

# ÄR EURON VÄRD ATT RÄDDA?

Om eurokrisens orsaker, möjliga lösningar och de långsiktiga kostnaderna för den gemensamma valutan

TANKESMEDJAN IDÉFABRIKEN

20121006

Författare: Tony Johansson

## **Om författaren**

**Tony Johansson** skriver en doktorsavhandling i ekonomisk historia vid Lunds universitet samt är ledarskribent i Västerbottens folkblad och Piteåtidningen.

## **Om Idéfabriken**

Idéfabrikens verksamhet syftar till, att genom opinionsbildande arbete påverka den politiska idédebatten och därigenom bidra till att omforma samhället i riktning mot ökad jämlikhet, solidaritet och rättvisa.

Vi vill bidra till en diskussion om hur ett ekologiskt hållbart, jämlikt och solidariskt samhälle skapas och en debatt om de ökande klyftorna i vårt samhälle.

Idéfabriken ska vara en bred plattform för andra bilder, andra synsätt, andra tankar och andra röster än de som ges plats i de traditionella medierna. En plattform för debatt och motbilder.

Idéfabriken är en religiöst och partipolitiskt obunden ideell förening, som bildades sommaren 2010 på initiativ av ABF Malmö.

Verksamheten är inriktad på seminarier och produktion av rapporter och reportage, med fokus på Öresundsregionen, Skåne och i synnerhet Malmö-området.

## Inledning

Den Ekonomiska och Monetära Unionen (EMU) 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.

Istället skisseras i denna rapport en annan förklaring i vilken de obalanser som byggdes upp inom eurozonen under perioden före finanskrisen står i centrum. Med en annan förklaring, följer också andra val av åtgärder. Med utgångspunkt i Keynes förslag till en sk betalningsunion, förslag som sedermera mynnade ut i Storbritanniens hållning i Bretton Woodsförhandlingarna 1944, diskuteras strategier för att desarmera kriser som orsakats av obalanser och huruvida det är möjligt att skapa institutioner som långsiktigt och successivt löser sådana obalanser på ett sätt som inte medför ekonomisk kontraktion och hög arbetslöshet.

---

<sup>1</sup> 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* 20100509. Detta är dessutom fel. Den faktiska pensionsåldern i Grekland är i nivå med den tyska (OECD 2009).

## 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 statskuld 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 procent 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 pakten) kriterier för skuldsättning. I tabell 2 redovisas genomsnittligt budgetunderskott för perioden före krisen och för krisperioden samt antal överträdelser av fördraget och pakten.

Tabell 1. Bruttoskulsättning som andel av BNP\*

Land	Offentlig bruttoskuld som andel av BNP					Antal överträdelser**
	1999	2007	2011	Δ1999-2007	Δ2007-2011	
Austria	66,8	60,2	72,3	-6,6	12,1	13
Belgium	113,6	84	97,8	-29,6	13,8	13
Finland	45,7	35,2	49,1	-10,5	13,9	0
France	58,9	64,2	86	5,3	21,8	9
Germany	61,3	65,2	80,6	3,9	15,4	12
Greece	94	107,4	165,3	13,4	57,9	13
Ireland	48	24,8	108,2	-23,2	83,4	3
Italy	113	103,1	120,1	-9,9	17	13
Luxembourg	6,4	6,7	18,2	0,3	11,5	0
Netherlands	61,1	45,3	65,2	-15,8	19,9	4
Portugal	49,4	68,3	107,8	18,9	39,5	8
Spain	62,4	36,3	69,1	-26,1	32,8	3

\* Källa: Eurostat, extracted 20120912

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

Tabell 2 Offentligt budgetsaldo som andel av BNP, genomsnitt per period\*

Land	1999-2007	2008-2011	Antal överträdelser*
Austria	-1,6	-3,0	3
Belgium	-0,3	-3,5	3
Finland	3,9	-0,3	0
France	-2,6	-5,8	7
Germany	-2,2	-2,2	7
Greece	-5,4	-11,2	12***
Ireland	1,6	-16,4	4
Italy	-2,8	-4,2	9
Luxembourg	2,5	0,2	0
Netherlands	-0,5	-3,7	4
Portugal	-4,1	-7,0	13
Spain	0,3	-8,4	4
* Källa: Eurostat, extracted 20120912, egna beräkningar			
** Antal gånger som Maastrichtavtalets och Tillväxt- och stabilitetspaktens krav om ett maximalt tillåtet underskott om 3 % under de tretton åren 1999-2011 överträts			
*** 2000-2011			

Fem länder har i skrivande stund fått stöd eller sökt om stöd via olika former av nödlån. Dessa är Grekland, Irland, Spanien, Portugal och Cypern.<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 procent 1999 till 36,3 procent 2007 och Irland från 48 procent till 24, 8 procent under samma period. Därefter vände skuldsättningen brant uppåt, men det är efter att finanskrisen slagit till. Skuldskrisen i dessa båda länder kan därför inte vara orsaken till eurokrisen; det är den ekonomiska krisen som har orsakat skuldskrisen. 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 procent 2003. Båda länderna hade under perioden 1999-2007 visserligen ett lägre genomsnittligt underskott än paktens kriterium om 3 procent, 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

<sup>2</sup> I denna rapport är fokus på de ursprungliga euroländerna samt Grekland som blev medlem 2001, varför Cypern inte kommer att diskuteras.

