

## Rädda euron – krävs en djupare integration?

### Mårten Palme

Vi önskar er alla mycket välkomna till detta möte med Nationalekonomiska Föreningen. I dag kommer vi att få höra om euron och krisen. Professor André Sapir från Free University of Brussels kommer att presentera ämnet och tala i ca 40 minuter. Sedan kommer Lars Calmfors och Mats Persson att ge kommentarer på detta. Ordet är ditt, André!

### André Sapir

Tack så mycket! Jag tackar Föreningen för inbjudan. Det är en glädje att vara här och jag ser fram emot diskussionen.

Det är ganska modigt av mig att komma till Stockholm för att diskutera euron nu när krisen har pågått i fem år. Jag kommer att tala i ca 40 minuter, men detta är självklart något som vi skulle kunna tala om en hel dag. Det är en så komplicerad fråga att jag kommer att vara tvungen att utelämnas många saker. Därför tycker jag att det är bra att ha en diskussion med publiken för att få med andra aspekter.

Jag kommer att dela upp min presentation i två delar, även om den första delen blir större än den andra. Jag börjar med att tala om krisens natur och det grundläggande skälet till denna. Jag kommer att tydligt hävda att systemet är funktionsodugligt. Det råder inga tvivel om detta. Vissa människor, som jag, har arbetat med detta i flera år och jag säger ofta: jag är villig att ta på mig min del av skulden för vissa av de saker som vi inte förstod på förhand. Jag kommer att gå in på varför så är fallet och varför vi var blinda när det gäller vissa grundläggande

faktorer som man ser bättre nu. Men bättre sent än aldrig när det gäller att förstå var systemet bröt samman!

Faktum är att systemet bröt samman och vi hamnade i stora svårigheter. Jag vet inte exakt var vi står i dag. Det ska vi tänka på i diskussionen. Det jag kan säga är att för några månader sedan hamnade vi helt klart i stora svårigheter. I ett skede framstod eurons framtid verkligen som osäker. Jag tror att vi hamnade i något slags dålig jämvikt. Vissa länder kommer kanske att lämna euron eller så kanske euron är helt och hållet dåligt? Det skapade uppenbarligen stora svårigheter, både politiskt och ekonomiskt. Det förelåg inte längre någon säkerhet om euron som problemfri. Huruvida detta ligger helt och håller bakom oss kommer vi, återigen, att återkomma till i diskussionen.

Jag kommer att försöka tala om detta i den andra delen. Med utgångspunkt från var vi står nu – hur hanterar vi situationen? Men vi behöver även en mer långsiktig vision. Detta handlar både om att åtgärda problemen och att rekonstruera systemet nu när vi lärt oss läxan. Det är uppenbarligen på sätt och vis svårare att göra detta från den punkt där vi befinner oss nu. Det är inte direkt den bästa punkten för att kunna rekonstruera. Samtidigt skulle kanske några av de problem vi har i dag ha kunnat undvikas om vissa saker hade gjorts tidigare som inte kunde göras förrän krisen uppstod. Det är vad vi kommer att diskutera.

När det gäller krisens natur anser jag att på en nivå är krisen inte olik finanskrisen i USA eller finanskrisen i Japan. Det är en skuldskris och det är en kris till följd av för stor skuldsättning, oavsett om den är privat eller offentlig. Vad jag anser har varit kännetecknet för Europa är *svårigheten att lösa krisen*. Den grundläggande orsaken till krisen är att det är en kris skapad av för stor skuldsättning och en bankkris. Det är något

## NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

2012-10-23

Sammanfattade av  
Birgitta Filppa, Karin  
Sirén och Elisabeth  
Gustafsson  
Översättning av  
Christina Lönnblad

### Ordförande:

Mårten Palme  
*Inledare:* Professor  
André Sapir, Free  
University of Brussels  
*Kommentatorer:*  
Professor Lars Calmfors och professor  
Mats Persson, båda  
vid Institutet för  
internationell ekonomi,  
Stockholms  
universitet

### Övriga deltagare:

Hans Ekelund, Nils  
Lundgren, Lars Nabseth,  
Hubert Roslund  
och Mikael Zervos

som vi känner väl till, inte enbart från USA och Japan utan även från historien. På ett sätt kan vi inte sätta stämpeln ”eurokris” på detta. Det jag anser vara kännetecknet för Europa och euroområdet har varit frånvaron av en förståelse för en del av själva euroområdets natur och frånvaron av grundläggande regler för företagen och en politik som kan svara upp mot krisen.

I Europa finns också en speciell dimension i jämförelse med USA – bankernas roll och det slags underkapitaliserade banker som vi hade i Europa redan före krisen.

Jag anser att det är ett problem som inte enbart rör *offentlig* skuldsättning, som ska särskiljas från *privat* skuldsättning. Den offentliga skuldkrisen började med Grekland. Jag tror att det var en slump att den började med Grekland. Den kunde ha börjat med Irland, men den började med Grekland där den offentliga skuldens natur verkligen är mycket viktig, vilket – emellertid – inte ursprungligen var fallet med Irland. På grund av detta har många människor tenderat att – speciellt i Tyskland – betrakta krisen i euroområdet som ett fall av offentlig skuldsättning. Jag anser att detta är fel. Jag säger inte att offentlig skuldsättning inte är ett problem i vissa fall. Grekland är ett av dessa fall och det finns andra fall där alltför hög offentlig skuldsättning har utgjort den centrala beståndsdelen i skuldsättningsproblemet. Men i andra länder, exempelvis Irland och Spanien, vet vi att offentlig skuldsättning inte utgjorde den huvudsakliga orsaken till krisen. Det var snarare raka motsatsen: Privat skuldsättning blev offentlig skuldsättning när den privata skuldsättningen gick snett.

En annan viktig faktor, som jag lägger stor vikt vid i min presentation och som jag tycker har fått alldeles för lite erkännande är euroområdets karaktär: det består av centrum och periferi.

Vi är alla ekonomer och vi minns alla dessa studier före sjösättningen av euron – litteraturen om det optimala valutaområdet. Det fanns emellertid människor i Europa som faktiskt för länge sedan identifierade att det fanns ett centrum och en periferi. Vi visste att euroområdet inte var ett optimalt valutaområde. Vi visste allt detta. Vi är ekonomer och vi kan räkna upp ett dussin artiklar som visade detta och som studerar de asymmetriska störningarnas natur och alla dessa faktorer. Men medan detta är sant – när vi väl hade börjat använda euron glömdes överraskande nog denna uppfattning att det finns två slags länder inom euron delvis bort. Jag anser att det är en del av problemet.

Låt mig påminna er om kvoten mellan statsskuld och BNP från 1999, dvs från eurons införande, fram till 2011 för alla GIIPS-länder – Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien – samt Tyskland.

Det finns två länder, Italien och Grekland, som redan före krisen hade en stabil hög offentlig skuldsättningsnivå. Det fanns länder som Irland där den offentliga skuldsättningsnivån var ganska liten. I ett land som Spanien var den offentliga skuldsättningen relativt låg och fallande och den offentliga skuldsättningen i ett land som Portugal skiljde sig inte avsevärt från Tysklands från början.

När man ser på skuldsituationen är det lite svårt att förstå, när man befinner sig i år 2007, varför det skulle uppstå en kris i euroområdet. Man kan se att det finns ett problem med Italien eftersom Italien kom in i euron med en hög skuldsättningsnivå. På sätt och vis var det på grund av Italien som en stabilitets- och tillväxtpakt (STP) skapades. Det fanns en ständigt närvarande oro för den italienska skulden. Det är uppenbart att den italienska skulden inte föll under denna period. Den låg kvar på en hög ni-

vå. Grekland var uppenbarligen en fråga för sig. Men andra länder, främst Irland och Spanien, brukade vara duktiga elever på kursen om offentlig skuldsättning, om STP, och allt sådant. De verkade inte vara de främsta kandidaterna för svårigheter.

Om man emellertid beaktar den totala skuldsättningsnivån, såväl privata som offentliga skulder, finner man ganska intressanta siffror. Det finns ett land som direkt utgör ett problem och det är Irland. Bland de övriga länderna skiljer sig den totala skuldsättningsnivån i Grekland och Tyskland inte särskilt mycket 2010. Italien ligger inte mycket högre, Portugal och Spanien ligger lite högre, men det är hos Irland som den verkliga skillnaden finns. Om man tror att privat skuldsättning kan förvandlas till offentlig skuldsättning så utgjorde Irland ett verkligt problem. Det var emellertid svårt att se att alla dessa fem länder skulle komma att få stora svårigheter. Irland var verkligen den främsta kandidaten för problem; när det gäller de andra länderna så såg man inget speciellt.

Om jag lägger till information om utlandsskuldssituationen blir saker och ting emellertid mer intressanta. Det som är uppenbart är att samtliga följande länder befann sig i kris – Irland, Spanien, Portugal, Italien och Grekland – i jämförelse med Tyskland. Men det skulle också vara sant om jag tittade på några andra euroländer med utländska tillgångar och skulder, exempelvis Belgien och Nederländerna (Italien var i en annorlunda situation än de andra med en hög skuld, men den var inhemsk. Italiens nettoposition vad gäller internationella investeringar var mycket bättre).

Det är sålunda uppenbart vad som hände de länder som är i kris jämfört med de länder som inte gick in i en kris. De förra länderna hade en hög nivå på utlandsskulden och *mycket* höga nivåer,

internationellt och historiskt sett. Dessa höga nivåer på utlandsskulden är helt enkelt en ackumulering av obalanserna i bytesbalansen.

Låt oss fundera lite mer över detta: Beakta länderna i euroområdet och dela in dem i två grupper. Den ena består av de fem GIIPS-länderna – Grekland, Italien, Irland, Portugal och Spanien. Dessa är för närvarande krisländer. De övriga är länderna i det gamla D-marksområdet, Tyskland, Frankrike, Beneluxländerna och Österrike. Vad jag har funnit är att i de perifera länderna sker en rörelse i bytesbalansen över tid (som andel av BNP) vilken ligger mer eller mindre stabil runt eller aningen under noll. I de södra länderna ser man att de någon enstaka gång hamnade i en allvarlig kris. Landet i fråga brukade då lida av en bytesbalanskris, sedan en växelkurskris och krisen åtgärdades normalt med en devalvering. Den intressanta aspekten är att före euron, när du tittar på korrelationen mellan bytesbalanserna (som andel av BNI) mellan gruppen av kärnländer och gruppen av perifera länder, så får man ett svagt samband mellan dessa två: 0,28. Men sedan tiden för eurons lansering 1999 så ser man ett slags spegelbild – ett helt annat beteende. Det finns ett starkt negativt samband mellan de två.

Det finns i själva verket två perioder här. Man kan inte låta bli att tänka att det finns någonting som berör hela systemet här; införande av euron har en mycket stor del i detta. Detta gäller för den grupp av länder som har bytesbalansunderskott och ingen korrigerande mekanism som devalvering tillhands. Om man vill titta på de två extrema länderna i var och en av dessa grupper – så finns Tyskland och Grekland. Tyskland har det största bytesbalansöverskottet i Europa och Grekland har den allra mest negativa bytesbalansen.

