade i väg till över 90% av BNP.

Ränteuppskattningarna visar också något annat som är intressant, nämligen att räntan under flera år, kring 2002-2005, var för hög för Tyskland. Det var under de år som Tyskland hade en mycket svag utveckling. En tolkning av detta är, att visserligen är Tyskland den enskilt tyngsta ekonomin, men då periferin såväl som eurozonens näst största land, Frankrike, hade högre inflationstryck, kom räntenivån förvisso att anpassas till tyska tillväxtbehov, men inte i tillräcklig utsträckning. Den gemensamma räntepolitik ledde därmed till samtidig överhettning i Irland och till nedpressad tysk tillväxt och fortsatt hög arbetslöshet – inte sedan åren efter kriget har den tyska arbetslösheten varit så hög som den var 2004-2006. Den låga prisökningstakten i Tyskland, ytterligare dämpad av den för höga räntan, är i sin tur en del av förklaringen till den stärkta konkurrenskraften och till överskotten i den tyska utrikeshandeln. Men detta är naturligtvis inte hela bilden – de tyska arbetsmarknadsinstitutionerna är en annan central del av denna historia – men det illustrerar att dagens obalanser i eurozonen – såväl underskotten som överskotten – har förstärkts av den gemensamma räntepolitiken.

Att beräkna motsvarande räntenivåer för de övriga krisdrabbade länderna är mer problematiskt, dels p g a sämre data för några av dem, dels p g a att exempelvis Grekland tidvis har haft en tillväxt under sin långsiktiga trend (negativt BNP-gap) och samtidigt haft hög inflationstakt, vilket gör att denna «räntesättningsregel» fungerar dåligt. Enligt räntesättningsregeln var ECB:s ränta för låg 2003-2005, men därefter, fram till finanskrisen, tämligen rimlig. Men givet vad vi vet om Greklands inflationstakt, kan man fråga sig hur rimligt detta är? Snarare är det så att detta illustrerar att räntesättningsbeslut inte endast innehåller ett kvantitativt val – d v s hur olika variabler ska vikts, vilket den estimerade räntesättningsregeln utgår ifrån – utan också ett kvalitativt, vilket i penningpolitiska sammanhang innebär ett val mellan sysselsättning och inflation, och vad som ska prioriteras är beroende av valutapolitisk regim. Inom ramen för en valutaunion är inflationsavvikelser, i vart fall om de är permanenta d v s utgör en del i en asymmetrisk trend, problematiskt eftersom det inte finns några nationella nominella växelkurser som anpassar sig till dessa trender. Resonera man på det sättet står det klart att ECB:s ränta var alldeles för låg för Grekland under en följd av år före finanskrisen. Vad gäller de övriga krisdrabbade länderna kan konstateras att ECB:s ränta initialt var för hög för Italien, men blev för låg under perioden 2003-2007, medan det omvända gäller för Portugal, med initialt för låg ECB-ränta som från slutet av 2004 blev för hög. Spanien liknar Irland i det att ECB:s ränta var för låg under en lång period (2000-2006).

Slutsatsen är således att den gemensamma penningpolitiken, bidrog till överhettning och inflation i några länder – de länder som idag är hårdast drabbade – och ekonomisk kräftgång och massarbetslöshet i andra länder – de länder som nu framstår som relativt lindrigt drabbade. Skillnaderna ansamlades över åren och resultatet blev eurokrisen. Detta är, till skillnad från tesen att krisen orsakats av för lättsinnig hantering av finanspolitiken, en generell förklaring till eurokrisen.

### **Fel fokus**

Ovan analys mynnar ut i slutsatsen att statsskuldskrisen är en del av eurokrisen, men den har inte skapat eurokrisen. Att enskilda länder inte har följt regelverket, spelar självfallet in i fråga om Grekland och Italien och även, om än i mindre utsträckning, också ifråga om Portugal. Däremot har detta ingen bäring på förklaringen av krisen i Spanien och Irland. Av detta följer att EU:s fokus på att skapa stramare regelverk och starkare incitament för länderna att följa dessa regelverk, sannolikt inte kommer att kunna förhindra det som nu har hänt från att hända igen. Dessa förändringar i regelverken kan leda till att ett land som Italien eller Grekland tvingas föra en stramare finanspolitik, men förändringarna kommer inte att hindra ett nytt Irland eller ett nytt Spanien från att inträffa igen. Risken med förändringarna är desto påtagligare. De kommer otvetydigt att leda till försämrade möjligheter för de enskilda länderna att stabilisera negativa konjunkturförlopp. Effekten av detta blir lägre långsiktig tillväxt och högre arbetslöshet, vilket flera välkända ekonomer varnat för, däribland Joseph Stiglitz som jämför den förda politiken med åderlåtning och kallar finanspakten för en «själv mordspakt».