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<sup>3</sup>, 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 avsaknaden av interna nominella växelkurser, saknas effektiva sätt att stabilisera konjunkturförloppet i de olika ekonomierna inom eurozonen och spänningar byggs på sätt upp.

Asymmetriska chocker diskuterades och analyserades inför skapandet av den gemensamma valutan (en bra överblick återfinns i Calmfors 1996), medan frågan om trendmässiga skillnader mellan medlemstaterna antingen ignorerades eller antogs kunna lösas genom nominell löneflexibilitet. 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.

---

<sup>3</sup> Begreppet "asymmetric trends" användes såvitt jag vet först av Saint-Paul (2010). Men fenomenet är välkänt sedan tidigare och diskuteras bland annat i Ljungberg (2004) och Johansson och Ljungberg (2010). Se också Johansson och Ljungberg (2012) för en längre diskussion om asymmetriska trender ur ett historiskt perspektiv.

Tabell 3 Trender i BNP och produktivitetstillväxt, genomsnitt per period\*

Land	Årlig BNP-tillväxt		Årlig produktivitetstillväxt (BNP/h)	
	1999-2007	2008-2011	1999-2007	2008-2011
Austria	2,2%	0,6%	1,8%	1,1%
Belgium	2,0%	0,7%	1,2%	0,4%
Finland	3,2%	-0,2%	2,5%	0,8%
France	1,9%	0,2%	1,6%	0,9%
Germany	1,2%	0,8%	1,7%	0,3%
Greece	4,1%	-4,1%	2,9%	-1,1%
Ireland	5,1%	-2,0%	2,4%	3,2%
Italy	1,2%	-0,9%	0,3%	0,3%
Luxembourg	4,2%	-0,1%	1,9%	-0,8%
Netherlands	1,9%	0,1%	1,7%	0,8%
Portugal	1,1%	-0,8%	0,5%	0,7%
Spain	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\*

	2002	2005	2008	2011	1999-2007	2008-2011
Euro area (17 countries)	107	114	123	129	2,2%	1,5%
Belgium	107	113	123	131	2,0%	1,9%
Luxembourg	108	119	131	140	2,8%	2,2%
Germany	105	110	117	122	1,6%	1,3%
Ireland	115	125	136	133	3,3%	-0,8%
Greece	111	122	136	148	3,3%	3,2%
Spain	110	121	134	141	3,2%	1,6%
France	106	113	120	125	2,0%	1,4%
Italy	108	116	125	132	2,4%	1,7%
Netherlands	112	118	124	130	2,4%	1,4%
Austria	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), extracted 20120914, egna beräkningar.

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 procent, Grekland 4,1 procent och Spanien 3,4 procent. Samtidigt växte unionens största ekonomi, Tyskland, med endast 1,2 procent 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. Medan prisindexet för eurozonen ligger på 123 år 2008, ligger det i intervallet 134-136 för de tre snabbväxande länderna. Denna utveckling har gröpt ur dessa länders konkurrenskraft – här mätt som real effektiv växelkurs. 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 procent, Spaniens 24 procent och Irlands 48 procent. Detta hade i sin tur lett till stora underskott i utrikeshandeln (se tabell 5).

Tabell 5 Konkurrenskraft och bytesbalans

Country	Real effektiv växelkurs (2000=100)*			Bytesbalans (% av BNP)**		
	2003	2008	2011	2003	2008	2010
Austria	101	101	101	1,7	4,9	3,0
Belgium	108	113	114	3,5	-1,4	1,4
Finland	108	113	115	5,2	2,5	1,9
France	109	115	115	0,7	-1,8	-1,7
Germany	103	95	95	1,9	6,3	5,7
Greece	110	117	114	-6,6	-14,8	-10,6
Ireland	115	148	120	0,1	-5,8	0,5
Italy	113	123	122	-1,3	-2,9	-3,5
Netherlands	113	114	113	5,5	4,4	6,6
Portugal	109	113	109	-6,5	-12,6	-10,0
Spain	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 20120914

\*\* Källa IMF, Balance of Payment Statistics (jan 2012). Nedladdat 20120914

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 gäller detta Tyskland. Och med dess stigande konkurrenskraft (fallande real växelkurs) följde växande bytesbalansöverskott.