Tänk nu på situationen före införande av euron. I motsats till vad man skulle

tro så var inte Grekland ett land med en tradition av bytesbalansunderskott – inte alls. Greklands genomsnitt för perioden 1960–98 är ett bytesbalansunderskott på 0,9 procent. Det når inte ens 5 procent av BNP. Tyskland hade ett bytesbalansöverskott, men inte ett särskilt stort sådant. Återigen blir skillnaden mycket skarp fr o m europereodens början och de två perioderna är helt olika. Man kan inte bara säga att detta är Tysklands beteende och detta är Greklands beteende. Man måste dra slutsatsen att det finns ett inslag av dåligt fungerande system i euroområdet och ingen korrigerande mekanism som slår till förrän man verkligen befinner sig i Greklands situation, när länder uppnår ett bytesbalansunderskott på nästan 19 procent av BNP 2007, precis före krisen.

Jag tror att en del av skälet till detta faktiskt är konstruktionen med centrum och periferi: det faktum att vi har två olika grupper av länder. Det är två grupper av länder som före euron bedriver väldigt olika politik. Man kan titta på vilken indikator som helst. De uppvisar mycket olika beteenden på såväl mikro- som på makrosidan. Det fanns visserligen en konvergens, men det var en *nominell* konvergens och en nominell konvergens som enbart var *tillfällig*. Det fanns ingen *verklig fortlöpande* konvergens. De södra perifera länderna hade inte bara en helt annan struktur i sin ekonomi jämfört med länderna i centrum, de var även länder där marknadsflexibiliteten var ganska dyster.

Vidare fanns svårigheten med att bedriva en *”one-size-fits-none monetary policy”* – när den rätta penningpolitiken varken passar den ena eller den andra gruppen eftersom de är olika och inte använder någon finanspolitisk stabiliseringsmekanism. Dessa ländergrupper är väldigt olika (när det gäller marknadsflexibilitet och en återkommande vana att devalvera) och det finns inte någon

eurområdesmekanism för att hantera detta. En gemensam penningpolitik tror jag har skapat en hel del svårigheter.

Denna orsak kan tydligast identifieras hos Portugal. Föreställ er en kurva som visar länder som lämpligen skulle bilda en valutaunion på grund av liknande grad av marknadsflexibilitet, dvs ett mått på marknadernas förmåga i ett land att kompensera för förlusten av växelkursinstrumentet. Vad vi skulle se är helt enkelt symmetri med Tyskland. I valutaunionen så skulle man vilja vara Tyskland. Antingen har man en hel del symmetri med Tyskland, eller så har man mindre symmetri och då måste man vara extremt flexibel. Jag tror att det stämmer att länderna i periferin befinner sig i en annan ände av skalan. De skiljer sig helt från Tyskland och har liten flexibilitet. På sätt och vis kan man säga att vi visste från början att vi hade dessa två grupper av länder. Det var inte den ideala valutaunionen, så man var tvungen att se upp med vad som skulle vara kontrapunkten. Jag tror att man var tillfreds med detta. Eftersom de södra länderna hade högkonjunktur under en tid såg det ut som om det fanns konvergens, men det var en *nominell* konvergens som slutade i ett *reellt* problem. Det var en högkonjunktur som följdes av en krasch – det var en konvergens baserad på utlandsskulder och deras inflöde av kapital.

När jag ser tillbaka tror jag att detta kan ha varit det största misstaget vid skapandet av euron. *Begreppen finansiell integration och framför allt finanskris syns verkligen ingenstans*. Saken är den att när Maastrichtfördraget undertecknades så tänkte makthavarna och ekonomerna absolut på stabilitet – men stabilitet sågs alltid som en fråga om prisstabilitet. Jag anser att prisstabilitet är väldigt viktigt, men det finns någonting som helt utelämnades i Maastrichtfördraget och det var finansiell stabilitet. I utformningen

av fördraget så finns det inget verktyg för att hantera finanskriser, i form av övervakning för att förhindra finanskriser. Vi vet att finanskriser inte alltid kan förhindras; och risken för en finanskris kommer alltid att finnas. Man skulle inte enbart ha velat ha mekanismer för att övervaka möjligheten till en finanskris, man skulle även ha velat ha mekanismer för att hantera en finanskris om, och när, den inträffade. Men denna insikt fanns inte.

Många av er kommer säkert ihåg den mycket intressanta artikeln av Blanchard och Giavazzi från 2002, precis när euron hade införts. De observerade fallen Portugal och Grekland. De sa: Detta är vad teorin säger oss. Man har centrum och periferi. Man har länder där räntorna är väldigt höga. Nu öser euron kapital från centrum till periferin. Den potentialen är en av de stora fördelarna med euron. Den används som en avgörande faktor. Den skulle hjälpa de sydliga länderna som var så angelägna om att gå med i eurosamarbetet. Den skulle hjälpa dem att konvergera.

Den fråga som Blanchard och Giavazzi ställde i artikeln – med fokus på Portugal och Grekland – gällde hanteringen av detta inflöde av kapital och bytesbalansunderskottet. Borde vi i Europa ha ett synsätt som välvilligt nonchalerar dessa bytesbalansunderskott? Jag ska läsa för er vad de sa: Så här långt – och vi talar om år 2002 – har såväl Europeiska kommissionens som Europeiska centralbankens förhållningssätt gentemot de portugisiska och grekiska bytesbalansunderskotten bestått av förnekelse och försummelse. Detta förhållningssätt är detsamma som det som råder i USA gentemot delstatliga underskott. Bytesbalansunderskott för enskilda delstater registreras inte ens, än mindre bekymrar man sig om dessa. Är samma förhållningssätt motiverat för euroområdet? Och svaret de ger är: Nej, det är

inte motiverat då det finns ett antal olika särdrag inom euroområdet och man ska vara bekymrad, speciellt när det gäller frågan om icke-flexibla marknader.

Icke desto mindre är faktum det att i Europa fanns det en okunnighet vad gällde övervakningen av bytesbalansunderskotten. Bytesbalansunderskotten fanns där för beskådande, men de betraktades på ett välvilligt sätt och de ansågs bidra till vad man förväntade sig att euron skulle göra och de skulle leda till verklig konvergens. Men så var inte fallet.

Det finns en annan intressant artikel skriven 2006 av Fagan och Gaspar. Gaspar är nu finansminister i Portugal och var då generaldirektör för forskningen vid ECB. Det är en artikel som verkligen sätter fingret direkt på problemet. De medger att det finns ett centrum och en periferi och med finansiell integration och räntekonvergens så kommer det att uppstå problem. Jag läser vad de finner: Räntekonvergens mellan centrum och periferi – och observera att detta skrevs 2006, långt före krisen – har förknippats med högkonjunkturen i hushållsutgifter tillsammans med en avsevärd uppbyggnad av (privat) hushållsskuld. Dessa högre utgifter verkar inte påverka eller förbättra marknadernas funktionssätt, produktionen, utan verkar i stället helt enkelt ha speglats i en försämring av bytesbalansen och nettoställningen på utländska tillgångar, åtföljd av en betydande realappreciering av ländernas faktiska valutakurser inom euroområdet.

Hela historien finns där, stora kapitalinflöden, förlorad konkurrenskraft och ingen mekanism för att återjustera de reella valutakurserna.

Det var förbryllande vid den tidpunkten. År 2008 började jag vid tidpunkten för Lehman Brothers och i god tid före den grekiska finanskrisens början att fundera på förhållandet mellan bytesba-

lansunderskotten och avkastningen på offentliga skulder. Man skulle kunna tro att med allt detta kapitalinflöde och all denna utlandsskuld som byggts upp, så skulle de privata skulderna riskera att bli offentliga skulder i något skede. Man skulle tro att marknaderna skulle notera denna risk och börja differentiera mellan länderna.

Betrakta bytesbalansen som en andel av BNP i olika europeiska länder och spridningen i femåriga försäkringar mot att skulder inte återbetalas (sk *Credit Default Swaps* – CDS) för olika europeiska länder. I december 2006, året före krisen, och i december 2007 när krisen hade inletts efter likviditetsproblemen, är problemen uppenbara i USA. Om man ser på förhållandet mellan CDS-priser-na i euroländerna och deras bytesbalansunderskott, kan man se att marknaderna inte gör någon skillnad i termer av CDS-priser för den offentliga skuldsättningen vad gäller de olika bytesbalansnivåerna. Oavsett bytesbalansen, Sverige med ett stort bytesbalansöverskott och Grekland i andra änden, är i båda fallen CDS-priser-na nästan desamma. I december 2007 börjar en viss risk registreras och spridningen börjar öka något.

Vad händer direkt efter Lehman Brothers? I oktober 2008, fortfarande ett år före början på den grekiska krisen, och före början på den statsskuldskris som verkligen uppstod 2010, kan vi se att marknaderna börjar beakta att länder med stora bytesbalansunderskott, stora utlandsskulder, anses vara mer riskabla i termer av deras offentliga skuldsättning. Grekland, Portugal och Spanien, Irland och Italien – samtliga i periferin – är redan där. Jag minns att jag gjorde en presentation av denna fråga på Europeiska centralbanken tidigt i november 2009, på en konferens om ”Tio år inom euroområdet” och ingen ägnade detta någon större uppmärksamhet. De frågade mig: Varför tittar du på bytesbalansunder-

skottet? Vad är relevant med det? Där hade vi redan början på krisen. Stats-skuldskrisen låg precis där. Marknaderna ändrade helt uppfattning när krisen inleddes men denna differentiering mellan marknaderna hade inte gjorts så sent som några få månader innan.

Med andra ord skulle jag säga att systemet misslyckades och att övervakningen före krisen var otillräcklig; både av offentliga aktörer och av marknaderna. Man förstod inte riskernas natur. Tanken att det kunde uppstå en betalningsbalanskris inom euroområdet förkastades helt.

Vi bör inte ha en välvillig inställning till betalningsbalansunderskott inom euroområdet. Vi borde vara oroad, men det var inte uppfattningen vid den tidpunkten.

I Europa visste man att problemet med betalningsbalansen kan uppstå. Romfördraget från 1957 innehåller möjligheter till hjälp med betalningsbalansen ifall några EU-länder skulle hamna i en betalningsbalanskris. Länderna i euroområdet förlorade denna möjlighet i Maastrichtfördraget. Maastrichtfördraget ändrade den paragrafen helt enkelt genom att från alla länder i euroområdet ta bort denna möjlighet för betalningsbalansen. Tanken att en betalningsbalanskris skulle kunna inträffa och att vi behövde en möjlighet att hantera detta förekom inte alls.

Övervakning: Övervakning fanns, men den var mest av finanspolitisk karaktär. Men vi känner alla till bristerna med Stabilitets- och tillväxtpakten. Jag anser att den främsta bristen rör fokuseringen på underskott snarare än skulder. Det fanns inte någon seriös finansiell övervakning. Det fanns ingen bankunion, ingen mekanism för att lösa bankproblem. Och det fanns inga justeringsmekanismer. När något land väl hade förlorat sin konkurrenskraft och hade svårigheter att återfå sin konkurrens-

kraft eftersom marknaderna inte var flexibla – speciellt i de sydliga länderna – och hade förlorat konkurrenskraft i takt med inflödet av kapital, så fick detta land en verklig utmaning för växelkursen. Till följd av detta så fortsatte bara divergensen i konkurrenskraften.

Jag sa i början av min presentation att för några månader sedan var vi riktigt nära stora svårigheter. Jag anser att den stora svårigheten bestod av sambandet mellan bank- och statsfinansiell kris, denna negativa återkoppling mellan banker och svaga stater. När jag ser tillbaka anser jag att ett av de största misstagen vi gjorde inom euroområdet skedde 2008, när vi inte lyckades städa upp i bankerna i den meningen att bankernas ägare tvingades bära kostnaderna och förlusterna i stället för att överföra förlusterna till staterna och deras skattebetalare.

