

Recessioner: är EU och euroområdet rustade för en ny nedgång?



Monika Hjeds Löfmark

Monika Hjeds Löfmark

**Recessioner: är EU och
euroområdet rustade för
en ny nedgång?**

– Sieps 2023:1 –

Rapport nr. 1
Juni 2023

Utges av Svenska institutet för europapolitiska studier

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

Omslag: LuxLucid
Tryck: EO Grafiska AB

Stockholm, juni 2023

ISSN 1651-8942
ISBN 978-91-89498-07-5

Förord

Europas ekonomi har drabbats hårt av konsekvenserna av pandemin och Rysslands fullskaliga invasion av Ukraina. Tillväxten har minskat, inflationen stigit snabbt och räntorna höjts. Samtidigt har politiken agerat kraftfullt, vilket kan dämpa de negativa effekterna på sikt. För närvarande medför också säsongeffekter att det är mindre press uppåt på energipriser och flera livsmedel. Osäkerheten kring EU:s framtida tillväxt och inflation är dock fortsatt stor.

Mot den bakgrunden syftar denna rapport till att öka förståelsen av recessioner. Den innehåller en genomgång av tidigare ekonomiska nedgångar och ger förklaringar av begrepp som ofta används i forskning och debatt. I rapporten beskrivs vidare de åtgärder som introducerats i EU och euroområdet efter de senaste kriserna, liksom vilka åtgärder som har brister och vilka som saknas helt.

Rapporten visar att europeiska institutioner och organ idag har bättre kunskap och fler verktyg för att minska risken för finansiell instabilitet. Även om EU:s finanspolitiska regelverk inte alltid följs har både institutioner och enskilda stater därmed bättre förutsättningar att hantera kommande kriser. Men utmaningar kvarstår. En grundläggande fråga för EU och EMU är i vilken utsträckning bördor ska delas gemensamt.

Recessioner är återkommande och får sociala, ekonomiska och politiska effekter. En sådan effekt är de omfördelningar som sker i samband med en recession: såväl samhällsgrupper som länder drabbas i varierande utsträckning. Det gäller EU och i än högre grad euroområdet, där ekonomierna är tätt sammanflätade men har skilda förutsättningar.

Steps förhoppning är att läsaren med hjälp av denna rapport lättare ska kunna följa EU:s ekonomiska utmaningar och utveckling framöver.

Göran von Sydow
Direktör

Om författaren

Monika Hjeds Löfmark, filosofie doktor i nationalekonomi, är forskare vid Sieps. Hennes forskningsintressen rör EU:s ekonomiska politik, sociala frågor och samhällsförändringar.

Innehåll

Sammanfattning	6
1 Inledning	10
2 Recession och andra vanliga begrepp vid ekonomisk nedgång	12
2.1 Recessioner i stora drag – en kort genomgång	12
2.2 Inflation	14
2.3 Utbuds- eller efterfrågechocker	16
2.4 Åtgärder: penningpolitik och finanspolitik.....	16
2.5 Översikt: globala kriser och eurokrisen	20
3 Hur har verktygen i EU förändrats och fungerar de bättre i en recession?	27
3.1 Mycket har blivit bättre sedan tidigare kriser	27
3.2 Utmaningar kvarstår – euroområdet	36
4 Slutdiskussion	44
Referenser	46
Executive summary	53

Sammanfattning

Kombinationen av en global pandemi och krig i Ukraina har påverkat EU:s medlemsländer på många sätt. En del konsekvenser rör ekonomin. Inflationen är hög i flertalet EU-länder och risken för recession är överhängande, vilket sätter press på både medborgare och beslutsfattare på en rad olika nivåer. Runtom i världen diskuteras om en global recession är på väg. Men vad är en recession och vad kan en sådan medföra för EU och euroområdet? I denna rapport diskuteras vad en recession innebär, hur recessioner tidigare har gestaltat sig i EU, och i viss mån globalt, samt vad olika nyckelbegrepp som ofta används i forskning och debatt betyder. Därefter presenteras vilka åtgärder som introducerats i EU efter de senaste kriserna för att motverka kraftigare ekonomiska nedgångar, vilka åtgärder som har brister och vilka som saknas helt.

En recession definieras ofta som en period om (minst) två på varandra efterföljande kvartal av avtagande tillväxt i ett enskilt land eller ett område bestående av flera länder, vilket innebär att det dröjer minst ett halvår in i en recession innan den kan fastställas. Sedan införandet av euron 1999 har euroområdet upplevt tre recessioner: den stora recessionen 2008–09, den europeiska statsskuldskrisen 2011–2013 samt recessionen i samband med pandemin. En recession påverkar inte bara BNP, utan även faktorer som arbetslöshet, tillgångspriser, bostadspriser, kreditgivning, internationell handel, kapitalflöden och investeringar. De större recessionerna är särskilt förknippade med arbetslöshet, nedgångar i internationell handel och bostadspriser. Recessioner som involverar bankkriser och kreditåttstramningar har i genomsnitt varit längre och djupare än andra. Recessioner sprider sig mellan länder bland annat via internationell handel, växelkurser och integrerade finansmarknader. Det gäller i hög grad EU och i synnerhet euroområdet.

Vad gäller vanligt förekommande begrepp i samband med recession är inflation ett bra exempel, eftersom de flesta recessioner är präglade av höga och volatila prisstegringar. Att en stabil och relativt låg inflation är gynnsam för ekonomier är väl belagt i litteraturen. Det främsta skälet till att centralbanker har inflationsmål är att det bidrar till prisstabilitet, vilket skapar förutsättningar för långsiktighet och ökad förutsebarhet i ekonomin, både för företag och hushåll.