Men även om fokuset på statsfinansiell stabilitet är vad som har diskuterats mest i media och av politiker i officiella sammanhang, så är EU:s och IMF:s analytiker på det klara med att den underliggande problematiken i eurozonen är ovan beskrivna obalanser. Den strategi som de förordar är vad som ibland kallas interndevalvering, men som jag här benämner *asymmetrisk-deflatorisk* lösning, d v s man tänker sig att backa utvecklingen genom att sänka prisnivån och lönenivån i de länder som har fått försvagad konkurrenskraft så att konkurrenskraftförhållandena utjämnas. Eller såsom förre IMF-chefen Dominique Strauss-Kahn sammanfattar: «Den enda effektiva åtgärd som återstår är deflation... och det är precis vad Kommissionen så riktigt har rekommenderat».<sup>8</sup> Således ställs de länder som får nödlån inför villkor som inte är olika de strukturanpassningsprogram för tredje världen för vilka IMF tidigare har blivit hårt kritiserade. Bland kraven märks omfattande privatiseringsåtgärder, sänkta minimilöner, avregleringar av offentlig tjänsteverksamhet, inskränkningar av fackliga rättigheter, upphävande av ingångna kollektivavtal.

### Keynes' symmetriska lösning

Bortsett från de demokratiska aspekterna och de politiska risker som följer av ett sådant agerande, utgör detta ineffektiva åtgärder jämfört med det alternativ som skulle ha stått till buds om det hade varit möjligt att genomföra samma anpassning över de nominella växelkurserna. Men även givet att valutaunionen måste förbli intakt, är den asymmetrisk-deflatoriska lösningen inte den enda möjliga. Det finns två andra metoder, vilka båda är att föredra från perspektivet av effektivitet och från perspektivet att den lösning som skapar minst mänskligt lidande bör väljas. Jag benämner dessa för den *symmetriska* lösningen och den *asymmetrisk-inflatoriska* lösningen. Det är dessa båda lösningar som återfinns i Keynes' utkast till en s k betalningsunion.<sup>9</sup> Hans analys är naturligtvis färgad av 1930-talsdepressionen och det är just detta som gör den så relevant för en modern läsare. 1929 års kris blev till en depression på grund av det deflatoriska tryck som uppstod inom guldmynntfoten, och detta påminner om det deflatoriska tryck som har skapats inom eurozonen. Utkasten skrev Keynes på uppdrag av sin regering som bett honom att lägga fram förslag på efterkrigstidens monetära regim. Det är dessa utkast som senare mynnar ut i Storbritanniens förslag i Bretton Woods-förhandlingarna 1944. Mycket händer mellan dessa första utkast och det som sedan blir Bretton Woods-systemet, och när de monetära regimernas historia har skrivits, har ofta radikaliteten i Keynes' ursprungliga förslag glömts bort. Istället reduceras motsättningarna i Bretton Woods till en fråga om hur mycket finansiering som överskottsländerna (i praktiken USA) skulle ställa upp med. Men Keynes' ursprungliga förslag skiljde sig på ett djupare, rentav på ett filosofiskt plan från det Bretton Woods-system som kom i funktion i praktiken i slutet av 1950-talet.

Utgångspunkten för Keynes är att i fastväxelkurssystem med fria kapitalrörelser, läggs anpassningsbördan på underskottslandet.<sup>10</sup> Det finns två problem med detta, resonerade Keynes. För det första är underskottslandet det mindre, jämfört med omvärlden. För det andra är underskott och överskott två sidor av samma mynt, och det är överskotten, inte underskotten i utrikeshandeln som är det egentliga problemet. Överskott i utrikeshandeln innebär att landet ifråga producerar mer än det konsumerar, varvid ett sådant överskott representerar outnyttjad potentiell konsumtionsefterfrågan. Obalanser i den internationella handeln sätter därmed en hämsko på tillväxt och sysselsättning genom att begränsa konsumtionsefterfrågan.<sup>11</sup> När dessa obalanser sedan ska rättas till genom att anpassningsbördan läggs på underskottslandet, sker detta med (relativ) deflation. Sådan politik kommer i sin tur att pressa upp arbetslösheten och sänka tillväxten och förskjuta den globala ekonomin till ett läge som inte är förenligt med full sysselsättning. Det uppenbara alternativet är naturligtvis flytande växelkurser. Men Keynes, som inte trodde på doktrinen om effektiva marknader, avvisade detta. Istället