Sambandet mellan real växelkurs och utrikeshandel är dock långt ifrån absolut. Flera länder, däribland Nederländerna och Finland, har stigande real växelkurs och stora överskott i



utrikeshandeln. Men en stigande real växelkurs, kan även indikera strukturell förändring som är till godo för landets långsiktiga konkurrenskraft. Den reala växelkursens utveckling är därför endast en av flera variabler som måste studeras för att förstå vad som sker i eurozonen.

Att eurokrisen blivit så allvarlig beror på denna underliggande obalans mellan å ena Tyskland (och Österrike) vars konkurrenskraft stärktes (förblev oförändrad) och å andra sidan Grekland, Italien, Portugal, Irland och Spanien, vars konkurrenskraft försvagades. Följden blev överskott i utrikeshandeln för de förstnämnda och underskott för 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 (2010) lyfter fram Spanien som en illustration på detta. 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.

---

<sup>4</sup> Ett undantag är Krugman (1993).

## Penningpolitik och asymmetriska trender

De mekanismer som vi sett i aktion i eurozonen analyserads av Mundell redan för femtio år sedan (Mundell 1961). Hans exempel bestod av två länder, A och B. utgångsläget är att det råder full sysselsättning och handeln mellan de båda är i balans. Då inträffar ett skift i efterfrågan bort från de varor som produceras i land B, till förmån för de varor som produceras i land A. Arbetslösheten stiger således i land B medan inflationen stiger i land A. Underskott i utrikeshandeln uppstår i land B medan överskott uppstår i land A. Om växelkurserna tillåts bestämmas på valutamarknaderna, kommer land B:s valuta att depreciera, medan omvänt kommer valutan i land A att appreciera, vilket återställer balansen i utrikeshandeln. Antag nu att land A och land B har en gemensam valuta och en gemensam ränta. Då kan inte balans återställas genom växelkursjusteringar. Om den gemensamma räntepolitiken inriktas på att sänka arbetslösheten i land B, då kommer inflationen att stiga i land A. Om penningpolitiken inriktas på att bekämpa inflationen i land A, kommer istället arbetslösheten att stiga i land B. Liknande är de problem ECB ställts inför. Detta som en effekt av de olikheter i ekonomisk struktur, den låga rörligheten mellan nationella arbetsmarknader och avsaknaden av automatisk stabilisering via finanspolitiken.<sup>5</sup>

Dessa skillnader har vi redan observerat, och det skulle vara möjligt att avsluta analysen här. 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. Detta då de ledande beslutsfattarna uppenbart tagit för lätt på denna problematik, något vi kan låta den tidigare ECB-ledamoten Otmar Issing illustrera:

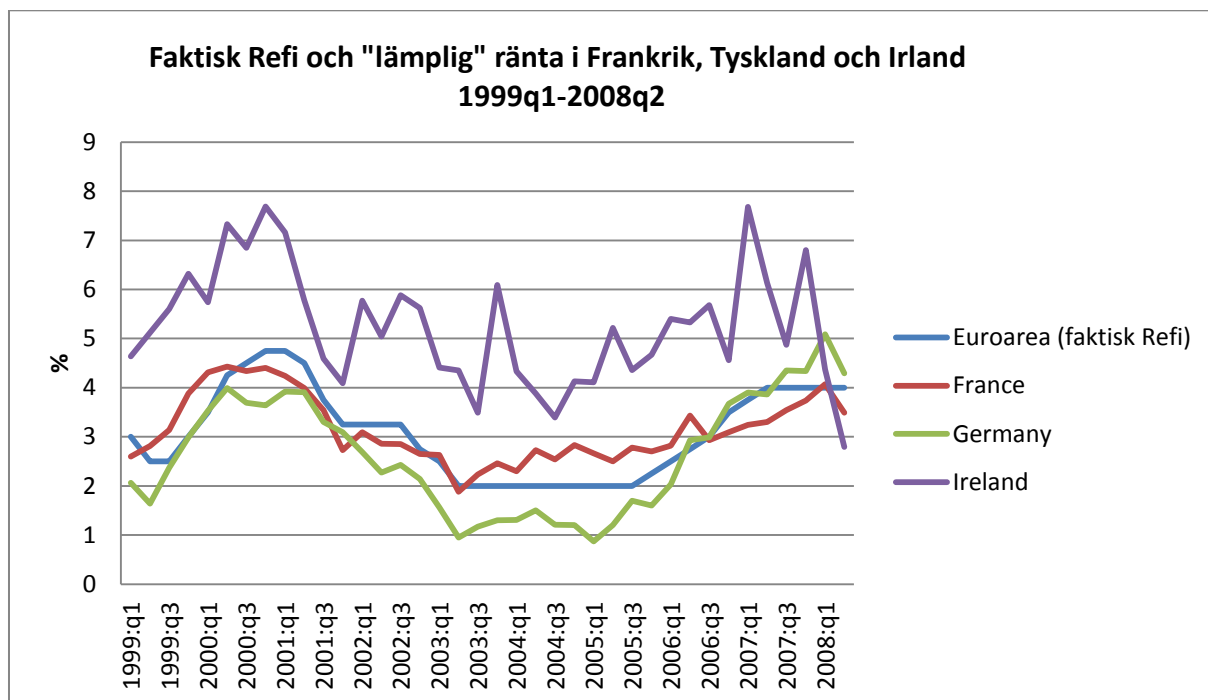
“On the eve of the changeover, I wrote a commentary on diversity and monetary policy in the euro area. To the question whether a single one-size monetary policy could fit all parties involved – be they national entities, social partners or economic actors – my answer was: “One size *must* fit all”. The political decision on the creation of EMU had resolved all discussions on whether monetary union should precede or follow political unity and the fulfilment of the criteria for an optimum currency area. Today, in light of the evidence gathered so far in the euro area, I am more confident in saying: “One size *does* fit all!” (Issing 2005)