Ja, vi hade det svenska exemplet och jag tror att det var stor tur för Sverige att ni hade en kris för ca 20 år sedan. Ni var förberedda för en bankkris och – förresten – hade goda tider och en bra makroekonomisk miljö. Jag anser att Sverige utgör modellen för hur man ska hantera bankkriser, men det var också en period när de makroekonomiska villkoren för återhämtning var mycket enklare.

Saken är den att när euroområdet drabbades av krisen så tror jag att mycket hade glömts bort även om jag, tillsammans med ett antal andra ekonomer, påminde ordföranden för Kommissionen om det svenska exemplet och vad som borde göras. Men det var ingenting som någon ville höra någonting om vid den tiden. Man ville inte höra det, delvis därför att man inte hade mekanismerna för att agera. Det var lätt att säga hur man skulle hantera bankkrisen, men man hade inte verktygen för att göra det. Bankkrisen fick inte mycket uppmärksamhet 2008 och 2009 och sedan övergick den i en statsskuldskris.

Ett av de stora problem som vi har i Europa, speciellt i de södra länderna, är en väldigt stor partiskhet för hemlandet, där bankerna innehar en stor del av statsskulden i de egna länderna. Så när ledarna i de sydeuropeiska länderna blev finansiellt mycket svaga, blev bankerna utsatta och ledarna blev extremt utsatta för svagheter i deras banker. Man hamnade i en ond cirkel och denna onda cirkel är vad vi har levt med sedan 2010 och genom 2012.

Låt oss jämföra euroområdet med USA. Det finns ett samband mellan bankers och stater CDS. Det finns ett mycket starkt samband mellan CDS för bankerna i separata länder och för krisländerna som stater. För USA finner vi inte alls detta. I USA är sambandet mycket svagare och nära noll (○). Detta är återigen ett kännetecken för euroområdet. Det hemska är att detta är ett kännetecken för de södra länderna med en svag inhemsk ekonomisk situation. Deras banker är belamrade med de skulder som utställts av deras nationella ledare. Detta reser återigen frågan om övervakning av bankväsendet och andra faktorer i en bankunion.

Hur var situationen denna sommar, före ECB:s (Mario Draghis) intervention genom köp av statspapper (s k *Outright Monetary Transactions, OMT*) i september 2012? Beakta CDS för banker, vilket är ett mått på risken för banker. Med Lehman Brothers konkurs så hamnade de amerikanska bankerna i stora svårigheter. De uppmätta riskerna för bankerna blev extremt höga. November 2011 var en period då många människor bekymrade sig över euroområdets möjligheter att fortsätta utan några policyåtgärder för att bemöta krisen. ECB gjorde flera ingripanden. Sedan började problemen igen, följt av nya ingripanden, och i somras kom ECB:s OMT-beslut. På sätt och vis accepterade då ECB att spela *lender of last resort* för euroländernas ledare

med obegränsade ingripanden, ännu inte genomförda, men obegränsade.

Många svårigheter finns kvar inom euroområdet. Saker och ting har delvis lugnat ner sig genom stora interventioner från ECB. De problem som kvarstår är tvillingproblemen förlust av konkurrenskraft och hög utlandsskuld.

Om man betraktar de södra länderna för tio år sedan, innan de gick med i euroområdet, så hade de redan problem med konkurrenskraften. De hade strukturella problem och de hade ett antal svårigheter. Det sorgliga är att snarare än att utgöra lösningen på deras problem och hjälpa dessa länder att reformera, så fungerade euron, så som den implementerades, på motsatt sätt. Den blev en sköld som tillät dessa länder att bygga upp externa skulder och fortsätta med inhemska ekonomiska modeller som var bristfälliga och föråldrade.

Situationen nu är att de har två problem, problemet med konkurrenskraften och problemet med utlandsskulden. Detta är vad IMF och eurorådets stödprogram försöker lösa och det kommer att ta tid. Men jag tror inte att det är möjligt att enbart be om en fullständig reformering av de skuldsatta länderna. Ett av de sorgliga kännetecknen för euroområdet för närvarande är att vi har en uppdelning mellan gäldenärsländer och de fordringsägande länderna, där de fordringsägande länderna är Tyskland, Nederländerna, Finland, Belgien och några andra länder (Sverige, även om landet ligger utanför euroområdet). Splittringen mellan de två grupperna av länder, där det går relativt bra för centrum och där periferin lider en hel del, är uppenbarligen inte en möjlig jämvikt.

Jag tror att frågan kommer att vara: Vad kan de fordringsägande länderna göra när det gäller att sänka skuldbördan för länderna i periferin? Kan de göra något utöver de existerande stödprogrammen? Programmen hjälper up-

penbarligen en del. Finns det något man kan göra när det gäller konkurrenkskraftsituationen?

Jag skulle vilja säga någonting bortom de nuvarande svårigheterna. Man behöver även återuppbygga eurosyste- met. Jag tror att man måste inse att euron innehåller en oförenlig trio av (1) viktiga ekonomiska skillnader bland euroländerna mellan centrum och periferin, (2) en allt djupare finansiell integration mellan EU-länderna och (3) avsaknaden av gemensam finanspolitik och bankpolitik och institutioner inkluderande såväl euroområdet som andra EU-länder (förutom Storbritannien enligt eget önskemål).

För mig verkar det som att systemet behöver förbättras på två fronter. Man behöver arbeta på att minska de ekonomiska skillnaderna. Jag talar inte om harmonisering, så anklaga mig inte för att vilja ha harmonisering. Jag talar om politiska reformer, på såväl nationell nivå som EU-nivå, som skulle hjälpa dessa länder att komma fram, snarare än vad vi har haft under den senaste tio åren, skillnader. Jag anser att det är ofattbart att ha euroområdet med en gemensam ekonomisk politik och på samma gång dessa skillnader. Man behöver minska de verkliga skillnaderna, ekonomiska, politiska och sociala skillnader, på några centrala områden. Jag tror också att på vissa områden så behöver man en gemensam politik och gemensamma institutioner. Det är tanken med en finanspolitisk union och bankunion som jag kommer att avsluta med.

Tanken är att det inte är mer Europa som ska vara målsättningen, det är bara en slogan. Jag tror inte att det hjälper särskilt mycket, utan vad som behövs är ett *bättre* Europa. Man måste se var problemen har funnits, vilka orsakerna har varit och var de avgörande faktorerna finns. Problemen behöver korrigeras. I vissa fall kan ett bättre Europa innebära

mer Europa, men mer Europa är inte målsättningen. Målsättningen ska vara ett bättre Europa. Om ett bättre Europa behöver mer Europa, exempelvis en bankunion, må så vara.

Finanspolitisk union och bankunion: Kanske ska jag bara lämna detta ämne till diskussionen. Jag tror emellertid att vi behöver finna en balans på den finanspolitiska sidan; vi behöver verkligen hitta en ordentlig balans mellan ansvar och bättre finanspolitiska regler och någon form av system med kollektiv försäkring och kollektiv solidaritet. Vi har redan Europeiska stabilitetsmekanismen (ESM), men huruvida det även behövs någon form av euroobligationer och några inslag av gemensam stabilisering är en fråga som är värd att utforska.

På den finanspolitiska fronten borde principen vara: *så mycket som krävs och så lite som möjligt*. Detta är inte någon slags konstruktion av en superstat. Under eurokrisen har euroområdet fått de faktorer som det behöver för att kunna fungera smidigare. Jag anser att en europeisk skuldmyndighet som kunde utfärda villkorade euroobligationer skulle vara lämplig. Detta skulle naturligtvis innebära en balans mellan suveränitet och solvens. Jag tror att en bra slogan här skulle vara: *Suveräniteten tar slut när solvensen tar slut*. När länderna förlorar sin solvens bör de även förlora sin suveränitet. Att tänka så skulle hjälpa en hel del.

Bankunionen: Som jag sa tidigare, om vi hade haft en bankunion år 2008 så tror jag att vi hade undvikit en hel del av problemen. Vi skulle ha undvikit den onda cirkeln mellan länderna och bankerna. Vi skulle förhoppningsvis ha städad upp i bankerna. Syftet med en bankunion är inte bara förebyggande utan också att ha ett förfarande för att ta hand om banker som hamnat på obestånd (en s k bankakut). Detta är det viktigaste inslaget. Vi städade inte upp bankerna 2008. Vi kunde inte göra det då och vi

har fortfarande stora svårigheter och ni känner till den utdragna historien om Spanien.

Intellektuellt sett är det relativt enkelt att utforma ett bra system för framtiden. Än en gång: man behöver hantera såväl nutid som framtid och framtiden är något vi skapar tillsammans. Vi kan inte lösa de rådande problemen utan att ha en vision av framtiden och vi kan inte ha en vision av framtiden om vi inte kan lösa de problem vi har nu. Dessa två är sammanflätade.

Jag avslutar med tre frågor som jag anser vara komplicerade och som jag lämnar till diskussion.

Den första frågan är: Givet de existerande ekonomiska, sociala och politiska skillnaderna mellan länderna i euroområdet, är de verkligen kompatibla med en finanspolitisk union och en bankunion? Här, återigen, talar jag inte om mer Europa utan om ett bättre Europa, där man begränsar suveräniteten, men med länder som är väldigt olika. Kan vi skapa en trovärdig finanspolitisk union och en trovärdig bankunion och av vilket slag ska de i så fall vara?

Givet att det finns en stor mångfald – jag tror inte att man kan bortse från denna mångfald – så kommer mångfalden att finnas där under lång tid och även om vi efterfrågar konvergens, så kommer det att ta tid.

Den andra frågan är: Finns det tillräckliga politiska utfästelser i euroområdet, inte enbart vad gäller framtida utformning, utan även för hur man ska hantera det nuvarande problemet? Hur ska man dela bördan av tidigare skuldackumulering och hur ska man korrigera problemet med konkurrenskraft? Med andra ord, man kan inte enbart tala om framtiden om man inte kan lösa de problem som finns här, nu, på bordet, dvs den kombinerade svårigheten med skuld- och konkurrenskraftsrisk riskerar att omvandlas till en

ännu större svårighet och, för de södra länderna, ett nedärvt problem. Jag tror inte att det finns någon framtid om man inte har detta tvillingproblem i tankarna och båda behöver hanteras.

Jag anser att detta främst är ett politiskt problem och för att lösa detta politiska problem anser jag att vi måste vänta in utfallet av det tyska valet hösten 2013, så det ligger ganska långt fram i tiden.

Den sista frågan och denna eftersom jag är i Stockholm: Är en ombyggnad av eurosystemet, inklusive en bankunion och vissa inslag av en finanspolitisk union, förenlig med att vissa EU-länder permanent står utanför euroområdet? Frågan är uppenbar vad gäller Storbritannien, där detta är en stor fråga. Om euroområdet lyckas återuppbygga sitt system – och detta är ett system som på vissa specifika områden innebär mycket större likriktning mellan euroländerna – så kommer vi i större utsträckning än i dag att ha ett Europa som rör sig med två hastigheter, länderna i euroområdet samt de länder som inte är med i euroområdet. För de länder som förbundit sig att gå med i euroområdet vid någon tidpunkt tror jag att detta är ett övergångsproblem. För övriga, ingen kommentar.