När det gäller åtgärder för att motverka och mildra effekter av recessioner diskuteras främst penningpolitik och finanspolitik. Centralbanker har viktiga val att träffa för penningpolitiken: takten och tidpunkten för samt ordningsföljden av balansräkningsjusteringar och räntehöjningar kan påverka hur väl en recession pareras. Tydlig och trovärdig kommunikation samt tajming är av största vikt för en lyckosam penningpolitik. Även finanspolitiken är ett fint spel med pjäser som inramas av politik, ekonomi

och olika tidpunkter för när de olika åtgärderna får effekt. I EU saknas en gemensam finanspolitisk suveränitet, men det finns gemensamma regler som bildar verktyg för kommunikation, koordination och genomlysning av ekonomier. Om en recession ska stävjas är det dessutom viktigt att finans- och penningpolitiken inte motverkar varandra. I länder där det finns mer svängrum för finans- och penningpolitik drabbar recessioner mindre hårt, eftersom större manöverutrymme kan verka skyddande.

I den historiska översikten i rapporten lyfts det fram att många förändringar har skett efter varje recession. I rapporten fokuseras främst på vad som förändrades i samband med den globala finanskrisen, eurokrisen och pandemikrisen. Sammantaget har förändringarna efter finans- och eurokrisen försett europeiska institutioner och organ med en rad verktyg för att ingripa vid behov, i syfte att minska hoten mot den finansiella stabiliteten. Exempelvis finns det nu regler kring rekonstruktion om en bank går i konkurs. Det finns idag också en bredare kunskap bland både nationella och europeiska myndigheter och institutioner kring de stora problem som finansiell instabilitet kan medföra. Den nya finansiella systemen och tillsynsstrukturerna gör euroområdet mer motståndskraftigt och minskar riskerna för att det skapas endogena chocker och för att exogena chocker förstärks.

Rörande brister eller sådant som saknas i euroområdet lyfter flera forskare återkommande frågan om en mer centraliserad och enhetlig finanspolitisk styrning. Diskussionen rör bland annat införandet av någon form av centraliserad skattemyndighet eller överföringssystem. En sådan myndighet skulle kunna stödja länder i euroområdet som drabbats av idiosynkratiska chocker, men den skulle också kunna tillhandahålla ett gemensamt finanspolitiskt verktyg för makroekonomisk stabilisering. Ett problem i samband med gemensamma lösningar är att en riskfördelning – utan en effektiv riskreduceringsstrategi – kan leda till överdrivet risktagande, vilket riskerar att öka instabiliteten. Exempelvis kan ett land bli sämre på att skapa en buffert om det förväntar sig att ECB kommer till undsättning vid en framtida kris. Problemet med att minska skuldsättningen i kraftigt skuldsatta länder får också sägas till stora delar vara olöst. Det föreslås dock förändringar i regelverket (stabilitets- och tillväxtpakten) i syfte att länderna i ökad utsträckning ska följa reglerna och för att stärka det nationella ägandet av åtgärdsprogram.

En annan fråga som lyfts fram som en svaghet är frånvaron av ett gemensamt insättningsförsäkringssystem. Utan en sådan kopplas säkerheten för banktillgodohavanden till landets ekonomi och regeringens styrka: vissa kunder och investerare kommer att reagera på en nationell finanspolitisk kris genom att överföra sina insättningar till ett annat land, vilket riskerar att utlösa en likviditetskris för banksektorn i det egna landet vid en recession. Flera forskare menar att ett gemensamt insättningsförsäkringssystem skulle vara en stabiliserande faktor vid recessioner.

Flera ekonomer pekar också på att en gemensam kapitalmarknad i EU skulle kunna ha positiva effekter vad gäller både tillväxt och stabilitet. Liksom med alla regleringar finns det dock också risker och svårigheter. En sådan svårighet är att en kapitalmarknadsunion involverar många enskilda delar som alla måste fungera väl för att den ska få de fördelar som nämnts ovan. Exempelvis är det nödvändigt med transparent information och att teknik och säkerhet fungerar lika väl inom hela unionen. Annars riskerar den att förvärpa klyftorna i EU. Mycket av det som föreslagits rörande kapitalmarknadsunionen är ännu inte genomfört eller ens påbörjat. Det är därför för tidigt att säga om och i så fall när kapitalmarknadsunionen kan sjösättas i en sådan utsträckning att den får stabiliserande effekter för EU:s ekonomi. Det har inte skett än, men en lösning ligger närmare till hands än när det gäller flera av de andra utmaningar som nämnts ovan, och den är också mindre kontroversiell.

Den viktigaste aspekten av EU:s och EMU:s stabilitet är till syvende och sist medborgarnas stöd och förtroende. Här visar undersökningar, Eurobarometern, att stödet över lag är fortsatt högt.

Sammanfattningsvis har europeiska institutioner och organ idag bättre verktyg att minska risken för finansiell instabilitet. Det finns nu större buffertar och fler regler kring rekonstruktion om en bank fallerar. Den nya finansiella strukturen och tillsynssystemen gör euroområdet mer motståndskraftigt och minskar riskerna för att skapa och förstärka chocker. Det finns kunskap kring de stora problem som finansiell instabilitet och makroekonomisk instabilitet kan medföra. Kommunikation, transparens och samarbeten har ökat, och även om det finanspolitiska regelverket inte alltid följs har både institutioner och enskilda stater fler instrument och större erfarenhet av att hantera kriser. Men det betyder inte att EU och euroområdet kan undvika recessioner framöver. En av de grundläggande utmaningarna för EU och EMU handlar om i vilken utsträckning bördor ska delas gemensamt och vilka konsekvenser mer – eller mindre – integration kan få. Avvägningen mellan överdrivet risktagande och stabilitet återkommer.