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<sup>6</sup> för att analysera ECB:s räntepolitik i förhållande till de enskilda länderna (O’Leary 2004, Moon och Van Poeck 2005, Seyfried 2009, OECD 2008). Dessa studier visar att ECB:s ränta generellt sett, före krisen, var för låg för de idag krisdrabbade länderna. Dessa uppskattningar är emellertid baserade på att Taylorregeln är lämplig att följa och att ECB

<sup>5</sup> Den automatiska stabiliseringen via finanspolitiken ses vanligen som en stabiliseringsmekanism över tid, mellan låg- och högkonjunktur. Men den har en klar spatial dimension som får effekt när olika regioner utvecklas asymmetriskt i förhållande till landgenomsnittet, se Krugman (1993).

<sup>6</sup> Taylorregeln är den regel för räntesättning som John Taylor (1993) visade tämligen väl beskrev amerikanska riksbankens räntesättning 1987-92. Ekvationen är som följer;  $r = p + .5y + .5(p - p_0) + peq$ , med  $r$ =nominell styrränta,  $p$ =inflationstakten föregående fyra kvartal,  $y$ =BNP-gap,  $p_0$ = inflationsmål och  $peq$  är den reala jämviktsräntan.

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 1999q1-2008q2 och därefter tillämpat denna estimerade ekvation på nationell data.<sup>7</sup> Det som då erhålls är en uppskattning av lämplig räntenivå vid varje tidpunkt.<sup>8</sup>



I diagrammet illustreras resultaten för två av unionens tungviktare - Frankrike och Tyskland - i en jämförelse med en av lättviktarna - Irland. Det vi då ser är att den ränta som ECB satte för eurozonen (Refi), 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 konkurrenskraften och skapade underskott i utrikeshandeln; den höga prisökningstakten

<sup>7</sup> Den ekvation som estimeras har följande form:  $i_t = \alpha_1 + \beta_1 y_t + \beta_2 (p_{t4} - p_0) + e$ , där  $i_t$  = ECB:s REFI-ränta vid tidpunkt  $t$ ,  $p_{t4}$  är inflationstakten under de föregående fyra kvartalen som tjänar som en uppskattning av inflationsförväntningarna,  $p_0$  är inflationsmålet (=1,5 procent 1999-2003q2, därefter 2,0 (se Vaubel 2003 om ECB:s förändrade inflationsmål)) och  $y$  är BNP-gap. Konstanten  $\alpha_1$ , kommer att visa den nominella räntan när inflationen är på målet och BNP-gapet är noll. Den estimerade ekvationen, med  $R^2=0,89$ , ger följande koefficienter (p-värden inom hakparenteser):

$$i^* t = 2,83 + 0,73 y_t + 0,31 (p_{t4} - p_0)$$

[0.000] [0.000] [0.002]

<sup>8</sup> 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.

ledde till en bostadsbubbla; när bostadsbubblan sprack, utvecklades en bankkras som den irländska regeringen ansåg sig tvingad att lösa, vilket resulterade i ett budgetunderskott på 31 procent av BNP 2010 och i en statskuld som skenade i väg till över 90 procent 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 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.<sup>9</sup>

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 viktas, 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 inflationsavvikelse, 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. Resonerar 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

---

<sup>9</sup> Det är för övrigt en vanlig invändning mot ovan resonemang, nämligen att problemet inte är den gemensamma räntepolitiken, utan att arbetsmarknadsinstitutionerna och förändringar i dessa är problemet. Denna invändning skjuter dock bredvid målet, eftersom det finns två huvudkategorier av orsaker till att penningpolitiken inte passar alla. Den första kategorin består av de olika ländernas ekonomiska struktur, den andra av de olika ländernas institutionella struktur. En gemensam penningpolitik förutsätter såväl likartad ekonomisk struktur som likartad institutionell struktur. Samma ekonomiska förändring i två länder med likartad ekonomisk struktur, kan ge olika effekter på priser, löner, produktivitet o s v, beroende på den institutionella strukturen. Att göra gällande att det underliggande problemet inom eurozonen är olikheterna i institutionell struktur är således detsamma som att medge att eurozonen passar dåligt för en gemensam valuta.