menade han att det skulle kunna vara möjligt att båda skapa stabilitet i växelkurserna och undvika det deflatoriska trycket som följer när obalanser i den internationella handeln uppstår.

Keynes' lösning var förslaget på en internationell betalningsunion och ett regelverk som skulle tvinga fram expansiva lösningar på obalanser i den internationella handeln. Utformningen av dessa institutioner ligger utanför denna artikels räckvidd, men grundtanken var att institutionalisera en expansiv mekanism inom ramen för ett mjukt fastväxelkurssystem. Mjukt därför att växelkursförändringar skulle kunna tvingas fram vid bestående obalanser i utrikeshandeln och expansivt därför att anpassningsbördan skulle förskjutas från underskottsländerna till överskottsländerna vilka skulle tvingas till penningpolitisk och finanspolitisk expansion. Keynes beskriver sin ambition som att han önskar skapa en symmetrisk lösning, vilket innebär att överskottsländer skall tvingas att inflatera sin ekonomi (annars kan betalningsunionen konfiskera överskotten och via en internationell «investment board» och en «anti-depression board» föra över dem till underskottsländerna i form bistånd och investeringar) men samtidigt ska underskottsländerna tvingas vidta åtgärder för att komma till rätta med underskotten. Dock är Keynes mycket tydlig med att den internationella organisation som ska övervaka det monetära systemet – det som sedermera blev IMF – inte ska få kräva åtgärder som leder till deflation.<sup>12</sup> Därför är det rimligare att tala om en inflationistisk tyngdpunkt eller en asymmetrisk-inflatorisk lösning på problemet med internationella obalanser.

### **Keynes och eurokrisen**

Är Keynes' förslag möjligt att applicera på dagens situation i eurozonen? Obalanserna skulle då lösas genom expansion snarare än kontraktion. Länder som har överskott – framför allt Tyskland – skulle tvingas expandera, d v s dessa ekonomier måste acceptera en högre inflation än eurozonens genomsnitt. Om hela anpassningsbördan läggs på överskottsländerna skulle vi tala om en asymmetrisk-inflatorisk lösning. En sådan är maktpolitiskt tämligen osannolik, men en symmetrisk lösning i vilken överskottsländernas inflation pressas några%enheter över inflationsmålet, medan underskottsländernas inflationstakt tillåts ligga runt inflationsmålet är kanske inte helt omöjlig. Deflationsbehovet kan då minska i de krisdrabbade länderna, vilket skulle påskynda återhämtningen och sänka arbetslösheten. Görs inte detta, blir resultatet sannolikt att några länder måste lämna unionen. Priset för att hålla dagens valutaunion intakt och samtidigt lösa obalanserna med deflation i krisländerna, kommer att bli högt i form av massarbetslöshet, fattigdom och låg tillväxt under lång tid framöver.

Men valutaunionens långsiktiga problem är svårare att lösa. Keynes' förslag är då knappast möjliga att applicera. I Keynes' plan hade de enskilda

länderna kvar sin penningpolitik, kapitalrörelser var reglerade och växelkurserna kunde justeras om obalanserna i utrikeshandeln inte kunde lösas. Det var uttryckligen förbjudet för betalningsunionen att tvinga underskottsländerna till deflation, eftersom sådana åtgärder skulle innebära att man återfick «återskapa den gamla automatiska guldstandardens nackdelar».