Lika säkra som vi kan vara på att det kommer nya ekonomiska nedgångar, lika säkra tycks vi kunna vara på att nya åtgärder kommer att introduceras för att stabilisera läget. En utmaning vi ser nu är att centralbankerna höjer räntorna kraftfullt, vilket i tidigare recessioner har bidragit till ytterligare nedgångar. Svårigheten är att effekterna kommer först med fördröjning och att många centralbanker agerar på samma vis. Det är oklart om det senare räknas in korrekt i enskilda länders agerande. En annan utmaning är att flera centralbanker samtidigt börjar med kvantitativa åtstramningar, vilket sannolikt också leder till räntehöjningar, men här är konsekvenserna inte fullt kända. Huruvida avvägningen mellan minskad inflation och recessionsdrivande åtstramningar är korrekt gjord denna gång vet vi ännu inte. Men för närvarande fortsätter

åtstramningarna i enlighet med de oberoende centralbankernas huvuduppgift: att sträva efter en stadig inflationstakt på runt två procent. Med tiden får vi veta om de lyckas med uppgiften.

1 Inledning

Kombinationen av en global pandemi och krig i Ukraina har påverkat många av EU:s medlemsländer. Inflationen är hög i flertalet EU-länder och risken för recession är överhängande, vilket sätter press på både medborgare och beslutsfattare på en rad olika nivåer. Runtom i världen diskuteras om en global recession är på väg, och under hösten 2022 kom flera institutioner, bland annat Internationella valutafonden (IMF) och Europeiska centralbanken (ECB), med alltmer pessimistiska scenarier. I början av 2023 syntes dock några positiva signaler, bland annat från euroområdet, men i samband med förlusterna i exempelvis Silicon Valley Bank och Credit Suisse växer farhågor för att oroligheterna ska sprida sig till EU.

Vad är en recession och vad kan en sådan medföra för EU och euroområdet? I denna rapport diskuteras vad en recession innebär, hur recessioner tidigare har gestaltat sig i EU, och i viss mån globalt, samt vad olika nyckelbegrepp som ofta används i forskning och debatt betyder. Därefter presenteras vilka åtgärder som introducerats i EU efter de senaste kriserna för att motverka kraftigare ekonomiska nedgångar, vilka åtgärder som har brister och vilka som saknas helt.

Skälen till att recessioner är oönskade är att många företag och hushåll råkar illa ut, arbetslösheten och fattigdomen ökar och människors hälsa riskerar att försämrans. Det finns också flera studier som pekar på att tilliten till olika institutioner minskar under en recession, att risken för populism ökar och att framtidsförväntningar påverkas negativt, vilket i sin tur kan influera synen på demokrati och styrning (Passari 2020). Prisökningar drabbar vidare generellt låginkomsthushåll oproportionerligt mycket, påverkar män och kvinnor på olika sätt och går ut över EU:s medlemsstater i varierande utsträckning; recessioner omfördelar (Clays et al. 2022).¹ Oavsett om tillväxtpilarna snart pekar uppåt eller inte finns det dessvärre anledning att diskutera recessioner; de återkommer och avslöjar svagheter i investeringar och institutioner. Som investeraren Warren Buffet (1994) formulerat det, ett citat som återkommande används: *Only when the tide goes out do you discover who's been swimming naked.*

¹ Rapporten fokuserar inte på hur recessioner påverkar olika grupper. Här ska det dock framhållas att skillnaden mellan hur män och kvinnor påverkas ofta analyseras utifrån effekter på den formella arbetsmarknaden. Mycket arbete som görs av kvinnor utförs emellertid informellt (särskilt hushållsarbete och omhändertagande av barn), även om andelen kvinnor som arbetar på den formella arbetsmarknaden har stigit under 2000-talet, varför måttet ska ses med försiktighet. Ett antal studier visar att kvinnor har varit relativt väl skyddade (på den formella arbetsmarknaden) under tidigare recessioner i Europa, men att kvinnor råkat sämre ut än män i samband med åtstramningar efter eurokrisen och under pandemin. (Rubery et al. 1999; Humphries 1988; Rubery 1998; Bluedorn et al. 2021; Alon et al. 2020). Det senare kan bero på att kvinnors sysselsättning var koncentrerad till hårt drabbade sektorer som restauranger, och att kvinnor fick ökat barnomsorgsbehov på grund av skol- och daghemsnedstängningar under pandemin.

För att minska risken för och motverka effekter av recessioner används särskilt två verktyg för att styra ekonomin: penningpolitik och finanspolitik. I euroområdet övertog ECB som bekant flera nationella centralbanksuppgifter i samband med övergången till den gemensamma valutan. Den viktigaste penningpolitiska uppgiften, att bevara prisstabilitet, är därmed ECB:s ansvar i dessa länder. ECB och övriga centralbanker i EU har sedan en tid tillbaka höjt räntorna i syfte att få ner inflationen, men de vill akta sig för att höja så mycket att penningpolitiken *i sig* orsakar en recession. Historiskt har det varit svårt att balansera sådana förlopp; att dra åt för mycket och för snabbt kan orsaka onödig skada. Men att göra för lite riskerar att bli kostsamt i längden.

Finanspolitiken har kommit att integreras, särskilt i samband med covid-19-pandemin (Andersson och Jonung 2023). Fortsatt är den dock i stor utsträckning en nationell kompetens i hela EU, även om regelverk och processer finns för att stabilisera den ekonomiska politiken i unionen. Högre energi- och livsmedelspriser har skapat ett stort tryck på ekonomiskt stöd för att minska produktions- och levnadskostnader i EU. Den stora utmaningen med stöd är att de som baseras på ytterligare offentlig skuldsättning allvarligt kan påverka framtida generationers levnadsvillkor, särskilt i redan högt belånade länder. Det långsiktigt bästa anses därför vara att investera i sådant som kan effektivisera den offentliga sektorn och generera tillväxt på sikt men samtidigt undvika att skapa skuldsättning som ökar instabiliteten i enskilda länder eller i hela EU. Även finanspolitiken är därmed en komplicerad balansgång. Dessutom bör finanspolitiken och penningpolitiken utformas så att de inte motverkar varandra. För de länder i euroområdet där ECB:s penningpolitik inte är optimalt utformad finns ytterligare utmaningar, särskilt vad gäller finanspolitiken.