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 (europluspakten, sexpaket, finanspakten) 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 "självordspakt" (Daily Telegraph 20120117).

Men även om fokus 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" (Reuters 20100412). 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.<sup>10</sup>

### Keynes symmetriska lösning

Även om vi bortser från de i och för sig viktiga demokratiska aspekterna och de politiska risker som följer av ett sådant agerande, och håller oss till det rent ekonomiska perspektivet, är dessa åtgärder ineffektiva jämfört med det alternativ som skulle ha stått till buds om det hade varit möjligt att genomföra samma anpassning över de nominella växelkurserna.<sup>11</sup> 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 sk betalningsunion (Keynes 1980). 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 guldmyntfoten (Temin 1991), 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.<sup>12</sup> 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>13</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 (Davidsson 2009). När dessa obalanser sedan ska rättas till genom

<sup>10</sup> Se Hilmersson och Janlöv (2012) för en god sammanfattning av hur fackliga rättigheter angripits som ett led i krisaneringen. Se också Elmbrant (2012a och 2012b).

<sup>11</sup> Se Weisbrot och Rei (2011) för en översikt över hur ineffektivt interndealvering är i jämförelse med extern devalvering.

<sup>12</sup> Ett exempel på en standardbeskrivning i vilken Keynes radikalitet är nedtonad utgörs av Eichengreen (1998).

<sup>13</sup> "It is characteristic of a freely convertible international standard that it throws the main burden of adjustment on the country which is in the debtor position on the international balance of payments, - that is on the country which is (in this context) by hypothesis the weaker and above all the smaller in comparison with the other side of the scales which (for this purpose) is the rest of the world." (Keynes 1980:27).

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 jämviktsläge som inte är förenligt med full sysselsättning.<sup>14</sup> 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 skulle betalningsunionen kunna 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 skulle få kräva åtgärder som leder till deflation.<sup>15</sup> Därför är det rimligare att tala om en inflationistisk tyngdpunkt eller en asymmetrisk-inflatorisk lösning på problemet med internationella obalanser.

### Keynes och eurokrisen

Keynes förslag är 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 tämligen osannolik, men en symmetrisk lösning i vilken överskottsländernas inflation pressas några procentenheter 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

---

<sup>14</sup> Erfarenheten från depressionen är just denna. De länder som höll fast länge vid guldkopplingen och därmed tvingades till deflation, fick i genomsnitt en långsammare återhämtning än de länder som lämnade tidigt i det s k Sterlingblocket. Egna beräkningar på Maddisons historiska BNP-data.

<sup>15</sup> "In putting forward these proposals, the British representatives should make it clear that the measures/.../ which the Governing board can ask a country to take 'to improve its position', if it has a substantial debit balance, do not include a deflationary policy, enforced by dear money and similar measures, having the effect of causing unemployment; for this would amount to restoring, subject to insufficient safeguards, the evils of the old automatic gold standard" Keynes (1980:143).

hålla dagens valutaunion intakt och samtidigt lösa obalanserna med deflation i krisländerna, kommer att bli högt i form av massarbetslöshet och låg tillväxt under lång tid framöver.

Ovan berör det korta perspektivet. En ekonomisk lösning finns, frågan är om det finns en politisk. Men valutaunionens långsiktiga problem är svårare att lösa, även ur ett ekonomiskt perspektiv. Keynes förslag är 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 "the evils of the old automatic gold standard".

På alla dessa punkter bryter EMU mot Keynes antaganden. Förutsättningen för att kunna expandera en ekonomi och därmed motverka överskott i utrikeshandeln, är kontrollen över penningpolitiken och finanspolitiken. Penningpolitiken ligger hos ECB och finanspolitiken regleras av tillväxt- och stabilitetspakten och i framtiden av finanspakten. Det enda som återstår för länder i EMU, om överskott uppstår i utrikeshandeln, är att höja lönerna. Det kan möjligen fungera under vissa omständigheter, men i andra situationer – stram penningpolitik och balans i de offentliga finanserna – riskerar effekten bli stagflation. Dessutom förutsätter det att lönerna kan dikteras av staten, vilket är oförenligt med de löneförhandlingsmodeller som finns i Europa. Därför är förslaget om en extern stabilitetspakt, vilken hämtar inspiration från Keynes betalningsunionsförslag, och i vilken överskott såväl som underskott i utrikeshandeln skulle straffas på ett symmetriskt sätt (se Dullien och Schwartzer 2009) inte en lösning. En sådan pakt skulle straffa länder som inte har de facto kontroll över sin utveckling, eftersom den i hög utsträckning styrs av Europeiska centralbanken. Det är tveksamt hur effektivt en sådan pakt skulle vara och moraliskt skulle det av ovan skäl vara en tveksam pakt.