På alla dessa punkter bryter EMU mot Keynes' antaganden. Förutsättningen för att kunna expandera en ekonomi och därmed motverka överskott i utrikeshandeln, är nationell kontroll över penning- och finanspolitiken. Men penningpolitiken ligger hos ECB och kan inte anpassas till nationella behov. Finanspolitiken regleras av tillväxt- och stabilitetspakten och i framtiden av finanspakten. Dessa regelverk gör att finanspolitisk expansion i ett enskilt land inte är en framkomlig väg för att minska överskott i utrikeshandeln. Därmed återstår endast direkt statlig intervention på arbetsmarknaderna. Detta är inte vad Keynes tänkte sig och det är inte förenligt med de arbetsmarknadsmodeller som existerar i Europa. Visserligen kan man tänka sig detta som en provisorisk lösning i dagsläget – överskottsländer ökar lönerna på statliga dekret för att lösa dagens obalanser – men som en kontinuerligt verkande mekanism är det tveksamt. Dels för att det helt skulle underminera Europas lönesättningsmodeller som utgår från att parterna förhandlar löner, dels för att om överskott i utrikeshandeln uppstår som en konsekvens av en för hög euroränta – vilket är en del av förklaringen till de tyska överskotten – så kan effekten bli negativ, då företagen samtidigt kommer att ställas inför, relativt övriga eurozonen höga realräntor och stigande lönekostnader. Keynesplanens förutsättning var med andra ord att varje ekonomisk enhet, varje arbetsmarknad, också förfogade över en egen penning- och finanspolitik. Det förslag som lagts fram om extern stabilitetspakt, syftande till att straffa överskott såväl som underskott i utrikeshandeln på ett symmetriskt sätt och som explicit hänvisar till Keynesplanen, är därför inte en lösning på eurons långsiktiga problem.<sup>13</sup> Visst, detta förslag är inspirerat av Keynes' tankegångar, men saknar de redskap – en penningpolitik på nationell nivå och en finanspolitik som inte bara ligger på nationell nivå utan också kunde användas utan övernationella regleringar – som Keynes förutsatte. Det är Keynes till formen, men inte till innehållet. En sådan pakt skulle, som en konsekvens, straffa länder som inte har de facto kontroll över sin utveckling, eftersom den i hög utsträckning styrs av Europeiska centralbanken. Det är tveksamt hur effektiv en sådan pakt skulle vara och moraliskt skulle det av ovan skäl var en tveksam pakt.

Den dystra slutsatsen är följaktligen, att det inte heller finns någon «Keyneslösning» på valutaunionens långsiktiga problem.

Euron kan således räddas idag, men den räddas till en framtid av fortsatta asymmetriska trender. Inget talar för att dessa olikheter mellan länderna skulle upphöra – i synnerhet inte när eurozonen expanderar. Och då kommer med nödvändighet liknande obalanskriser att uppträda igen, då de länder som

har haft för snabb prisutveckling måste deflatera sig ner till genomsnittet. Temporär massarbetslöshet och därefter en bestående hög arbetslöshet är effekten av en sådan politik.<sup>14</sup>

Detta skapar i sin tur ytterligare en risk. Kostnaderna för att deflatera en ekonomi, och möjligen också bli underställd vad som kan liknas vid utländskt förmyndarskap, kan nämligen antas vara högre än kostnaderna för att driva en permanent åtstramande politik i syfte att skapa överskott i utrikeshandeln. I en valutaregim där den huvudsakliga anpassningskostnaden tas av underskottslandet, finns därför en inneboende mekanism, som tvingar fram ett merkantilistiskt beteende, syftande till att maximera handelsöverskott. Sådana tendenser har vi redan sett i Tyskland. Och nu när insatserna är kända, kan vi förvänta oss mer av detta. Så kan denna valutaintegration som syftade till att öka handel, tillväxt och välbefinnande, istället framkalla motsatta effekter.

Snarare än att fråga oss om vi *kan* rädda euron igenom denna kris, bör vi därför ställa frågan: är euron *värd* att rädda?

## Appendix

Tabell 1. Bruttoskuldssättning som procentandel av BNP

Land	1999	2007	2011	Δ1999– 2007	Δ2007– 2011	Antal över- trädelser*
Österrike	66,8	60,2	72,3	-6,6	12,1	13
Belgien	113,6	84	97,8	-29,6	13,8	13
Finland	45,7	35,2	49,1	-10,5	13,9	0
Frankrike	58,9	64,2	86	5,3	21,8	9
Tyskland	61,3	65,2	80,6	3,9	15,4	12
Grekland	94	107,4	165,3	13,4	57,9	13
Irland	48	24,8	108,2	-23,2	83,4	3
Italien	113	103,1	120,1	-9,9	17	13
Luxembourg	6,4	6,7	18,2	0,3	11,5	0
Nederländerna	61,1	45,3	65,2	-15,8	19,9	4
Portugal	49,4	68,3	107,8	18,9	39,5	8
Spanien	62,4	36,3	69,1	-26,1	32,8	3

\* Antal gånger som Maastrichtavtalets och Tillväxt- och stabilitetspaktens krav om en maximal tillåten bruttoskuldssättning om 60 % under de tretton åren 1999-2011 överträts.