Rapporten inleds med en diskussion om olika gängse begrepp knutna till recessioner och en kort presentation av historiska erfarenheter. Därefter följer en analys av hur väl EU, och framför allt euroområdet, är rustat för en kommande recession, oavsett om den äger rum nästa år eller längre fram. Genomgången är skriven för dem som är intresserade av EU:s ekonomi men som inte (nödvändigtvis) har en bakgrund i samhällsekonomiska begrepp och teorier. I hela rapporten diskuteras därför en rad olika begrepp och förhållanden *översiktligt*; i alla stycken bifogas referenser så att den intresserade läsaren kan fördjupa sig och ta reda på mer.

2 Recession och andra vanliga begrepp vid ekonomisk nedgång

Hur definieras recessioner? När har de ägt rum och vad har skett? Recession beskrivs ofta som förekomsten av (minst) två på varandra efterföljande kvartal av avtagande tillväxt i ett enskilt land, vilket innebär att det dröjer ett halvår in i en recession innan den kan fastställas. Det kan vara svårare att påvisa en recession där *flera* länder är inblandade eftersom kriser sprider sig mellan länder i olika stor utsträckning och påverkar skilda länder på varierande vis och vid olika tidpunkter. Om recessionen leder till större fall i BNP, över 10 procent, betecknas den som en depression, vilket med andra ord är en extra svår recession. På svenska används både orden ”recession” och ”lågkonjunktur”. Här används genomgående recession, då ordet används internationellt och ofta är definierat något mer enhetligt.²

Världsbanken (med flera) använder kombinerade metoder för att definiera globala recessioner: de blandar en statistisk metod med en bedömningsmetod. Vad gäller den statistiska metoden mäts nedgångar i BNP eller BNP *per capita* (det senare för att fånga eventuella förändringar i befolkningen). Bedömningsmetoden vilar däremot på flera mått, exempelvis handel, industriproduktion, kapitalflöden, arbetslöshet och oljekonsumtion. Genom att väga dessa mått och mäta nedgångar konstateras om en recession är för handen eller inte. I de allra flesta studier varar nedgångar som definieras som recessioner oftast under minst sex månader och i genomsnitt under fyra kvartal.

2.1 Recessioner i stora drag – en kort genomgång av forskning

Flera forskare har också sökt lägga samman observationer från flera olika recessioner för att ta reda på vad som de facto sker med enstaka variabler över tid. Både djup och längd avgör allvarlighetsgrad på recessioner. Längden på en kontraktion, det vill säga en ekonomisk sammandragning, är av stor vikt för hur djupt den drabbar ett land, även om fallet i tillväxt (och andra variabler) inte är så stort kan längden på en recession göra att den blir kostsam. Guénette et al. (2022) summerar recessionernas huvuddrag på följande vis: finansiella kriser (1982; 1991; 2009), stora förändringar i politiken (1982), kraftiga rörelser i oljepriserna (1975; 1982) och en pandemi (2020).

Terrones et al. (2008) analyserar data från 122 (varav 30 är allvarliga) recessioner i 21 OECD-länder mellan åren 1960 och 2007. De finner att den typiska

² Det ska understrykas att flera svenska källor definierar recession som en mildare lågkonjunktur; viss begreppsförvirring råder alltså.

recessionen varade cirka ett år och innebar ett BNP-fall på omkring 2 procent. Allvarligare recessioner varar längre och innebär kraftigare fall i BNP (5 procent). De flesta makroekonomiska och finansiella variabler uppvisar procykliskt beteende under recessioner och sammanfaller (ofta) med episoder av nedgångar av inhemsk kreditgivning, tillgångspriser och bostadspriser.

Terrones et al. (2008) undersöker också *när* i recessionen olika fall inträffar, och hur länge fallen varar. Vissa nedgångar sker *innan* recessionen egentligen har påbörjats, exempelvis gäller det fastighetsinvesteringar och viss produktion. Vanligen faller bostadspriser redan i början av recessioner och nedgången varar även efter recessioners slut. De kriser som innehåller kraftiga fall på bostadsmarknaden (över 15 procent) innebär ofta långa och svåra kriser. Även tillgångspriser faller snabbt i en recession men återhämtar sig också snabbt. Investeringar faller tidigt och ligger ofta kvar på en lägre nivå under en längre period. Studier pekar vidare på att recessioner som präglas av bankkriser tenderar att vara djupare och längre (Kannan et al. 2009; Jordå et al. 2016). Till exempel tenderar produktionsminskningen vid en recession med kreditåtstramning att vara dubbelt så stor jämfört med recessioner utan kreditåtstramning (Claessens et al. 2012). Genomsnittliga kumulativa produktionsförluster i samband med bankkriser uppskattas till cirka 23 procent av BNP (Laeven och Valencia 2013). Det finns också forskning som tyder på att återhämtningar efter bankkriser tenderar att vara långsammare än andra recessioner (Abiad et al. 2011). Även ECB lyfter fram att recessioner som föregås av snabba banksektorexpansioner tenderar att vara djupare, längre och följs av långsammare återhämtning (Dell’Ariccia et al. 2018)

Recessioner som rör energipriser har varit förknippade med stagflation. Vid flera tillfällen har denna drivits på av penningpolitiska åtgärder som syftat till att tämja stigande inflation. Vissa tidigare studier pekar till och med på att flera kriser som inleds med oljepriser har halkat in i en recession *på grund av* penningpolitiska åtgärder som syftat till att minska inflationen (se exempelvis Bernanke et al. 1997).