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

### **Utan Keynes lösning fastnar EU i den gemensamma valutans trilemma**

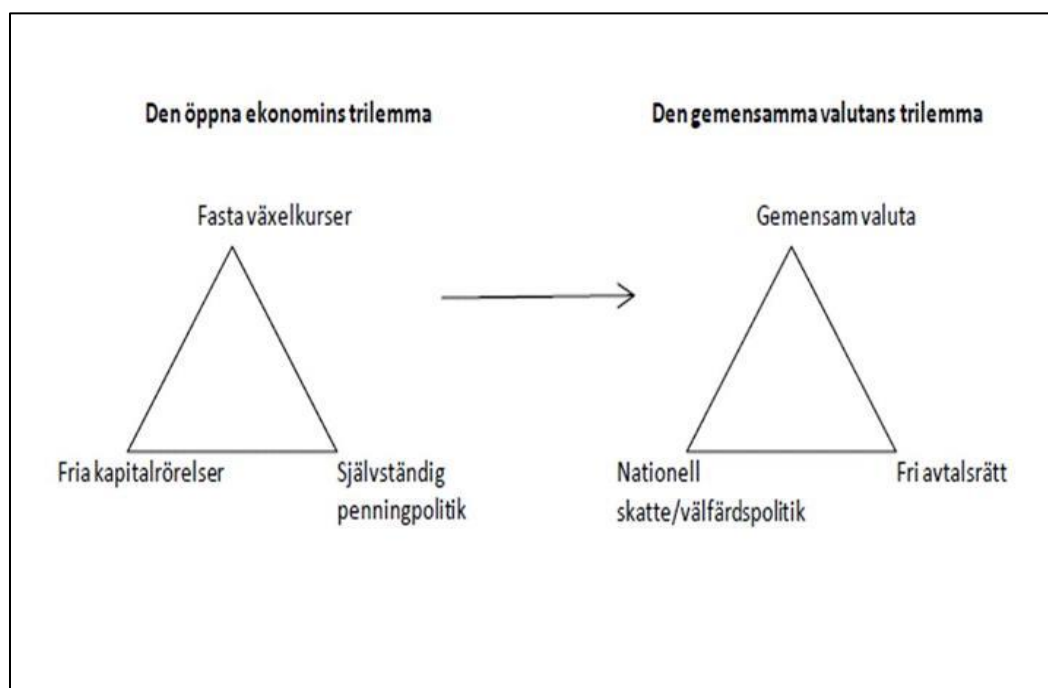
Keynes förslag syftade till kombinera olika aspekter av det som senare har kommit att kallas den öppna ekonomins trilemma<sup>16</sup>, vilket består i en motsättning mellan fria kapitalrörelser, fasta växelkurser och självständig penningpolitik. En stat kan endast förverkliga två av dessa – därav uttrycket trilemma (se Johansson och Ljungberg och där hänvisad litteratur för diskussion om den öppna ekonomins trilemma). Med självständig penningpolitik avses i detta sammanhang att den kan användas till annat än att endast hålla inflationen i takt med omvärlden, exempelvis till att gynna tillväxt och sysselsättning. Om kapitalrörelserna är fria över nationsgränserna, kan en stat upprätthålla fasta växelkurser endast om den är beredd att inskränka penningpolitiken till att hålla inflationen i schack, oavsett vilka konsekvenserna blir för sysselsättning och tillväxt. Detta var en insikt som växte fram under 1980-talets EMS-system, med de återkommande devalveringarna gentemot D-marken vilka dock upphörde i slutet av 80-talet eftersom det blev omöjligt att ens diskutera växelkursjusteringar, då sådana diskussioner ledde till självuppfyllande attacker mot växelkurserna (Eichengreen 1998).

---

<sup>16</sup>I förhållande till trilemmat innebar alltså Keynes förslag att kapitalrörelserna reglerades, växelkurserna blev fasta men justerbara och en expansiv mekanism infördes för penningpolitiken genom reglerna för betalningsunionen.



Figur 1: Från den öppna ekonomins trilemma till den gemensamma valutans trilemma.