Källa: Eurostat. Nedladdat 12.09.2012.

Tabell 2. Offentligt budgetsaldo som procentandel av BNP, genomsnitt per period.

Land	1999–2007	2008–2011	Antal
			överträdelser*
Österrike	-1,6	-3,0	3
Belgien	-0,3	-3,5	3
Finland	3,9	-0,3	0
Frankrike	-2,6	-5,8	7
Tyskland	-2,2	-2,2	7
Grekland	-5,4	-11,2	12**
Irland	1,6	-16,4	4
Italien	-2,8	-4,2	9
Luxembourg	2,5	0,2	0
Nederländerna	-0,5	-3,7	4
Portugal	-4,1	-7,0	13
Spanien	0,3	-8,4	4

\*Antal gånger som Maastrichtavtalets och Tillväxt- och stabilitetspaktens krav om en maximalt tillåtet underskott om 3 % under de tretton åren 1999-2011 överträts.

\*\* 2000–2011.

Källa: Eurostat. Nedladdat 12.09.2012. Egna beräkningar.

Tabell 3: Tillväxt i BNP och arbetsproduktiviteten, genomsnitt per period

Land	Årlig BNP-tilväxt		Årlig produktivitetstillväxt (BNP/per arbetstimma)	
	1999-2007	2008-2011	1999-2007	2008-2011
	Österrike	2,2%	0,6%	1,8%
Belgien	2,0%	0,7%	1,2%	0,4%
Finland	3,2%	-0,2%	2,5%	0,8%
Frankrike	1,9%	0,2%	1,6%	0,9%
Tyskland	1,2%	0,8%	1,7%	0,3%
Grekland	4,1%	-4,1%	2,9%	-1,1%
Irland	5,1%	-2,0%	2,4%	3,2%
Italien	1,2%	-0,9%	0,3%	0,3%
Luxembourg	4,2%	-0,1%	1,9%	-0,8%
Nederländerna	1,9%	0,1%	1,7%	0,8%
Portugal	1,1%	-0,8%	0,5%	0,7%
Spanien	3,4%	-1,0%	0,6%	1,9%

Källa: The Conference Board Total Economy Database™, January 2012, <http://www.conference-board.org/data/economydatabase/>. Egna beräkningar.

Tabell 4: Konsumentprisindex (1999=100) samt genomsnittlig prisökning per period

Land	2002	2005	2008	2011	1999-2007	2008-2011
Eurozonen (17 länder)	107	114	123	129	2,2%	1,5%
Belgien	107	112	123	131	2,0%	1,9%
Luxembourg	108	119	131	140	2,8%	2,2%
Tyskland	105	110	117	122	1,6%	1,3%
Irland	115	125	136	133	3,3%	-0,8%
Grekland	111	122	136	148	3,3%	3,2%
Spanien	110	121	134	141	3,2%	1,6%
Frankrike	106	113	120	125	2,0%	1,4%
Italien	108	116	125	132	2,4%	1,7%
Nederländerna	112	118	124	130	2,4%	1,4%
Österrike	106	112	120	127	1,8%	1,8%
Portugal	111	120	130	136	3,0%	1,3%
Finland	108	110	118	126	1,4%	2,1%

Källa: Ameco, harmonised consumer price index (All-items) (ZCPIH). Nedladdat 14.09.2012.

Egna beräkningar.