#### Lars Calmfors

Låt mig börja med att tacka Föreningen för att jag fått möjlighet att ge kommentarer. Jag är också tacksam för att jag är den första kommentatorn eftersom Mats Persson och jag kanske kommer att säga ungefär samma saker. André Sapir har givit en mycket bra översikt över varför problemen har uppstått. Det finns inget behov av att upprepa den. Jag håller med om det mesta som sagts. Jag skulle eventuellt lägga lite mer vikt vid bristen på finanspolitisk disciplin i alla euroländer, även i Tyskland, före krisen men det är bara en nyansskillnad.

Jag ska fokusera på huvudfrågan som är temat för detta seminarium: Behövs mer integration för att rädda euron? Det fanns två sätt som man kunde ha hanterat eurokrisen på från början. Det ena hade varit att hålla fast vid den så kallade *no-bail-out clause* i fördraget som förbjuder både EU:s medlemsstater och institutioner att ta över betalningsansvaret för enskilda staters skulder. Detta skulle förstås ha varit mycket problematiskt. Följden hade blivit betalningsinställelser i flera euroländer, stora kapitalförluster för långivare och därmed allvarliga konsekvenser för den reala ekonomin på kort sikt. Det skulle ha varit nödvändigt att hantera en sådan situation genom åtgärder för att garantera att banksystemet fungerar. Men enligt min åsikt skulle detta ha varit det bästa sättet att garantera eurons överlevnad på lång sikt.

Vi vet alla vad som hände. Man gav sig i stället in i stora räddningsprogram. Det senaste tillskottet är ECB:s program för köp av statspapper (*Outright Monetary Transactions*, alltså fritt översatt "rent monetära transaktioner") som öppnar för obegränsade köp av statspapper med upp till tre års löptid. Det är naturligtvis inte fråga om "rent monetära transaktioner". Det är i stället "rent finanspolitiska transaktioner". Det är så de borde benämnas.

Problemet är att dessa räddningsprogram skapar så kallad *moral hazard* som försvagar drivkrafterna för en framtida god ekonomisk politik. Detta är vad man har att hantera. Man försöker delvis att göra det genom strikta villkor för räddningslånen men också genom att fördjupa integrationen och samordningen av den ekonomiska politiken för att därigenom säkerställa att enskilda euroländer inte missköter sina ekonomier i förväntan om att de i slutändan alltid kommer att räddas. Medlemsländerna behöver inte ta de fulla konsekvenserna av en oansvarig politik om denna leder till *bail-outs*.

Mer integration/samordning är den väg som eurozonen verkar ha slagit in på nu.

Jag ska skilja mellan fyra olika sätt att stärka samordningen av den ekonomiska politiken. Precis som med alla klassificeringar så gör den visst våld på verkligheten, men inte alltför mycket. Jag ska skilja mellan (1) starkare ekonomiska incitament på EU-nivå för att bedriva en god ekonomisk politik; (2) samordning av de nationella finanspolitiska ramverken; (3) regelrätt förflyttning av finanspolitiska eller andra ekonomisk-politiska beslut från den nationella till den europeiska nivån; och (4) en bankunion, som jag ska kommentera lite mer detaljerat än vad André gjorde.

Jag börjar med den första metoden: *starkare incitament för god ekonomisk politik* via olika sanktionsmekanismer. Ett antal ändringar har gjorts i stabilitetspakten, vilket jag tycker är bra. Den främsta förändringen är att sanktioner, dvs depositioner och böter, har gjorts mer gradvisa, så att det nu finns mindre kraftiga sanktioner som kan utdömas på ett tidigt stadium. Detta ökar sannolikheten att man ska våga tillämpa sanktionerna. Tidigare var de som en atombomb som ingen vågade använda. Det har nu åtgärdats. Här håller jag återigen med André. Han berörde även det faktum att ett nytt *förfarande vid alltför stora obalanser* har införts, vilket öppnar för sanktioner mot länder som inte missköter sig finanspolitiskt men utvecklar ohållbara överhettningar. Syftet är att övervaka bytesbalansunderskott, utländsk skuldsättning, tillgångspriser, kredittillväxt och real växelkurs osv. Förhoppningen är att kunna identifiera ohållbara situationer som senare kan leda till sådana kriser som de som inträffade på Irland och i Spanien. Jag menar att detta är mycket bra.

En annan reform är att en princip med *s k omvänd kvalificerad majoritet* har införts. Det innebär att eventuella för-

slag från Kommission om t ex sanktioner kommer att antas av Ekofinrådet om det inte finns en kvalificerad majoritet *emot*. Tidigare krävdes en kvalificerad majoritet *för* sådana förslag. Syftet med denna förändring är att göra det lättare att besluta om sanktioner. Men det är tveksamt hur stor skillnad detta kommer att göra. Jag är övertygad om att finansministrarna även i framtiden kommer att tveka att straffa sina kollegor med böter. Den omvända kvalificerade majoriteten hjälper inte om det finns en allmän enighet om att man inte bör utdöma böter. Det kommer sannolikt alltid att finnas starka incitament som verkar i denna riktning eftersom sanktionsförfarandena kan ses som ett upprepat spel, där överseende med ”syndande” finansministrar i länder som missköter sig är en investering i reciprocitet: det ökar chanserna för en mild behandling av en själv i framtiden om man också skulle bli en ”syndare”. Det är ett ganska naturligt sätt att tänka på för finansministrar.

Jag är alltså mycket osäker på om man verkligen kommer att använda de ökade möjligheterna att utdöma böter. Och om man verkligen skulle använda dem kan man ställa sig följande fråga: Om *bail-outs* är sannolika också i framtiden, varför ska en medlemsstat som missköter sig vara orolig för böter om den kan låna för att betala dessa böter och sedan till slut få andra medlemsstater att ta över ansvaret för skulden?

Min slutsats är att de starkare ekonomiska incitamenten på EU-nivå för god ekonomisk politik inte kommer att vara tillräckliga.

Hur är det med samordningen av nationella finanspolitiska ramverk? Det tydligaste exemplet på detta är föreskriften i den s k finansunionen (mer formellt *Fördraget om stabilitet, samordning och styrning inom ekonomiska och monetära unionen*) att länderna i euroområdet ska införa regler om en balanserad budget i

den nationella lagstiftningen och automatiska korrigeringsmekanismer ifall dessa regler överträds. I princip tycker jag att detta är bra. En annan institutionell förändring, som jag av uppenbara skäl gillar, är att inrätta oberoende finanspolitiska vakthundar, *finanspolitiska råd*, för att övervaka att såväl finanspolitiken som den övriga ekonomiska politiken förs på ett ansvarsfullt sätt. Detta är också ett område där EU (främst Kommissionen) tryckt på.

Enligt min mening är det önskvärt att genom EU-initiativ försöka förbättra de nationella institutionerna. Det är inte sannolikt att medborgarna ser detta som lika stötande som när man från EU-nivån försöker påverka den faktiska politiken. Samordning av de nationella ramverken har troligen större legitimitet bland väljarna. Sådana institutionella förändringar kan ha betydande effekter på den nationella politiken.

Ett tredje sätt att öka samordningen av den ekonomiska politiken är att flytta *det faktiska beslutsfattandet till den europeiska nivån*. Den s k *europeiska terminen* var ett första steg i denna riktning. Den fastställer en ekonomisk-politisk cykel varje år vilken börjar med att Kommissionen och Rådet ger medlemsländerna vägledande synpunkter på politiken. Länderna förväntas beakta dessa när de formulerar sina stabilitetsprogram, vilka sedan utvärderas av Kommissionen och Ekofinrådet. Denna utvärdering sker sent på våren och ska utgöra en *input* i de enskilda ländernas budgetarbete i början av hösten.

Detta är ett mjukt sätt att centralisera finanspolitiska beslut. Men Kommissionen har också föreslagit ytterligare steg i sitt s k ”dubbla paket” (*two-pack*) för euroländerna. De innebär att Kommissionen även ska granska euroländernas preliminära budgetförslag tidigt på hösten innan de lagts fram i de nationella parlamenten och kunna kräva en

reviderad budget om det ursprungliga förslaget inte bedöms vara förenligt med stabilitetspakten.

Ytterligare steg mot mer samordning har också föreslagits, senast i den s k interimrapporten av van Rompuy. Där aktualiseras åter den gamla frågan om att skapa något slags gemensamt försäkringssystem mot landspecifika makroekonomiska störningar. Texten är inte särskilt tydlig, men den antyder någon form av finanspolitisk federalism med automatiska, men tillfälliga, transfereringar från länder med en god ekonomisk utveckling till länder i recession på liknande sätt som sker inom länder när skatteintäkter och transfereringar varierar mellan regioner som befinner sig i olika konjunkturfaser. Detta skulle vara en mycket långtgående förändring. Det skulle kräva en mycket större EU-budget och kanske också ett gemensamt europeiskt finansdepartement. Det skulle vara att gå ännu längre om ett sådant finansdepartement fick vetorätt i fråga om de enskilda medlemsländernas budgetunderskott.

Den senaste idén är den om en *bankunion* med finansiell tillsyn på EU-nivå, ett gemensamt förfarande för hur krisande banker ska hanteras och en gemensam insättningsgaranti. De främsta argumenten för en gemensam finansiell tillsyn är att den nationella tillsynen riskerar att vara alltför overseende eftersom det kan finnas incitament att gynna de inhemska bankerna i den internationella konkurrensen. Om konkursmässiga banker bara kan rekapitaliseras på europainivå, därför att kostnaderna är så stora, så kommer den nationella övervakningen att misslyckas med att internalisera dessa externaliteter.

Man har enats om att den gemensamma europeiska finansiella tillsynen ska utövas av ECB. Ett argument för detta är att ECB redan nu måste agera som s k *lender-of-last-resort*. Detta för-

utsätter tillräcklig information, Den är svår att få om man inte också svarar för den finansiella tillsynen.

Med finansiell tillsyn på europeisk nivå kan förfarandet för att ta hand om banker som gått i konkurs och insättningsgarantin också behöva ligga på europainivå. Om så inte är fallet finns risken att tillsynen inte blir tillräckligt strikt. Kostnaden av att vara för överseende skulle annars bäras av de enskilda medlemsstaterna. Det är förmodligen inte något hållbart system.

Man bör emellertid vara medveten om att ett system där ECB får ansvaret för gemensam banktillsyn innebär en enorm maktkoncentration till en institution som inte är demokratiskt ansvarig. Jag är inte helt säker på vad jag tycker om det, men jag är rädd att man kan ha beslutat för snabbt om att ge ECB denna roll. Man har förmodligen diskuterat det uppenbara alternativet – vilket skulle vara att skapa en separat europeisk finansinspektion – för lite.

Ett viktigt motiv för att ge ECB rollen som europeisk finansiell tillsynsmyndighet är att skapandet av en bankunion har blivit en del av den akuta kris hanteringen inom EU och att ECB är den enda institution som kan komma i fråga om saker och ting ska ske mycket snabbt. Jag tror att det vore bra att hålla isär olika saker: att inte kräva att en europeisk finansiell tillsyn ska finnas på plats som en förutsättning för direkt rekapitalisering av banker genom ESM som en akut kris hanteringsåtgärd. Det är enligt min mening att lägga alltför många restriktioner både på hanteringen av krisen och konstruktionen av bankunionen.