Sammanfattningsvis är en recession en lite längre (som minst cirka sex månader) och allvarligare nedgång i ekonomin som påverkar mer än bara BNP (per capita), särskilt arbetslöshet, tillgångspriser, bostadspriser, kreditgivning, internationell handel, kapitalflöden och investeringar. En recession går att mäta och definiera på olika vis, men meningsskiljaktigheterna rör främst mindre globala recessioner, eftersom de större eller de som främst drabbar några få länder är lättare att identifiera. Vad gäller de större recessionerna är de särskilt förknippade med arbetslöshet, nedgångar i internationell handel och bostadspriser.³ Recessioner

³ Det bör noteras att tillväxtbegreppet är kritiserat, främst för att det ofta exkluderar sociala och miljömässiga faktorer. Den diskussionen finns väl dokumenterad i litteraturen. Det finns hopp om att energikrisen kan leda till minskad konsumtion av energi, vilket kan vara bra för miljön. Men det finns också tydliga tecken på att länder med svaga eller stagnerande ekonomier inte prioriterar miljön.

som involverar bankkriser och kreditåtstramningar har i genomsnitt varit längre och djupare än andra. Recessioner sprider sig mellan länder bland annat via internationell handel, växelkurser och integrerade finansmarknader. Det gäller i hög grad EU och i synnerhet euroområdet.

2.2 Inflation

Ett begrepp som ofta förekommer i en recession är inflation, eftersom de flesta kriser präglas av höga och volatila prisstegringar. Att en stabil och relativt låg inflation är gynnsam är väl belagt i litteraturen. Det främsta skälet till att centralbanker har inflationsmål är att det bidrar till prisstabilitet, vilket skapar förutsättningar för långsiktighet och ökad trygghet för både företag och hushåll. Historiskt har volatiliteten varit låg vid låg inflation och hög vid hög inflation (BIS 2022). Vad gäller särskilda händelser har inflationen varit hög efter krig och under oljekriser och i samband med expansiv penningpolitik. Viktiga förklaringar till att inflationen har stigit drastiskt i EU under 2022 är den expansiva penningpolitiken under pandemin, samt prisökningarna på energi och livsmedel som har följt av kriget i Ukraina.

Inom euroområdet används det harmoniserade konsumentprisindexet (HIKP) för att mäta konsumentprisinflationen. Det betyder förändringen över tid i priserna på konsumtionsvaror och tjänster som köps av hushållen i euroområdet. HIKP sammanställs av Eurostat och de nationella statistikinstitutionen i enlighet med harmoniserade statistiska metoder.⁴

För att prisstabilitet ska åstadkommas måste den eftersträvas med trovärdighet. Det är därför inflationsmål finns. Europeiska centralbankens mål är (sedan juli 2021) en inflation på 2 procent på medellång sikt. Genom att göra inflationsmålet trovärdigt skapas förväntningar som går i riktning mot målet. Det är särskilt viktigt för lönebildningen.

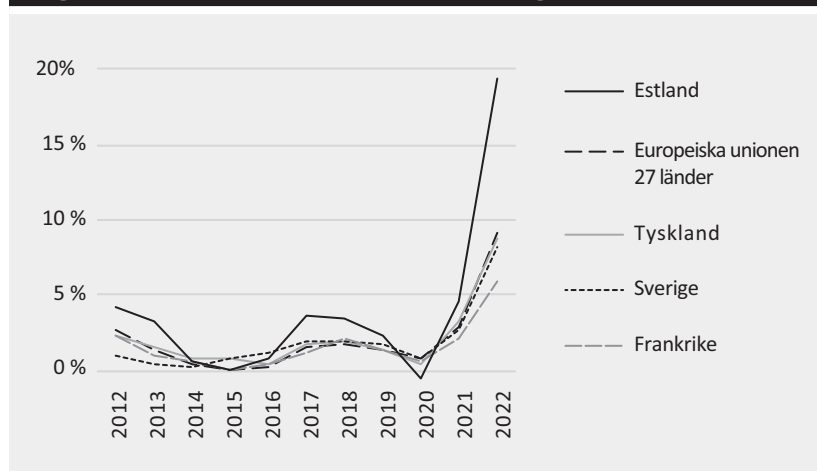
När det finns en gemensam bild av att inflationsmålet prioriteras minskar osäkerheten och det blir lättare att planera långsiktigt. En hög och framför allt skiftande inflation medför däremot att osäkerheten i ekonomin ökar. Det blir mer komplicerat att fatta ekonomiska beslut. Bland annat blir det svårt att beräkna hur priserna kommer att utvecklas framöver, vilket gör att räntorna och därmed lånekostnaderna blir högre än vad de annars skulle ha blivit. Därmed blir investeringar dyrare, vilket innebär att de blir färre. Nya produkter och tjänster får således stå tillbaka. Inflationen påverkar också fördelningen av inkomster och förmögenhet mellan olika befolkningsgrupper och löntagargrupper.

⁴ Se exempelvis Eurostat och ECB. Liksom med alla mått är det viktigt att notera att de innehåller för- och nackdelar. Det finns flera olika sätt att mäta inflation, se exempelvis Tongur och Thorburn (2020) för en diskussion om att använda KPI som enda inflationsmått.

En effekt av hög inflation är att reallönerna sjunker, vilket gör att löntagare försöker kompensera sig genom att kräva höjda nominallöner. Men löner är också ett pris, pris på arbetskraft, och när de stiger ökar inflationen och osäkerheten i ekonomin fortplantar sig. Det finns farhågor i flera EU-länder för att lönestegringar ska bidra till ytterligare inflation och därmed till ökad osäkerhet för hushåll och företag. Både löner och priser är således känsliga för samma cykliska och strukturella krafter (BIS 2022).

Flera länder i EU har nu mycket hög inflation. Diagram 1 visar inflationen i EU, Sverige, Tyskland, Estland och Frankrike. De två sistnämnda hade högst respektive lägst inflation 2022.

Diagram 1 Inflation 2012–2022 i EU och några medlemsländer



Inflationen prognosticeras ligga långt över målet på 2 procent (mellan 6 och 12 procent) i EU framöver (Kammer 2022).

Högre inflation omfördelar. Låntagare ser sin skuld minska reallt i värde, och därmed bidrar inflationen till att begränsa ökningen av skuldkvoten i förhållande till BNP. Därmed inte sagt att kraftigt stigande inflation är en mekanism som myndigheter kan och bör förlita sig på för att kontrollera den offentliga skulden på medellång sikt (genom att inflationen minskar skuldbördan i sig). Om det inträffar upprepade gånger kan inflation få investerare att kräva en betydande riskpremie. Högre räntor kommer dessutom att försvåra normaliseringen av finanspolitiken. Så även om inflationen sänker den offentliga skulden på kort sikt, som exempelvis i Italien, är den inte nödvändigtvis av godo på lång sikt.