Tabell 5: Konkurrenskraft och bytesbalans

Land	Real effektiv växelkurs (2000=100)*			Bytesbalans (% av BNP)**		
	2003	2008	2011	2003	2008	2010
Österrike	101	101	101	1,7	4,9	3,0
Belgien	108	113	114	3,5	-1,4	1,4
Finland	108	113	115	5,2	2,5	1,9
Frankrike	109	115	115	0,7	-1,8	-1,7
Tyskland	103	95	95	1,9	6,3	5,7
Grekland	110	117	114	-6,6	-14,8	-10,6
Irland	115	148	120	0,1	-5,8	0,5
Italien	113	123	122	-1,3	-2,9	-3,5
Nederländerna	113	114	113	5,5	4,4	6,6
Portugal	109	113	109	-6,5	-12,6	-10,0
Spanien	109	124	113	-3,5	-9,7	-4,6

\* Källa: Ameco. Deflaterat med enhetsarbetskraftskostnaden i den totala ekonomin, relativt 35 industrialiserade länder, dubbla exportvikter. Nedladdat 14.09.2012.

Kommentar: När indexet för ett land stiger innebär detta att arbetskraftskostnaderna har stigit snabbare i detta land än jämförelsegruppen som här är 35 industrialiserade länder, när man också tagit hänsyn till förändringar i nominell växelkurs. I EMU finns dock inga nominella växelkurser, vilket gör att indexen för respektive EMU-land i hög utsträckning speglar den relativa löneutvecklingen i respektive land. Dock ska sägas att det finns andra effekter som påverkar, exempelvis är snabb tillväxt vanligen

förknippad med en snabbare prisökningstakt. Real effektiv växelkurs är därmed ett mått på konkurrenskraft, men inte ett perfekt mått på det samma. Ett stigande index indikerar fallande konkurrenskraft.

\*\* Källa: IMF, *Balance of Payments Statistics*, jan. 2012. Nedladdat 14.09.2012.

Tabell 6: Faktisk nominell euro ränta (Refi) samt «lämplig» ränta i de enskilda länderna, baserat på estimerad ECB-regel\*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Euroarea (faktisk Refi)</b>	<b>2,8</b>	<b>4,3</b>	<b>4,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>
Österrike	3,8	4,8	3,2	2,1	1,0	1,4	2,1	3,5	4,7	5,2
Finland	2,9	4,5	3,2	1,5	0,7	1,0	1,4	2,9	4,2	4,7
Frankrike	3,1	4,4	3,6	2,7	2,3	2,6	2,7	3,2	3,5	3,8
Tyskland	2,3	3,7	3,6	2,1	1,2	1,3	1,3	3,4	4,1	4,7
Irland	5,4	6,9	5,4	5,2	4,6	3,9	4,6	5,8	6,4	3,6
Italien	2,0	3,7	3,8	3,1	2,4	2,5	2,6	3,9	4,0	4,0
Nederländerna	4,8	5,3	5,4	2,7	1,3	1,3	1,7	3,3	4,3	5,1
Belgien**	2,9	4,3	2,8	1,7	1,1	2,0	2,4	2,5	2,7	2,7
Grekland**	1,6	2,1	2,3	2,2	2,9	2,9	2,1	3,5	4,4	4,4
Luxembourg**	3,2	6,3	4,2	3,9	2,5	2,8	4,0	4,9	6,5	5,3
Portugal**	4,6	5,4	5,5	3,8	2,2	2,2	1,6	2,5	3,1	2,8
Spanien**	3,3	4,7	4,4	3,7	3,1	2,9	3,2	3,4	3,5	3,0

\* Beräknad som årsgenomsnitt, utifrån kvartalsuppgifter (Refi) och kvartalsestimeringar (lämpliga ränta).

\*\* Kvartalsdata för BNP-gap finns ej rapporterad. Årlig genomsnitt har används vid estimeringarna.

## NOTER

- 1) Ett tämligen typiskt exempel på den retorik som används mot de krisdrabbade länderna stod Sveriges finansminister Anders Borg för när han avvisade svenskt stöd till EU:s nödlån med orden: «Svenska skattebetalare och andra skattebetalare ska inte behöva betala för att greker väjer att gå i pension vid 40-årsåldern. Det är oacceptabelt». «Borg: Vi ska inte betala för att greker går i pension vid 40» *Dagens Industri* 09.05.2010. Detta är dessutom fel. Den faktiska pensionsåldern i Grekland är i nivå med den tyska. OECD, *Society at a Glance: Social Indicators*, OECD, Paris 2009.
- 2) Cypern uppges emellertid vara på väg att söka stöd.
- 3) En av de bästa översikterna finns i Lars Calmfors, *Sverige och EMU*, Statens offentliga utredningar, 1996:158. Huvudbetänkande, 1996, Stockholm.
- 4) Ett undantag är Paul Krugman, «Lessons of Massachusetts for EMU» i: Francisco S. Torres och Francesco Giavazzi (red), *Adjustment and growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press 1993.