Denna utveckling, som gjorde fastvalutasystem mycket sårbara, är en av bevekelsegrunderna för EMU. För genom att skapa en gemensam valuta, upphävdes till synes den öppna ekonomins trilemma inom eurozonen – fria kapitalrörelser, de facto fasta växelkurser och en penningpolitik som formellt är självständig eftersom euron flyter. Men vad en del inte förstod, andra inte talade klarspråk om var att man gick från den öppna ekonomins trilemma till den gemensamma valutans trilemma, vilket är ett trilemma som existerar i alla stater som har en och samma valuta. Men till skillnad från EMU, har normala statsbildningar andra mekanismer som förmår att hantera de problem som en gemensam valuta medför. Dessa mekanismer har uppstått genom att den historiska utvecklingen, föregått eller utvecklats parallellt med valutasystemet, varför invånare, politiker och ekonomer sällan tänker på de motsättningar som faktiskt finns i ett valutaområde vars regioner utvecklas i olika takt.

Den gemensamma valutans trilemma består i att av de tre målsättningarna *gemensam valuta*, *nationell skatte-/välfärds politik* och *fri avtalsrätt* (att arbetsmarknadens parter avtalar om löner och villkor), måste en strykas. Skälet är att om man inför en gemensam valuta försvinner två centrala anpassningsmekanismer, d v s växelkursmekanismen och räntepolitiken.

EU måste förhålla sig till detta trilemma och välja en av fyra vägar.

Den första vägen som, givet detta trilemma, kan väljas, är att göra såsom normala stater gör och dämpa spänningarna genom att skapa en central finanspolitik som automatiskt utjämnar konjunkturerna i regionerna- genom skatter, välfärdsutgifter och krav på att människor söker arbeten i andra delar av landet. Eurozonen kan göra på samma sätt. Men det saknas politiskt och folkligt stöd. Priset är för det första att det nationella självbestämmandet över skatter och välfärdsregim måste överlämnas till en central EU-nivå. För det andra måste arbetslöshetsförsäkringen överföras till EU-nivå, harmoniseras och tillföras ett jobsökarkriterium som tvingar arbetslösa som önskar ersättning från kassan att söka arbete i hela EU. Det är mekanismer av denna typ som idag verkar inom EU:s medlemsstater och liknande måste tillskapas på EU-nivå om spänningarna inom Eurozonen ska kunna lösas såsom de löses på nationell nivå.

Den andra vägen är att inskränka den fria avtalsrätten.<sup>17</sup> Vi har sett embryon till detta i såväl förslag från EU-kommissionen som i praktisk politik gentemot krisdrabbade länder (Hilmersson och Janlöv 2012, Elmbrant 2012a och 2012b). Men för att detta ska fungera som en alternativ mekanism för att hantera de obalanser som den gemensamma valutan ger upphov till, krävs en permanent överstatlig lönekontroll i syfte att tillse att reallöneökningarna i respektive land blir i nivå med produktivitetstillväxten så att obalanser i konkurrenskraft och utrikeshandel inte uppstår. Priset för detta alternativ är naturligtvis uppenbart: statlig/överstatlig kontroll över lönebildning och inskränkningar av konflikträtten.

Den tredje vägen är att upplösa valutaunionen. Kostnaderna skulle bli gigantiska, men de problem som har skapats med den gemensamma valutan skulle lösas.

Den fjärde vägen är att man konstaterar att samtliga tre ovan vägar saknar politiskt stöd, varför tillräckliga åtgärder inte vidtas, åtminstone inte under de närmsta åren. Effekten av en sådan politik är en haltande union, som med jämna intervall går in i liknande obalanskriser som här har beskrivits, med sänkt långsiktig tillväxt och långsiktigt högre arbetslöshet<sup>18</sup> som resultat. Denna fjärde väg, vilken jag håller för troligast, 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 överskott (se Krimpas 2010 som lyfter fram denna farhåga). 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 och tillväxt, istället framkalla motsatta effekter.

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

Mitt svar är nej.

---

<sup>17</sup> Det kan noteras att om detta fanns insikter redan början 1970-talet. Så kan vi läsa följande i Wernerplanen, i vilken en gemensam valuta föreslås införas i tre steg: "In this context, in order to avoid the emergence of excessive divergencies, the trend of incomes in the various member countries will be studied and discussed at the Community level with the participation of the social partners" (Council-Commission 1970, 12). Dessa formuleringar ligger i sak nära de som finns i de åtgärds paket som antagits under senare år, bland annat i europluspakten.

<sup>18</sup> Se Ball (1999) för en analys av riskerna att tillfälliga öknningar i arbetslösheten ger upphov till permanent högre arbetslöshet.