Sammanfattningsvis tenderar aktiviteten i hela ekonomier att hämmas i tider av hög och varierande inflation. För att prisstabiliteten ska uppnås har EU-länderna ett inflationsmål, ofta kring 2 procent. Genom att centralbankerna gör

det trovärdigt att inflationsmålet ska eftersträvas och hållas, skapas förväntningar som går i riktning mot målet, vilket i sin tur gör att inflationsmålet blir lättare att uppfylla. En hög och framför allt skiftande inflation gör att osäkerheten i ekonomin ökar, vilket innebär höga kostnader för de flesta aktörer.

2.3 Utbuds- eller efterfrågechocker

I den nationalekonomiska teorin talas ofta om att recessioner orsakas av utbuds- eller efterfrågechocker. Skälet till att recessioners ursprung diskuteras är frågan om vilka åtgärder som är ändamålsenliga. Om en utbudschock råder riskerar ekonomiska stimulanser att ytterligare driva fram mer efterfrågan och prisökningar, utan att det påverkar utbudet. I stället bör åtgärder som avhjälper flaskhalsar i produktionen, ökar produktivitetstillväxten och motverkar lönechocker sättas in. Om det råder efterfrågebrist är däremot efterfrågestimulanser på sin plats.

Det som nu befaras bli en ny recession domineras främst av utbudschocker vad gäller olika energislag, vilket resulterat i stigande priser (Celasun et al. 2022). Liknande kraftiga prishöjningar på olika energislag har skett tidigare, exempelvis under oljekriserna på 1970- och 80-talen (vilka diskuteras längre fram).

Återöppningen av ekonomin efter pandemin gav ett plötsligt uppsving för efterfrågan vid en tidpunkt då utbudsstörningar ännu inte hade lösts, vilket ledde till ihållande flaskhalsar. Pandemin har framkallat en förskjutning i efterfrågan från tjänster till varor. Många regeringar gav generöst finansiellt stöd som ökade efterfrågan på konsumtionsvaror under pandemin, medan industriproduktionen inte anpassades tillräckligt snabbt för att möta den kraftiga ökningen i efterfrågan (Santacreu et al. 2022). Som noterats ovan har även konventionella och icke-konventionella penningpolitiska åtgärder bidragit till den nuvarande inflationen, vilket diskuteras längre fram i rapporten.

Flaskhalsar i produktionen anses ha bidragit till hälften av ökningen av prisinflationen för tillverkningsindustrin i euroområdet (Celasun et al. 2022). Övergången från fossila bränslen till eldrift och biobränslen kan ta tid, och geopolitiska spänningar kan fortsatt påverka globala leveranskedjor framöver.

2.4 Åtgärder: penningpolitik och finanspolitik

God ekonomisk styrning uppkommer genom en uppsättning institutioner och ekonomisk politik, bland annat för att förhindra makroekonomiska och finansiella obalanser, och för att minimera en recessions negativa effekter.

Den nationalekonomiska litteraturen om recessioner fokuserar på penning- och finanspolitikens möjligheter att motverka dem och förhindra att de sprids. Forskning pekar på att ekonomiska kriser blir värre när ett land saknar penning- och finanspolitiskt utrymme, vilket diskuteras längre fram i texten. Att ha en buffert hjälper länder att hantera recessioner och oväntade händelser. Bank of

International Settlements, BIS (2022), som är ett organ för samarbete mellan centralbanker, understryker att pandemin och kriget i Ukraina har belyst behovet av att hålla buffertar så att den makroekonomiska politiken inte bara kan hantera återkommande konjunktursvängningar, utan också oväntade händelser.

Penningpolitiska åtgärder innebär ofta en förändring av styrräntan. Finanspolitiska åtgärder rör främst förändringar i offentliga utgifter/intäkter. Det finns dock fler åtgärder för att hantera nedgångar i ekonomin, såsom strukturella reformer, växelkursförändringar och interventioner på finansmarknader.

2.4.1 Penningpolitik

Stora delar av ansvaret för penningpolitiken överfördes från de nationella centralbankerna i euroområdet år 1999. ECB är nu centralbank för euroområdets gemensamma valuta och dess huvuduppgifter är att bevaka eurons värde, bestämma räntan och hålla inflationen i euroområdet på 2 procent. De flesta centralbanker är eniga om att de kortsiktiga kostnaderna för att dämpa inflationen är lägre än de långsiktiga vinsterna.

Den främsta penningpolitiska åtgärden för att påverka inflationen är att förändra styrräntan, vilket i sin tur påverkar förväntningarna på framtida räntor och därmed marknadsräntor, exempelvis bankernas och bostadsinstitutens in- och utlåningsräntor. Högre räntor leder normalt till minskad konsumtion och färre investeringar eftersom det blir svårare och dyrare att låna pengar.

För centralbankerna är det av största vikt att gripa in vid rätt tidpunkt och med rätt kraft. En svårighet med styrränteförändringar är att det tar ett tag innan de fortplantar sig i ekonomin. En förändring av styrräntan anses generellt ha störst effekt på inflationen efter ett till två år. Det är därför svårt att veta exakt *när* en ränteförändring bör ske och hur stor den ska vara. Exempelvis har ECB fått kritik för att den väntade för länge med att höja räntorna under hösten 2022. Landspecifika egenskaper och omständigheter kan också spela en viktig roll för effekter av ränteförändringar, vissa länder är mer sårbara än andra i en höginflationsregim. För ECB är landspecifika skillnader i euroområdet en utmaning, eftersom enskilda ekonomier har olika förutsättningar att hantera räntehöjningar. En åtstramande penningpolitik kommer att orsaka både en kortsiktig nedgång i den reala ekonomiska aktiviteten och högre arbetslöshet. För att undvika en permanent ökning av arbetslösheten bör kontraktionspolitiken kombineras med strukturella reformer som stärker den reala ekonomin (Andersson och Jonung 2023). I Sverige får räntestegringar stor effekt eftersom hushållen är högt skuldsatta och många har lån med rörlig ränta.