- 5) Paul Krugman, *Anatomy of an Euromess*, blogpost, 2010, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/02/09/anatomy-of-a-euromess/>
- 6) O'Leary, Jim «Some thoughts on macroeconomic Policy in the Euro Zone», working paper, 2004, C. Moon och van A. Poeck, *Does one size fit all? A Taylor-rule based analysis of monetary policy for current and future EMU members*, University of Antwerp, Faculty of Applied Economics in its series Working Papers with number 2005026, 2005. OECD, *Economic Survey: Denmark*, OECD, Paris, 2008. Bill Seyfried, *Monetary policy and the housing bubble: a multinational perspective* (unpublished). <http://www.aabri.com/OC09manuscripts/OC09011.pdf>, 2009.  
 Taylorregeln är den regel för räntesättning som John Taylor visade tämligen väl beskrev amerikanska riksbankens räntesättning 1987–92. Ekvationen är som följer;  $r = p + 0.5y + 0.5(p - p_0) + p_{eq}$ , med  $r$ =nominell styrränta,  $p$ =inflationstakten föregående fyra kvartal,  $y$ =BNP-gap,  $p_0$ = inflationsmål och  $p_{eq}$  är den reala jämviktsräntan. Se John Taylor, «Discretion versus policy rules in practice» *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 1993, s 195-214.
- 7) Räntesättningsregeln har estimerats på grundval av ECB:s inflationsmål och avvikelser i inflationstakten från detta mål samt på grundval av tillväxttakten i ekonomin i förhållande till den långsiktiga tillväxttakten. Det är därför inte ett försök att estimerar taylorräntor, utan snarare ett försök att bedöma hur ECB agerat under olika historiska situationer.  
 Lämplig räntenivå ska inte förväxlas med den nivå av ränta som landet skulle ha haft utanför Eurozonen. Detta är endast en uppskattning av vilken ränta som ECB skulle ha satt för respektive land givet att ECB skulle ha agerat såsom den gjorde för eurozonen och baserat på faktiskt BNP-gap och inflationstakt.
- 8) Reuters, Deflation the only option for Greece: IMF chief, <http://www.reuters.com/article/2010/04/12/us-imf-strauss-kahn-idUSTRE63B1BB20100412>, Reuters 12.04.2012.
- 9) John M. Keynes, *The collected writings of John Maynard Keynes XXV, Activities 1940-44, Shaping the post-war world, the clearing union*, Cambridge: Cambridge University Press, 1980.
- 10) «Karakteristiskt för alla internationella monetära system som baseras på fri konvertibilitet, är att den huvudsakliga anpassningsbördan lags på det landet som har underskott i bytesbalansen – det vill säga på det land som (i detta sammanhang) är den svagare och framförallt mindre parten i jämförelse med motparten, vilken (i detta fall) är resten av världen». Ibid., s. 27.
- 11) Pail Davidson, *The Keynesian Solution – the path to global economic prosperity*, Palgrave MacMillan, NY, 2009.
- 12) «När dessa förslag lags fram, bör den brittiske representanten göra tydligt, att de åtgärder /.../ som den Övervakande styrelsen [Government Board] kan begära av ett land i syfte att detta land ska 'förbättra sin position', om det har ett betydande underskott i utrikeshandeln, inte inkluderar deflationspolitik, framtvingad genom höga räntor [dear money] eller liknande åtgärder, vilkas effekt är ökad arbetslöshet; ty detta skulle, i avsaknad av tillräckliga skyddsåtgärder, återskapa den gamla automatiska guldstandardens nackdelar.» Keynes, *Collected Writings*, op.cit., s. 143.
- 13) Sebastian Dullien och Daniela Schwartzter, «The Euro Zone needs an External stability pact», *SWP Comments* 9 July, 2009.

- 14) Lawrence Ball, Gregory Mankiw och William D. Nordhaus, «Aggregate Demand and Long-Run Unemployment», *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. No. 2. 1999, s. 189-251 för en analys av riskerna att tillfälliga ökningar i arbetslösheten ger upphov till permanent högre arbetslöshet.