Hur kommer integration och samordning att utvecklas inom EU? Den mest logiska utvecklingen är mer federalism om man vill hantera *moral-hazard*-problemen. Man är kanske på väg mot det. Men samtidigt tvivlar jag på att det är politiskt möjligt att ta radi-

kala steg i riktning mot gemensamt beslutsfattande. Det finns stort motstånd i krisländerna i Sydeuropa. I dagens läge är mer samordning fördelaktigt för de euroländer i Nordeuropa som står för stöden, men jag tvivlar ändå på att väljarna där är för en sådan utveckling. Jag tror att de befäradar att gemensamma beslut i en annan situation kan påtvinga dem en politik som de ogillar. Det sker nu med ECB där tyska *Bundesbank* har blivit nedröstad i fråga om stödåtgärderna för krisländerna.

Jag ser två alternativ som de mest sannolika utfallen. Det första är att politikerna inte kan genomföra planerna på mer integration och samordning, vilket kommer att skapa en ohållbar ekonomisk situation. Man kan inte ha stora räddningsprogram om man inte tar itu med *moral-hazard*-problemen. Det kommer inte att fungera. Det andra alternativet är att man faktiskt lyckas genomföra planerna därför att väljarna inte riktigt inser vad som pågår. Men en dag kommer de att vakna upp och inse att deras länder är medlemmar i en valutaunion med betydligt större integration än de är villiga att acceptera. Båda dessa utfall innebär mycket stora politiska risker. De kan i slutändan leda till ett sammanbrott för eurosamarbetet, antingen därför att systemet inte längre fungerar ekonomiskt eller därför att väljarna inte accepterar den förlust av nationell suveränitet som krävs för att systemet ska fungera.

Enligt min uppfattning löper försök att utnyttja krisen för att radikalt påskynda den europeiska integrationen mycket stor risk att misslyckas – inte nu men om några år.

Finns det något alternativ? Ja, det tror jag att det gör, men sannolikheten att det kommer att förverkligas är liten. Jag menar att man bör lägga planerna på att utnyttja den nuvarande krisen för att ta radikala steg mot mer finanspolitisk integration på hyllan. I stället bör man

fokusera på att utveckla väl fungerande nationella institutioner, den tredje metoden på min lista. Man bör försöka återuppliva *no-bail-out*-klausulen, vilket skulle innebära att det inte blir några fler räddningsprogram. Det skulle naturligtvis få konsekvenser. Det skulle kräva nedskrivningar av statsskulden i flera länder, med all säkerhet en större nedskrivning i Grekland, men kanske också nedskrivningar i Portugal och Spanien. Eventuellt kan även något annat land bli aktuellt. I en sådan situation behöver man hantera de bankproblem som skulle uppstå: ESM skulle tvingas ta över och rekapitalisera en del banker.

Integrationen bör i stället främst fokusera på regleringen av banksektorn. Det är mycket lättare att få politisk legitimitet för detta än för en centralisering av finanspolitiska beslut. Min tolkning är att väljarna ser bankregleringar som mycket mindre av ett nationellt prerogativ, särskilt när bankväsendet har blivit så mycket mer internationellt, än finanspolitiska beslut, som ofta betraktas som helt centrala för det nationella självbestämmandet. Om man överdriver lite, kan det uttryckas på följande sätt: Väljarna ogillar såväl banker som EU, så de skulle troligen acceptera att övervakningen av något som de ogillar flyttas till en institution som de också ogillar. De ser det kanske som att det är OK att bekämpa "något som är ont med något annat ont". Det skulle kunna vara ett skäl till varför gemensam banktillsyn kan accepteras om jag får uttrycka mig rättframt.

Därmed är mitt råd att skrinlägga planerna på mer centralisering av finanspolitiken. Man bör inte sträva efter en finanspolitisk union – i stället bör EU fokusera på en bankunion. Det måste naturligtvis finnas någon form av europeiskt skyddsnät som står för kostnaden för att rekapitalisera banker i en finanskris. Men direkta *bail-outs* av stater

med alltför stora skulder bör inte göras. Sådana *bail-outs* kräver sannolikt en politisk integration som jag inte tror att väljarna är beredda att acceptera.

Mitt svar på frågan "Behövs mer integration för att rädda euron?" ligger nära Andrés svar. Nej, vi behöver inte så väldigt mycket mer integration. Enligt min mening behöver vi definitivt mindre integration än enligt de mest långtgående planerna. Och jag håller med André: Vi behöver framför allt *bättre* integration. För mig handlar det om mer integration när det gäller att hantera bankproblem. Sammanfattningsvis behöver vi rätt typ av integration – inte allmänt mer integration.

#### *Mats Persson*

På det hela taget håller jag med Lars om allt. Därför kommer jag nog att säga samma saker som han gjorde – men med mina egna ord.

André började med att säga att om vi hade tittat på länderna i Europa 2007, precis före krisen, så skulle det ha varit svårt att bedöma vilka länder som skulle komma att bli krisländer. Vissa av de värsta krisländerna, så som Grekland, Irland och Spanien, såg ganska bra ut vid den tiden eftersom de hade budgetöverskott och de hade en ganska låg skuldsättningsnivå.

Nu är detta inte helt sant. På ytan verkade de vara i gott skick i den meningen att de hade budgetöverskott. Men man kunde se att de låg på toppen av en högkonjunktur i en mycket överhettad ekonomi. Ändå hade de inte stora budgetöverskott. Exempelvis så hade Spanien ett budgetöverskott på 2 procent av BNP 2006 och 2007. Ja, det var ett överskott, men ett sunt land borde inte ha ett så lågt budgetöverskott vid toppen av en högkonjunktur. Det borde ha varit mycket högre. Spanien hade ett strukturellt underskott även om man råkade ha ett temporärt överskott.

Det fanns också en del andra saker som såg illa ut i de länderna. Under många år hade de snabbt ökande nominella löner, dvs ökande enhetsarbetskostnader och förlorad konkurrenskraft. De hade även fastighetsbubblor med snabbt stigande priser på bostäder eller kommersiella fastigheter. De såg inte så bra ut och så här i efterhand kan man se att det var precis det som skadade dessa länder. När fastighetsbubblan sprack, och när de förlorade sin konkurrenskraft på de internationella marknaderna, fick de stora problem.

Det finns en intressant sak med dessa problem. Strukturella budgetunderskott, snabbt ökande nominella löner och fastighetsbubblor kommer inte ur tomma intet. De skapas av politikerna, eller tolereras åtminstone av politikererna. Men det är möjligt att göra någonting åt dessa problem om politikerna så vill. André sa flera gånger att eurosyste- met saknade lämpliga verktyg för att hantera krisen. Det är sant att eurosyste- met saknar lämpliga verktyg, men de *enskilda länderna* hade lämpliga verktyg för att stoppa fastighetsbubblor, ökande enhetsarbetskostnader och strukturella budgetunderskott. Det finns massor av sådana verktyg.

Det kan vara politiskt svårt att använda dessa verktyg. Man kan säga att om regeringen vill stoppa en fastighetsbubbla eller vill kyla ner arbetsmarkna- den under högkonjunkturen så skulle det vara politiskt impopulärt. Det är sant. Men en ansvarskännande reger- ing borde göra detta. Om regeringen inte gör det har vi ett fall av *moral hazard* från regeringens sida. Därför bör syste- met kunna skapa lämpliga incitament för regeringarna att använda de verktyg de har till sitt förfogande även om dessa verktyg är politiskt impopulära.

Andrés diagram med bytesbalan- serna speglar just detta. Han visade dia- gram med ett stort bytesbalansöverskott

för Tyskland och ett stort bytesbalans- underskott för Grekland. Det var pengar som lånades av Grekland från Tyskland, kanaliserades genom betalningssyste- met och användes för fastighetsinves- teringar eller andra saker i Grekland så som att ge artificiell sysselsättning till offentliganställda och liknande. Dessa bytesbalansöverskott och underskott var inget som kom ur tomma luften. Det fanns politiska instrument för att han- tera dem.

Givet att regeringarna misskötte sig i det förflutna – vilka institutioner bör vi skapa för att detta inte ska hända i framtiden? Det är en svår fråga. På kort sikt måste vi hantera den nuvarande si- tuationen, situationen med *moral hazard* i efterhand för de skuldyngda länderna. Sedan finns det en annan fråga: Vilka slags *långsiktiga* institutioner bör vi byg- ga för att förhindra att detta inträffar i framtiden?

Nu undrar jag: Hur sannolikt är det att en liknande situation kommer att uppstå i framtiden – en situation där bankerna lånar ut på ett oansvarigt sätt och där regeringarna inte kyler ner de överhettade ekonomierna? Här finns mer *hazard*, på två nivåer. Det finns dels bankernas *moral hazard*; de vill ta risker, speciellt om de blir föremål för en *s k bail-out*. Men det finns också regering- arnas *moral hazard*; de kommer att bli mindre benägna att försöka stoppa fast- ighetsbubblorna och en hög ökningstakt för nominella löner, om de tror att de i vilket fall kommer att bli föremål för en *bail-out* av någon form av finanspolitisk union eller räddningsfonder.

Så hur sannolikt är det att vi får en ny kris om några år? Det beror på vilka institutioner vi skapar. Om vi bygger institutioner som hjälper till med ersätt- ningsfinansiering till bankerna, och re- geringarna, när annan finansiering blir för dyr så uppmuntrar vi *moral hazard* i framtiden. Om vi i stället följer andeme-

ningen i *no-bail-out*-klausulerna i Maastrichtfördraget, är det mindre sannolikt att situationer som den nuvarande inträffar i framtiden.

Den grundläggande frågan rör centralisering gentemot decentralisering. André sa att eurosyste­met saknade lämpliga verktyg. Det är sant att de centrala institutionerna, Europeiska kommissionen och Europeiska Centralbanken, inte hade några lämpliga verktyg för att stoppa fastighetsbubblorna och/eller oansvarig utlåning av bankerna, eller snabbt ökande nominella löner i de individuella medlemsländerna. Men de enskilda länderna hade dessa lämpliga verktyg – men avstod från att använda dem. Vilken slutsats skulle du dra av detta? Borde vi förse de centrala institutionerna, Kommissionen i Bryssel och ECB, med lämpliga verktyg eller borde vi förlita oss på att länderna i framtiden använder sig av de verktyg de har till sitt förfogande? Detta är en intressant fråga. Vi skulle kunna ha ett helt möte enbart om dessa verktyg och hur de skulle kunna användas.

Sedan har vi problemet med bankerna, vilket också är ett intressant problem. Vi skulle kunna ha ett helt möte om hur bankerna fungerar och hur *moral hazard* skulle påverkas av en bankunion. Jag ska bara göra några korta kommentarer här. Vi skulle kunna ha en lång diskussion om varje kommentar.

Ett problem som André pekade ut är bankernas förkärlek till hemlandet. Det finns ett mycket starkt positivt samband mellan bankernas lånekostnader och regeringarnas lånekostnader. När regeringen får problem ökar regeringens lånekostnader och de inhemska bankerna i det landet innehar för stora mängder av landets statsobligationer. När dessa obligationer faller i värde får bankerna i det landet problem. Därmed ökar deras lånekostnader och sålunda kan de enbart låna ut pengar till den privata sektorn

till en mycket hög ränta. Detta kommer att skapa problem för de inhemska industrierna.

Det finns därför ett starkt samband mellan lånekostnaderna för den nationella regeringen och lånekostnaderna för banksyste­met i samma land. Men detta är ingen naturlag. Det är någonting vi skulle kunna göra någonting åt. Ett sätt att göra detta är med en bankunion. Det är en centraliserad lösning.