Därutöver påverkar ländernas penningpolitik varandra. Exempelvis skriver Obstfeld (2022) att många ekonomier söker dämpa inflationen, men enskilda länder räknar för lite med *andra länders* agerande, varför det finns risk för att räntorna höjs för mycket. Genom handel och kapitalmarknader påverkar

åtgärder i det enskilda landet nämligen även andra länder. För att inkludera olika länders agerande krävs kommunikation och koordinering, och för just detta har EU:s medlemmar fler utarbetade kanaler än många andra länder.

Centralbanker kan också påverka ränteläget genom att köpa värdepapper, såsom statsobligationer. Under de senaste 15 åren har så kallade icke-konventionella penningpolitiska metoder använts i allt större utsträckning av exempelvis ECB. En effekt av centralbankers köp av statsobligationer på andrahandsmarknaden är att priserna på dessa värdepapper blir högre än de annars skulle ha blivit, vilket innebär att statsobligationsräntorna pressas ned. Covid-19-pandemin påverkade EU:s gemensamma upplåning. För att motverka effekter av pandemin blev ECB en relativt stor aktör på obligationsmarknaderna. ECB började dock minska innehavet av obligationer i mars 2023, vilket diskuteras i kapitel 3.

Ett annat sätt för centralbanker att intervensera är genom köp av andra typer av värdepapper eller genom lån på längre löptider till banker och/eller utlåning till företag. I ett enskilt land med egen valuta, som Sverige, kan räntehöjningar också påverka *växelkursen*. En högre ränta leder generellt till att valutan stärks. En starkare växelkurs – en appreciering – påverkar ekonomin på flera sätt. Utländska varor blir billigare jämfört med inhemskt producerade varor. Detta betyder att importen ökar och exporten minskar. Lägre efterfrågan på inhemska varor bidrar till att aktiviteten i ekonomin sjunker så att inflationstrycket dämpas. Växelkursförändringar är dock ett verktyg som enskilda länder i euroområdet saknar, eftersom valutan är gemensam. Samtidigt bör det noteras att ett litet, öppet land, som exempelvis Sverige, bara delvis kan styra över sin penningpolitik och växelkurs. Under 2022 har det varit tydligt att Riksbankens räntehöjningar har följt ECB:s höjningar nära. En nackdel med en liten valuta är också att själva storleken på valutan anses utgöra en risk eftersom riskpremien stiger, varför investeringar i länder med små valutor generellt minskar i kristider (Dagens Industri 2022).

Centralbanker har sammanfattningsvis en delikat uppgift: takten i, tidpunkten för deras ränteförändringar och direkta marknadsoperationer är av stor betydelse för den makroekonomiska utvecklingen i landet (eller valutaområdet) men också i andra länder.

2.4.2 Finanspolitik

Det finns i huvudsak tre olika aspekter på finanspolitik inom ett enskilt land: statlig upplåning (men även kommuner och regioner kan låna), skatter och offentliga utgifter/investeringar. Finanspolitiken avgör nivån och sammansättningen på den offentliga sektorns utgifter och inkomster, budgetbalansen och den offentliga statsskulden. Finanspolitiken kan bidra till makroekonomisk stabilitet genom i huvudsak två kanaler. För det första genom de automatiska stabilisatorerna som varierar med förändringar i ekonomisk aktivitet, det vill säga ju bättre tider, desto mer skatteintäkter och desto färre bidrag. För det andra

genom diskretionär finanspolitik, vilket innebär att regeringar kan *besluta* att justera statliga utgifter, skatter eller transfereringar för att stimulera eller dämpa den aggregerade efterfrågan och motverka konjunktursvängningar. Det finns en bred konsensus om att diskretionär finanspolitik inte bör vara en del av den första försvarslinjen (där penningpolitik och automatiska stabilisatorer ingår), åtminstone inte vid en ”normal” nedgång (Caldera-Sánchez et al. 2016).

I EU styr varje medlemsland i huvudsak den egna finanspolitiken. Eftersom det inte finns en federal regering ligger stora delar av det finanspolitiska ansvaret kvar hos medlemsstaternas regeringar. I syfte att åstadkomma makroekonomisk stabilitet – utan finanspolitisk suveränitet – används i stället regler och villkor för finanspolitiken i EU, särskilt i euroområdet. Stabilitets- och tillväxtpakten (SGP) från 1997 är fortfarande den finanspolitiska hörnstenen i EMU. Den innehåller bland annat regler för underskott och skuldsättning.⁵ EU har sedan dess infört successiva förändringar i det finanspolitiska regelverket, inklusive 2005 års reformer,⁶ 2011 års så kallade sexpack, fördraget om stabilitet, samordning och styrning från 2012 (detta fördrag, TCSG, inkluderar finanspakten och kallas ofta bara för finanspakten) och det så kallade tvåpaketet från 2013. Regelverket innehåller nu strukturer för koordinering, genomlysning av länders ekonomier och tidiga varningssystem. Under pandemin pausades flera villkor (den allmänna undantagsklausulen aktiverades) för att motverka ytterligare ekonomiska svårigheter. Pausen har förlängts till slutet av 2023 (se exempelvis Eriksson 2023).

För enskilda EU-länder innebär en expansiv finanspolitik att staten sänker skatterna eller ökar utgifterna (genom investeringar eller transfereringar). En sådan finanspolitik ökar efterfrågan och stimulerar ekonomin. Tvärtom kan politik som innebär att utgifterna minskas, eller skatterna höjs, leda till att efterfrågan i ekonomier sänks.