## Källor

- Ball, Laurence; N. Gregory Mankiw; William D. Nordhaus (1999) Aggregate Demand and Long-Run Unemployment *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1999, No. 2. (1999), pp. 189-251.
- Calmfors, Lars (1996), Sverige och EMU, SOU 1996:158. Huvudbetänkande.
- Commission-Council (1970) *Report to the Council and the Commission on the realization by stages of economic and monetary union In the Community*, Luxemburg
- Davidson, Paul (2009) *The Keynesian solution – the path to global economic prosperity*, Palgrave MacMillan, NY.
- Dullien, Sebastian, Daniela Schwartz (2009) The Euro Zone needs an External stability pact, SWP Comments 9 July 2009.
- Eichengreen, Barry (1998) *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton university Press.
- Elmbrant, Björn (2012a) *Europas Stålbud*, Atlas, Stockholm.
- Elmbrant, Björn (2012b) *Det skulle bli så bra, Euron och hoten mot demokratin*, Atlas, Stockholm.
- Hilmersson, Per och Åsa Janlöv (2012), *EU:s krisåtgärder och de fackliga rättigheterna*, LO/TCO/SACO Brysselkontor, rapport.
- Issing, Otmar (2005) „One size fits all! A single monetary policy for the euro area“, speech for International Research Forum, Frankfurt am Main, 20 May 2005 (<http://www.ecb.int/press/key/date/2005/html/sp050520.en.html>)
- Johansson, Tony och Jonas Ljungberg (2010), „Euron – frälsarkrans eller kvarnsten i krisens Europa?“, in L. Oxelheim, L. Pehrson and T. Persson (eds), *EU och den globala krisen. Europaperspektiv 2010*, Tallin: Santérus
- Johansson, Tony och Jonas Ljungbergs (2012) *Asymmetric trends and European monetary policy in the post-Bretton Woods era*, paper presented at the symposium *The euro: (Greek) Tragedy or Europe's Destiny?*, in Bayreuth 11-12 January 2012
- Krimpas, G. E. (2010) *The Recycling Problem in a Currency Union*, wp no595, Levy Economics institute, Bard College
- Krugman, Paul (1993) "Lessons of Massachusetts for EMU" in *Adjustment and growth in the European Monetary Union*, Francisco S. Torres, Francesco Giavazzi.
- Krugman, Paul (2010) *Anatomy of a Euromess*, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/02/09/anatomy-of-a-euromess/>
- Keynes, John M. (1980), *The collected writings of John Maynard Keynes XXV*, Activities 1940-44, Shaping the post-war world, the clearing union, Cambridge: Cambridge University Press
- Ljungberg, Jonas (2004), „The EMU in a European Perspective. Lessons from Monetary Regimes in the Twentieth Century“, J. Ljungberg (ed.), *The Price of the Euro*, Basingstoke: Palgrave Macmillan
- Moon C., and van Poeck, A. (2005) „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.
- Mundell, Robert A. (1961) „Theory of Optimum Currency Areas“, *American Economic Review*, 51: 657-665
- OECD (2008) *OECD Economic Survey: Denmark*, OECD, Paris.
- OECD (2009) *Society at a Glance, Social Indicators*, OECD, Paris
- O'Leary, Jim (2004) „Some thoughts on macroeconomic Policy in the Euro Zone“, working paper.
- Saint-Paul, Gilles (2010) „Is the euro a failure?“ <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4999>
- Seyfried, Bill (2009) „Monetary policy and the housing bubble: a multinational perspective“ (unpublished) <http://www.aabri.com/OC09manuscripts/OC09011.pdf>
- Soerensen, Christoffer Kok and Werner, Thomas (2006) „Bank interest rate passthrough in the euro area: a cross country comparison“, *ECB Working Paper*, no. 580.
- Taylor, John B. (1993) „Discretion versus policy rules in practice“, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39: 195-214.
- Temin, Peter (1991) *Lessons from the great depression*, MIT Press
- Vaubel, Roland (2004) „A Critical Analysis of the EMU and of Sweden Joining It“, in J. Ljungberg (ed.), *The Price of the Euro*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Weisbrot, Mark and Rebecca Ray (2011) *Latvia's Internal Devaluation: A Success Story?*, CEPR, Washington

## Tidningsartiklar

Dagens Industri (2010) "Borg: Vi ska inte betala för att greker går i pension vid 40" *Dagens industri* 20100509.

Daily Telegraph (2012) Stiglitz says European austerity plans are a 'suicide pact'

<http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/9019819/Stiglitz-says-European-austerity-plans-are-a-suicide-pact.html#> *Daily Telegraph* 20120117

Reuters (20100412) Deflation the only option for Greece: IMF chief, Reuters 20100412,

<http://www.reuters.com/article/2010/04/12/us-imf-strauss-kahn-idUSTRE63B1BB20100412>