Men det finns även decentraliserade åtgärder för att bryta den s k dödsspiralen mellan statsskuldproblemet och banksyste­met. En är någonting som har diskuterades mycket i Basel III-diskussionerna, men som jag aldrig ser i de förslag vi erhåller från EU-kommissionen i Bryssel, nämligen högre kapitaltäckningskrav på bankerna. Om vi skapar fler buffertar i bankerna, så kommer inte bankerna att lida så allvarligt av statsskuldproblem och banker­nas ägare kommer att ta smällen med högre eget kapital. Det skulle minska *moral hazard* i bankerna. Men detta är en decentraliserad lösning och sådana lösningar tycks inte EU-kommissionen gilla. Sverige har varit för större krav på eget kapital för bankerna, men EU centralt vill inte detta. Vi har försökt och vi har diskuterat om vi ensidigt skulle kunna införa större krav på eget kapital. Men EU säger nej, eftersom EU föredrar centraliserade lösningar, så som en bankunion. [Vid Ekonfinmötet i december 2012 träffades en överenskommelse som gör det möjligt för länder som Sverige och flera andra att fastställa större nationella krav på kapitalkvoter för banker.]

En annan decentraliserad lösning på *moral hazard*-problemet är ett nytt sätt att ställa säkerhet för lån från ECB. När ECB bedriver penningpolitik, lånar ut pengar och förser bankerna med likviditet, tar ECB statsobligationer som säkerhet. Det finns mycket att säga om

detta, exempelvis att grekiska statsobligationer kanske inte utgör en lika god säkerhet som tyska statsobligationer. Men om man försöker ge olika länder olika riskvikt så hamnar man omedelbart i politisk konflikt.

Det finns så många fall där den politik som bedrivs av EMU har skapat politisk konflikt under de senaste två åren. I stället för att vara ett fredsprojekt har den monetära unionen sålunda blivit ett projekt som skapat fiendskap mellan länderna. Vi har alla sett bilderna från Syntagma-torget i Grekland med arga människor som samlas och visar bilder av Angela Merkel klädd i naziuniform. Jag tror att dessa riskvärderade obligationer inom ECB:s system för säkerhet för lån är ett annat exempel på sådana potentiellt riskfyllda åtgärder – kanske en liten sak i jämförelse med alla andra problem, men fortfarande ett problem. Här finns en enklare lösning: ECB borde som säkerhet enbart acceptera en korg med obligationer från euroländerna, där vikterna i korgarna är varje lands enskilda andel av ECB. Kanske inte den exakta andelen, men varje andel i korgen bör vara det landets andel av ECB +/- 2 procent, av olika praktiska skäl. Det skulle ge en god riskspridning i bankerna i eurosystemet.

Sammanfattningsvis: högre, nationellt fastställda, kapitalkrav för bankerna och att ECB utövar penningpolitik genom att använda en korg av statsobligationer som säkerhet – dessa är bara två enkla förslag. Liknande saker diskuteras i den akademiska världen, men när jag läser material från EU-kommissionen ser jag ytterst få spår av diskussioner om sådana decentraliserade åtgärder. Jag ser enbart de centraliserade lösningarna, så som en bankunion, och en bankunion som är igång 1 januari 2013. Det är framför allt den hastighet med vilken Kommissionen försöker lansera bankunionen som gör mig lite misstänksam.

*Hubert Roslund*

Först av allt skulle jag vilja tacka för en intressant debatt. Sedan skulle jag vilja ställa en fråga till André Sapir:

Även om man skulle anse att vidare politisk-ekonomisk integration är av godo, och även om man skulle anta att det är politiskt och demokratiskt möjligt att genomföra, så är en fortsättning av eurosamarbetet i dess nuvarande form och de stora och icke-ortodoxa räddningspaketen en stor risktagning, inte bara för medborgarna i de skuldsatta nationerna, utan också för skattebetalarna i kärnländerna.

Varför ska skattebetalarna tilltro den nuvarande europeiska ledningen med ytterligare belopp? I privata företag tvingas ju som bekant såväl styrelser som ledande befattningshavare att från tid till annan avgå när man hamnar i ledningskriser, men i de ledande EU befattningarna verkar inte något liknande ha skett?

*André Sapir*

Jag vet inte hur jag ska kommentera detta uttalande. Det är en väldigt bra fråga men jag vet inte riktigt hur den ska besvaras. Vad är det du är ute efter? Jag kan inte hålla med om att när ledningen har misslyckats så ska ledningen straffas.

*Hubert Roslund*

Ser du några initiativ för att utvärdera ledande funktioner och befattningshavare inom EU?

*André Sapir*

Vilken ledning är du ute efter? Det är det som är problemet. Jag anser, och vi kanske är överens om detta, att det har funnits ett antal systemfel. Det är väldigt svårt att säga att det är herr X, herr Y eller herr Z som ska flyttas. Jag anser inte att problemet ligger på individnivå. Vilka skulle vara med på din lista över folk som ska hängas?

*Hubert Roslund*

Många internationella bankledningar har redan bytts ut och ett antal regeringar – exempelvis i Grekland – har tvingats bort. Ser du några intentioner till en liknande utvärdering av EU kommissionen, exempelvis Barroso och Van Rompuy?

*André Sapir*

Jag ser inga sådana intentioner och jag förstår ärligt talat inte vilket syftet skulle vara. Vad är det du håller dem ansvariga för? Det är det jag inte ser. Ge dem något att vara ansvariga för, jag har inga problem med det, men du måste först tala om för mig vilken speciell faktor det gäller. Vad är det som de ska hållas ansvariga för? Vilken faktor? Jag kan inte se det.

*Hans Ekelund*

Med hänvisning till föregående fråga. Den genomsnittlige europén vet inte vem som är ansvarig i Bryssel. Det är ett dilemma.

*Mårten Palme*

Vi kanske kommer till denna fråga efteråt, i en diskussion med Mats och Lars.

*André Sapir*

Jag är helt nöjd med vad Mats sa på slutet. Du efterlyser en bättre bankreglering. Jag anser att de två förslag som du ger är helt klart passande och användbara. Man kan hantera dem på olika sätt, inklusive risksatserna. Jag tror personligen, eftersom jag har deltagit i några av mötena, att du gör ett misstag när du anser att oppositionen kommer från Kommissionen. Det är inte vad jag ser. Du anser att om vi kunde implementera den så skulle denna bättre reglering leda till mindre centraliserade lösningar. Och detta gör Kommissionen motstånd emot, då den trycker på för centraliserade lösningar. Jag är rädd att bättre regleringar som

du önskar inte motarbetas av Kommissionen, då Kommissionen inte är någon större aktör när det gäller detta. De som gör motstånd är ett antal medlemsländer och ett antal medlemsländer under inflytande av sina banker. Jag tror att detta är fallet. Vad gäller större krav på eget kapital, så har du rätt i vad du säger, att det föreligger en debatt mellan Sverige, Storbritannien och några andra länder. Men det är inte Kommissionen som är aktör här. De verkliga aktörerna är ett antal medlemsländer där bankerna är helt emot detta.

Jag tror inte att du har rätt orsak här. Jag tror inte att det finns någon centraliseringssammansvärjning, eftersom Kommissionen vill ha centralisering och är emot de bättre regleringar som du efterlyser. Vi vet att banksystemet drar nytta av stora subventioner från skattebetalarna. Detta är slutresultatet. Banksystemet är generellt sett inte tillfreds med att få färre subventioner från skattebetalarna, från en situation med *bail-out*-politik och låga kapitalkrav. Det är som det är, så jag tror inte att detta är en fråga om centralisering eller decentralisering.

*Mats Persson*

Så du säger att när Sverige vill ha högre eget kapital i svenska banker, så är brittiska banker eller franska banker motståndare till detta och att detta är orsaken till att Sverige har mött ett så starkt motstånd mot att ensidigt införa sådana regler?

*André Sapir*

Det är inte de brittiska bankerna som motsätter sig detta. Det är bankerna i några andra länder via dem som utformar de regleringar de lyder under. Det är inte Kommissionens hållning i jakt på mer centralisering. En sak är uppenbar: det finns enorma implicita transferingar från skattebetalare till banker,

och resultatet finns här, men jag tror att det är en egen diskussion. Du för fram att det är något slags mål från Kommissionens sida att centralisera allt. Jag har inga problem med det, men jag anser att du missar poängen.

Det leder till en annan fråga. Låt oss säga att vi hade en bättre bankreglering och att vi vet hurdan en bättre bankreglering skulle kunna se ut. Låt oss anta att vi får en bättre bankreglering och att vissa av de idéer som du efterlyser skulle kunna genomföras. Betyder det att en bankunion inte behövs? Om det gick, som du säger, att på ett decentraliserat sätt driva och i varje land ha, genom något slags europeiskt system, ett decentraliserat system, en bättre reglering, betyder det att vi inte behöver någon bankunion? Jag tror inte det. Jag tror inte att dessa ömsesidigt utesluter varandra. Jag ser det som att de kompletterar varandra. Det skulle uppenbarligen vara mycket bättre att ha en bankunion med bättre reglering än en bankunion med dålig reglering. Jag anser att det är självklart. Jag skulle vilja tala om båda. Jag ser inte detta som någon illvillig sammansvärjning från Kommissionens sida för att kräva centralisering. Jag tror att en bankunion med ett visst mått av centralisering när det gäller bankaffärer är väldigt användbar. Jag tror att USA skulle ha ett väldigt dåligt banksystem om det inte vore för FDIC. Vad som bekymrar mig är det argument du framför, att Kommissionen skulle ha en hemsk ståndpunkt där man trycker på för centralisering i eget intresse. Du är väl inte ute efter att ifrågasätta FDIC i USA?

*Mats Persson*

Nej, det är jag inte. USA hade förstås en dålig historia med bankkonkurser på 1800-talet. Jag håller med om att det stämmer.

*André Sapir*

Jag anser att ett visst mått av centralisering av bankfunktionerna, en bankunion, är väldigt användbar. Jag håller med om att en bankunion med dålig reglering inte är någon bra idé.

Den finanspolitiska unionen då? Vad jag personligen skulle vilja ha i en bankunion, och jag tror att vi håller med Lars om detta, är en stark beslutsmäktighet. Vi skulle vilja ha bankunion med *bail-ins* snarare än *bail-outs*. Det är vad vi behöver och förhoppningsvis går denna kris i samma riktning som Storbritannien, USA och Sverige utvecklades efter de senaste kriserna, så att euroområdet går i riktning mot fler *bail-ins* än *bail-outs*. Det skulle definitivt vara en bättre bankunion än en bankunion med *bail-outs*.

Kan vi tillämpa samma uppfattning om *bail-ins* på de sydliga länderna? Det är frågan. Jag kommer att göra en distinktion mellan vad vi nu har i Grekland, på Irland, i Portugal och Spanien och jämvikter. Kan vi ha ett euroområde där *bail-ins*, dvs insolventa länder, inte skulle få hjälp på något sätt? Är det en möjlig lösning? Nej, i fallet med Grekland så hade vi en omstrukturering med inblandning från den privata sektorn. Förslag kommer troligen att läggas i vissa länder om att blanda in den offentliga sektorn. Men kan vi verkligen ha ett hållbart euroområde där man regelbundet skulle ha ett antal omstruktureringar av skuld? Jag är inte säker på det. Jag skulle också vilja ha, och jag har skrivit om att skapa detta, obeståndsförfaranden för europeiska länder, men jag tror att detta måste vara något extremt exceptionellt. Man måste verkligen vilja undvika detta i största möjliga utsträckning.

*Lars Calmfors*

Om man inte har *bail-outs* så kommer dessa kriser inte att uppstå regelbundet.

*André Sapir*

Titta på det amerikanska systemet! USA har inget förfarande med *bail-outs* och inte heller något obeståndsförfarande. Det är inte något speciellt bra system. Du skulle inte vilja ha någon *bail-out*, men det trovärdiga sättet att inte ha någon *bail-out*, som du uttrycker det, är att ha ett obeståndsförfarande. Så länge som du inte har ett obeståndsförfarande är det rimligt att förvänta sig att du kommer att ha en *bail-out*, Trots att du inte har någon *bail-out* på förhand, så kommer du att ha en *bail-out* i efterhand. Det enda sättet att inte ha någon *bail-out* i efterhand är att ha en på förhand och ett obeståndsförfarande. Det råder stor tvekan att införa detta system och det skulle skapa *moralhazard* i systemet. Frågan är: Vilken risk är minst, med en *bail-out* då och då på ett visst reglerat sätt eller med ett obeståndsförfarande då och då? Det är frågan. Jag tror att vad man vill göra är att försöka reducera problemen så mycket som möjligt när det händer och inte ha något *bail-out*-förfarande på förhand utan snarare i efterhand. Jag anser att du behöver behålla denna tudelning med både *bail-out* och obeståndsförfarande.

*Lars Calmfors*

Menar du verkligen att det inte fanns något val när den europeiska statsskuldskrisen bröt ut? Man skulle ha kunnat välja att avstå från *bail-outs*.

*André Sapir*

Jag tror inte det eftersom vi inte hade någon bankunion. Jag tror att vi verkligen befann oss i en risksituation, trots att jag skrev att jag var för en rekonstruktion av den grekiska skulden ett år innan denna inträffade. I något skede blev det uppenbart att den grekiska skulden var inne på en helt explosiv väg och att det inte skulle fungera utan en skuldrekonstruktion. Man kunde inte blunda för detta. När man måste acceptera det så kan man

likaväl göra det förr som senare. Vi vet mycket väl att när regeringen kungjorde att man skulle blanda in den privata sektorn, sannolikt som helhet, så skapade det en stor mängd risker i systemet.

Vi har varit mycket försiktiga med systemet, som är ett bräckligt system. Vad jag försöker förklara är att för närvarande så är eurosystemet ett bräckligt system. Och när krisen inträffade var det väldigt bräckligt och det är fortfarande väldigt bräckligt i dag. Man måste navigera väldigt försiktigt, inte deklarerat på förhand att man inte tänker göra det ena eller det andra, att man inte skulle göra en *bail-out* eller en rekonstruktion. Jag tror att rekonstruktion skulle kunna vara en möjlighet och jag tror inte att man ska stänga tanken att det skulle kunna ske en rekonstruktion i framtiden. Frågan är huruvida man önskar kungöra detta i förväg. Jag tror att det är ett slags tvetydighet i konstruktionen och jag anser att det troligen är det bästa i ett bräckligt system.

Jag anser att vad man måste se är att mängden ömsesidigt beroende inom euroområdet är enorm. Detta problem för bankerna och de suveräna staterna som jag framför och korrelationen dem emellan är helt enorm. Allt detta är hemskt och dåligt. Man borde utforma ett system för att kunna hantera detta i framtiden – det håller jag helt och hållet med om – men samtidigt så behöver man hantera detta nu. Jag tror att en rekonstruktion av Grekland tidigare, säg i maj 2010, hade varit en dålig idé.

Huruvida tiden efter detta användes väl är en liknande fråga. Man vill inte göra detta nu. Man vill vinna tid och man vill få in en prismekanism. Jag tror inte att tiden användes väl – jag håller med om det. Under krisen fanns ingen politisk enighet om att sätta den mekanism på plats som skulle förstärka systemet tillräckligt för att rekonstruktionen av den grekiska skulden skulle

ske tidigt nog. Jag tror att det är sant.

Man kan skylla på länderna, men jag tror inte att man kan beskylla Kommissionen för denna centralisering. Man kan skylla på länderna för att de inte vill göra detta, men det var en extremt bräcklig situation. Nu är den aningen mindre bräcklig, men jag anser att den fortfarande är väldigt bräcklig. När du och andra människor ber om ett länderperspektiv, exempelvis den spanska skulden, så skulle man tro att detta är exakt en sådan sak som lugnar marknaderna. Detta är frågan: Jag är en investerare i spansk skuld. Vill jag köpa spanska skulder när herr Calmfors säger att vi bör rekonstruera den spanska skulden? De behöver mycket pengar för att komma in på marknaden eftersom det fortfarande finns ett jättestort underskott. Det är det slags knepiga situation vi befinner oss i och en situation som måste hanteras.

#### *Mats Persson*

Får jag ställa en specifik fråga om den delen? Du sa att när det pågick en diskussion om att rekonstruera den grekiska skulden så befann sig marknaden i ett kaos. Betyder det att marknaden fungerade dåligt, eller var det så att räntorna bara gick upp därför att marknaden korrekt prissatte sannolikheten att det skulle ske en rekonstruktion?

#### *André Sapir*

Vi vet att under en finanskris så prissätter marknaden risk felaktigt. Det finns ett problem med multipla jämvikter. Det är extremt svårt att prissätta risk i en kris. Ingen vet vilken signal du observerar och vilken som är den rätta. Jag säger inte att marknaden sätter alla priser felaktigt, men det finns risk för felaktig prissättning. Man behöver viss vägledning för att se vart vi är på väg. Jag tror att det är vad man behöver göra i denna värld av multipla jämvikter. I en kris är det myndigheternas roll att exakt väg-

da förväntningar till en specifik jämvikt snarare än till en jämvikt.

Jag har ingen aning om ifall prissättningen vid den tidpunkten var korrekt eller inte. Jag tror att folk kunde se att vem som än gjorde en beräkning av Greklands skuld kunde se att det var en outforskad faktor. Det är allt jag kan säga.

Jag tror att någonting mer har utelämnats ur denna diskussion. För mig verkar det som om ni två la mycket mer vikt vid problemet i de södra länderna och att inte hjälpa dem med någon *bail-out* utan att se att även kärnländerna lider skada och att bankerna i kärnländerna är inblandade här. Det är inte uppenbart vem som får en *bail-out* här. Är det länderna eller bankerna som får en *bail-out*? Jag tror att det behöver förklaras.

Jag skulle hellre se att kärnländerna rekonstruerar sina banker. Då krävs ingen *bail-out* av de södra länderna för att de ska kunna göra återbetalningar till bankerna i kärnländerna. Det skulle vara en mycket mer anständig möjlighet. Kärnländerna har vägrat att göra detta så återigen är detta inte en fråga om någon hemlig sammansvärjning från Kommissionens sida. Vi har inte sett någon rekonstruktion av utlånarnas banksystem på det sätt som borde ha skett. Det är ett totalt tabu. Detta är det slags diskussion som äger rum och du kan inte sortera ut detta. Därför är det så extremt svårt att säga att du tar ut en bit och löser den när alla dessa bitar samverkar med varandra.

#### *Nils Lundgren*

Professor Sapir! Du nämnde att du tvivlar på att det skulle fungera om andra europeiska länder kvarstår utanför eurozonen. Detta är mycket intressant. Om du betraktar eurozonen som ett gemensamt område så har det inget bytesbalansunderskott mot omvärlden alls. Det har visserligen ett gemensamt

budgetunderskott, men detta är inte alls imponerande.

Euroländerna beslutade att skapa detta euroområde och vi visste alla att de var ganska olika. Saker går lätt åt skogen och dessa länder skulle lätt kunna ta hand om detta problem själva. De behöver inte oss andra och de borde inte försöka låta oss andra betala av deras skulder. Det är en synpunkt.

Den andra är: Vad tror du om idén med flexibel integration, vilket är ett forskningsområde i nationalekonomi? Det nämns aldrig numera. Om man har ett par länder som vill ha en gemensam valuta, skulle man säga: För all del – gör det! Försök! Se om det fungerar! Varför skulle vi vilja ha med 27 länder? Vi har några länder i Schengensystemet; andra står utanför. Vi har länder utanför EU som är medlemmar av Schengensystemet etc.

Jag skulle vilja höra dina åsikter om flexibel integration, vilket jag tycker är en central fråga för Europa.

#### *Lars Nabseth*

Vi är alla här ekonomer. Jag tror att vi underskattar de underliggande politiska orsakerna till den Europeiska unionen och vad som händer. Vi har haft ett mycket bra exempel på detta de senaste veckorna i Tyskland. Men eftersom svenskar inte läser tyska så rapporterar inte de svensk tidningarna om detta. Vi vet faktiskt att det sker ett val i Tyskland nästa år. Den nya ordföranden i socialdemokratiska partiet konkurrerar om kanslersämbetet nästa år. I sitt första tal sa han att vad gäller utrikespolitiken så är det stora problemet för Tyskland att fördjupa samarbetet inom EU. Det andra problemet är att se till att eurosyste- met fungerar inom länderna i Europa och det tredje att hjälpa Grekland att stanna inom detta.

För bara några dagar sedan höll Fru Merkel ett tal i tyska parlamentet. Hon

sa exakt samma saker. De gratulerade varandra till att ha samma åsikt och kr- made nästan varandra, vilket är väldigt ovanligt bland motståndare. Jag anser att de tillsammans utgör nästan 70 procent enligt de nya siffrorna för den tyska befolkningen.

Det är uppenbart för mig att tyskar- na är väldigt förberedda som ett starkt land och som ledare för överskottslän- derna att hjälpa de andra länderna. Vi har redan sett att de har kompromissat när det gäller bankunionen. Jag är helt säker på att de kommer att fortsätta kompromissa för att försöka rätta till problemen.

Vi har undervärderat det faktum att Europeiska unionen är så viktig för Tyskland eftersom det är det enda sättet för Tyskland att ha ett inflytande i världen. De har inget inflytande i För- enta Nationerna och de har ingen makt i NATO, men de har makt i Europeiska unionen. Och de kan inte gå ensamma, för alla ser nazisymbolen. Jag tror att vi här har några svar på de problem som vi diskuterar. Min fråga är: Tror du det också?

#### *Mikael Zervos*

Jag kommer från Grekland och jag har studerat ekonomins utveckling under de senaste 30 åren, jag har även arbetat i banksektorn i åtta år, så för mig är den grekiska krisen ingen överraskning.

Redan på 1990-talet kunde man se att ekonomin gick mot en framtida kris eftersom orsakerna till denna bygg- des upp redan på 1980-talet. Det finns många bakomliggande faktorer. Jag kan naturligtvis inte analysera alla dessa på några få minuter.

Jag vill bara säga detta: Greklands främsta problem är inte ekonomiskt. Det är ett politiskt och socialt problem. Det ekonomiska problemet är sekun- därt. Grekerna (regeringen, oppositio- nen och folket) befinner sig i en fälla

med ett Fångarnas dilemma (se Albert W Tucker 1992).

Problemet och utmaningen för EU är att lösa krisen i eurozonen till en minimal kostnad, på villkor att det håller Grekland kvar i eurozonen. Beslutet om detta villkor tog, tyvärr, väldigt lång tid, något som förvärrade krisen både i Grekland och i eurozonen.

Utvecklingen för att finna en lösning står inför många spel och delar av spel med många kompromisser och myopiskt beteende och samspelet mellan alla dessa förklarar delvis den dåliga effektiviteten i utvecklingen av ett bote-medel. Det finns ett viktigt krav för att uppfylla villkoret: lösningen på den grekiska krisen.

Om vi ska lösa den grekiska krisen måste vi ta detta fångarnas dilemma med i beräkningen. Det gör det inte möjligt för regeringen att vidtaga åtgärder och genomföra reformer. Det är inte möjligt. Det finns lösningar men för att undvika dyrbara misstag så behöver vi studera situationen i Grekland noggrant så att vi kan fastställa vilken åtgärd som hjälper och vilken som inte gör det.

Jag är besviken på Trojkans (EU, ECB and IMF) åtgärds politik som jag tycker var felaktig på många punkter och har innehållit alltför många dyrbara förseningar när det gäller att ta beslut. Den strikta åtstramning som de ålägger Grekland är för mycket för det landet.

I min analys antar jag att om vi framställer resultaten av åtstramningarna i åtstramnings-nyttområdet så får vi en spegelvänd u-formad kurva så att den optimala åtstramningen har en topp. Efter denna faller nyttan för att sedan bli negativ och skapa recession. Josef Stiglitz bekräftade denna princip i februari 2012, som svar på IMF:s argument att åtstramningar och tillväxt kan samexistera.

Åtstramningen har lett till att en ond cirkel skapats (åtstramning, reces-

sion, åtstramning etc) som påminner om en snöboll. Slutligen genererar den åtstramning som vi ålägger Grekland nu ganska negativa resultat. Vi vinner en och förlorar tre.

Men det är inte den enda nackdelen – åtstramningen påverkar dramatiskt själva Fångarnas-dilemma-spelet. Jag gör en modell av vinsten med detta spel genom att använda von Neumann-Morgensterns förväntade nyttofunktion där vinsterna viktas med sannolikheten att räddningsprogrammet lyckas. Eftersom det i Grekland alltmer accepteras att den fortsatta åtstramningen minskar denna sannolikhet, ökar risken för karriärer att bli förstörda och följaktligen minskar stödet till regeringskoalitionen dramatiskt. Vad vi har observerat i verkligheten är att ministrar, parlamentsledamöter och andra politiker flyttade från regeringsblocket till oppositionsblocket för att strida mot räddningsprogrammet. Opinionsmätningar bekräftar att detta leder till en ökning av deras popularitet. En positiv störning med positiv tillväxt och minskande åtstramning kan vända situationen, men om åtstramningen och det negativa beteendet fortsätter är jag inte optimistisk om att Grekland kommer att återhämta sig före kraschen.

IMF erkände nyligen (World Economic Outlook, oktober 2012) att man troligen har planerat Greklands åtstramningar felaktigt. De beräknade kostnaden genom att använda den finanspolitiska multiplikatorn med ett värde av 0,4 medan det gällande värdet i Grekland sannolikt var mycket högre 0,9–1,7 (kvoten mellan en förändring i produktion till en exogen förändring i det finanspolitiska underskottet). Min kommentar är att värdet 0,4 troligen kan gälla för Tyskland, men att för Grekland kan det giltiga värdet vara mycket högre, 1,7 eller ännu högre.

Vad jag nu skulle vilja föreslå är att man begränsar åtstramningen till näs-

tan noll, koncentrerar sig på positiv tillväxt och sysselsättningsökning. Det är viktigt att befolkningen ger mer stöd till regeringen och tillåter att de viktiga strukturreformerna genomförs. Det kommer att ta lång tid att rationalisera den grekiska ekonomin. En anpassning av lönerna till den verkliga produktiviteten och en vidare förstärkning av ekonomins konkurrenskraft kan ske gradvis och på ett säkrare sätt senare.

#### *Mårten Palme*

Tack allihop! Nu ska vi låta Lars, Mats och slutligen André summera detta.

#### *Lars Calmfors*

Jag skulle vilja ge en kommentar till Mats – om huruvida regleringen av finansmarknaderna ska ske på europeisk eller nationell nivå. Det finns inbyggda problem med reglering bara på nationell nivå. Nationella tillsynsmyndigheter har sannolikt alltid drivkrafter att försöka främja inhemska bankers konkurrenskraft genom ett släpphänt agerande. Det är ett problem. Ett andra problem är att mycket bankverksamhet är gränsöverskridande. Ett tredje problem är att rekapitalisering av krisande banker kan behöva ske på europeisk nivå.

Jag håller inte med om att banktillsynen i Sverige har fungerat så fantastiskt bra. Finansinspektionen visste inte riktigt vilka risker svenska banker tog i Baltikum. Det var mycket tur som förhindrade att saker och ting inte blev värre.

Jag håller med André om behovet av att skärpa banktillsynen i de kärnländer i euroområdet som lånade ut för mycket till krisländerna. Jag tror inte att vi har olika åsikter om detta. Alltför generös kreditgivning var absolut en del av problemet.

Till sist är jag orolig över diskussionen om att vi alltid måste lugna marknaderna. Europeiska beslutsfattare har

hela tiden reagerat på akuta kriser. De har utvidgat räddningsprogrammen och successivt glidit in i ett system där räddningsprogrammen blir allt större. Jag är orolig för att de till sist blir så stora att det politiska stödet för programmen försvinner. Då kan vi ha skapat en mycket värre situation än om vi hade bitit ihop tänderna och angripit problemen tidigare. Det finns mycket stora risker med räddningsprogram som gradvis blir allt större.

#### *Mats Persson*

André nämnde problemet med multipla jämvikter på finansmarknaderna. Det finns naturligtvis en teoretisk möjlighet att det kan finnas multipla jämvikter. Vilka policyslutsatser borde vi dra av detta? Det är inte så uppenbart. Antag att marknaden sätter en räntesats som är lika med, säg, 20 procent för grekiska statsobligationer. Är denna höga räntesats resultatet av någon form av bristande marknadsfunktion? Eller är den resultatet av en välfungerande marknad – men en marknad med multipla jämvikter? I det senare fallet, är de 20 procent som vi observerar jämvikten vid hög räntesats? Och finns det sålunda en jämvikt med enbart 10 procent precis runt hörnet? Eller är de 20 procenten en jämvikt vid låg räntesats – och det finns en ännu sämre jämvikt (med säg 30 procent på grekiska obligationer) som ligger på lur runt hörnet? Det finns här en massa svåra frågor som måste besvaras innan vi beslutar att använda hundratals miljarder av skattebetalarnas pengar till att intervensera på marknaden. Och då duger det inte att bara hänvisa lite vagt till ”en teoretisk möjlighet”.

Om den räntesats vi observerar är resultatet av en dåligt fungerande marknad, eller om det är en multipel jämvikt med hög ränta, så är en intervention från något internationellt organ, såsom ESM, eller ECB, eller IMF motiverad.

Men om marknaden fungerar väl och marknadsrönten korrekt speglar fundamenta – och den räntesats vi observerar är den multipla jämvikten med låg ränta – ja, då är inte någon policyintervention berättigad.

När man står inför ett land vars statsskuld har ökat så som Greklands, kommer bankerna förstås alltid att hävda att marknaden fungerar dåligt och att ett internationellt organ borde ingripa, så att de kan bli *bailed out*. Naturligtvis erkänner bankerna inte att de vill ha en *bail out*; de säger enbart att det är någonting som fungerar dåligt på marknaden som borde korrigeras.

### *André Sapir*

Jag har två eller tre saker att säga. Jag håller med om att det har varit för mycket räddning. Jag kan inte annat än hålla med om detta. Som jag sa så anser jag att man ser en sak med systemet när man talar med folk på centralbanken. De är extremt frustrerade och de anser alltid att deras räddningsoperationer – för du har rätt när du säger att i slutändan rör sig detta om finanspolitiska operationer, det finns inga tvivel om detta – har gett politikerna, dvs regeringarna, tid att sätta mekanismen på plats för att kunna städa upp röran.

Startpunkten är given med de implicita eller explicita överenskommelserna om att regeringarna kommer att göra något. Denna tid används inte väl. Sedan står de åter inför varandra. Det är en extremt svår situation som vi befinner oss i där man måste sätta ett antal mekanismer på plats. Vissa av dem har att göra med att dela bördan. Att dela bördan är det svåraste man kan göra i en struktur med flera länder. Vi har på förhand inga regler för att dela bördan. I den röra vi har nu måste man dela bördan. Alla försöker fösa över bördan på de andra. Detta är väldigt svårt.

Det bästa skulle uppenbarligen va-

ra: Låt oss dela bördan och städa upp i röran! Jag tror att detta helt enkelt är ett politiskt problem. Det är svårt att säga hur länge detta kan pågå. Jag skulle vilja göra det du föreslår. Men jag kan se svårigheterna i systemet med att göra detta.

Jag har två eller tre punkter till. Jag håller med om kommentaren om Tyskland. Jag tror att Tyskland måste finna denna trånga väg. Det stämmer att Tysklands invånare på sätt och vis är arga för att saker och ting inte har blivit så som politikerna har sagt att de skulle bli. Jag tror att det alltid funnits en oro i Tyskland att inte just detta, men någonting från de södra länderna, skulle komma. Perspektivet utgick alltid från Italien. Någonting skulle hända och det skulle sluta med att tyskarna fick betala. Så här långt har tyskarna inte betalat särskilt mycket. De har inte riktigt lidit av situationen. Jag tror att detta också är vad politikerna förstår. Det går ganska bra för Tyskland; det är en ganska bra kris för Tyskland. Det som skulle kunna bli kostnaden – men så här långt har kostnaden inte funnits där – ligger i framtiden. Jag håller med er om att fru Merkel har hanterat situationen mycket bra. Jag tycker att det är bra att hon åkte till Grekland. Jag anser att den allmänna åsikten nu är att det inte kommer att ske något grekiskt utträde.

Grekland har rent ut sagt inte alls blivit hjälpt. Jag är arg på Grekland med tanke på hur mycket ledarna från den andra europeiska sidan, inklusive tyskarna och fransmännen, sökte någon form av vision från de grekiska ledarna om vad de ville göra. Här har Grekland nått gränsen. Grekland har gjort många misstag under många år. De har fuskat. Jag talar inte om de grekiska medborgarna nu, men det har funnits många saker. Allt för mycket har tillåtits. Uppenbarligen skulle man ha varit tuffare. Ingen skulle ha trott någonting annat

med den här krisen – och jag tror att Grekland betalar ett dyrt pris. Jag tror inte att det är en mjuk *bail-out*. Det finns inga tvivel om att detta är ganska tufft. 25 procent arbetslöshet – jag kallar inte det en mjuk *bail-out*! Jag tror att Grekland lider, men man kunde ha hoppats att Grekland skulle ha haft de politiska resurserna att säga: Vi har nått gränsen. Nu måste vi förändra oss. Snälla, hjälp oss att förändra oss! Det är inte vad de har gjort. Ledarna på andra sidan som har haft med grekerna att göra har varit helt förfärade över administrationen,

skatteproblemen och alla sådana saker. Det har varit riktigt tufft. Grekland måste skärpa sig. Annars kommer det att sluta riktigt illa.

Grekland kommer inte alltid att kunna säga: Om vi går ur det hela så blir det en enda röra! Den dagen kommer när Grekland kan gå ur och ingenting händer. Ingen kommer att blinka på natten. Grekland borde verkligen skärpa sig.

*Mårten Palme*

Vi har en gentlemenöverenskommelse om att sluta här. Tack!