När är det lämpligt att föra en expansiv finanspolitik? Effekterna av den nuvarande inflationen, de höjda styrräntorna och den svagare konjunkturen är svåra att parera för många hushåll och företag i EU och ställer beslutsfattarna inför ett stort dilemma. Effekterna av åtstramningar efter finanskrisen är färskas i minnet; sådana riskerar att kväva den ekonomiska återhämtningen med följd att arbetslösheten riskerar att hamna och fastna på höga nivåer (se exempelvis Correia och Martins 2019). Det har tagit ett decennium för arbetslösheten i Portugal och Irland att närma sig nivåerna före krisen, och arbetslösheten i Spanien och Grekland ligger fortfarande långt över nivåerna före 2008 (Whelan 2019).

⁵ 1997 års stabilitets- och tillväxtpakt (SGP) inkluderade tre EU-omfattande regler: ett tak på 3 procent av BNP för det totala budgetunderskottet och 60 procent av BNP för offentlig skuld (korrigerande del), och ett krav på att medelfristiga budgetpositioner ska vara ”nära balans eller i överskott” (förebyggande del).

⁶ I 2005 års reform av stabilitets- och tillväxtpakten infördes landspecifika medelfristiga mål (MTO).

Finanspolitisk expansion är också förenad med flera risker: stödåtgärder riskerar att motverka penningpolitiken och dess inflationsbekämpning, och om stöden sker via underskott byggs skulder upp. Problemen skjuts därmed på framtiden och nödvändiga strukturreformer riskerar att skjutas upp. Ju högre skuldsatt ett land är desto svårare blir det också att motverka framtida kriser genom ökade stöd. Offentlig konsumtion riskerar dessutom att hämma privata initiativ. Men det finns också finanspolitiska åtgärder som kan stärka effektiviteten, öka transparensen och omfördela inkomster, vilket inte (nödvändigtvis) behöver påverka den totala utgifts- och skattenivån.

Den ekonomiska avmattningen kan komma att öka den offentliga sektorns underskott i flera EU-länder, vilket då höjer statsskulder från redan historiska toppar. Och när levnadskostnaderna skjuter i höjden i kölvattnet av de kraftiga prishöjningarna på mat och energi, följer önskemål och behov av ytterligare finanspolitiska satsningar. Detta riskerar att motverka de penningpolitiska åtgärderna för att dämpa prisnivån.

Sammanfattningsvis är beslut om finanspolitikens omfattning, sammansättning och tajming en delikat uppgift i dagens ekonomi. EU saknar en gemensam finanspolitisk suveränitet men har en gemensam finanspolitisk ram med verktyg för kommunikation, koordination och genomlysning av ekonomier.

2.5 Översikt: globala kriser och eurokrisen

History does not repeat itself, but it often rhymes. Denna fras, som lär komma från Mark Twain, används återkommande i ekonomiska sammanhang för att peka på att många förlopp påminner om varandra, även om de är långt ifrån identiska. Alla recessioner innebär således lärdomar och insikter, men det är inte säkert att alla dessa går att använda för att förstå samtiden.

Samtidigt är det av stort intresse att få ökad förståelse för varför vissa verktyg har vuxit fram och varför särskilda lärdomar fortsatt kan vara aktuella. Därför presenteras korta sammanfattningar av globala kriser och eurokrisen nedan. Sammantaget anger Världsbanken att globala recessioner har drabbat Europa följande år (sedan 1950): 1975, 1982, 1991, 2009 och 2020. Därutöver genomgick euroområdet en recession under 2012, men den senare var inte global, eftersom andra länder i världen kompenserade för den låga tillväxten i området (Kose et al. 2020). Euroområdet har sedan grundandet 1999 därmed upplevt tre recessioner – definierade som två eller flera kvartal i följd av negativ BNP-tillväxt: den stora recessionen 2008–09, den europeiska statsskuldkrisen 2011–2013 samt recessionen i samband med pandemin.

Vad gäller ekonomiska teorier om recessioner, och därmed influenser vad gäller efterföljande åtgärder, kan dessa kortfattat sammanfattas med att före 1930 var klassisk ekonomisk teori dominerande. Under perioden efter andra världskriget fram till 1976 ersattes klassiska idéer av keynesiansk ekonomi. Från 1976 fram

till 2008 fick den klassiska ekonomin återigen övertaget. Sedan några år efter eurokrisen syns åter flera förespråkare för regleringar och stimulans.

1930-talskrisen: Den stora depressionen som följde på Wall Street-kraschen under 1929 spred sig snabbt till Europa. Den internationella handeln sjönk kraftigt, liksom inkomster, skatteintäkter och priser. Banker gick i konkurs och människors livslånga sparande försvann. Detta drabbade stora delar av världen, inte minst de platser som förlitade sig på tung industri och som var knutna till guldmyntfoten.

Även om det fanns nationella variationer lämnades ingen del av Europa orörd av den stora depressionen. De värst drabbade länderna var Polen, Tyskland och Österrike. Krisen medförde massarbetslöshet i en aldrig tidigare skådad omfattning: i Tyskland låg arbetslösheten på hela 43 procent när det var som värst, och i flera europeiska länder nådde den 30 procent. Enligt exempelvis Hodson (1938) ledde recessionen i Tyskland till politiska omvälvningar som bidrog till att Hitlers nazistregim kom till makten i januari 1933.

Recessionen kom att förändra synen på ekonomi och kriser; födelsen av modern finanspolitisk strategi sammanfaller med dessa år. I samband med krisen skrev John M. Keynes (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, där han bland annat förde fram att statliga interventioner är nödvändiga för att ge ekonomier en skjuts i önskad riktning i kristider. Keynes menade bland annat att problemen under krisen relaterade till *bristande efterfrågan*, och att recessioner kan undvikas genom efterfrågestimulerande (finans)politik.⁷

Den svenska nationalekonomen Lars Jonung (2000, s. 22) beskriver effekterna av den stora depressionen på följande sätt:

1930-talets depression markerar slutet för den liberala ekonomiska världsordningen, vilken hade växt fram under förkrigstidens guldmyntfot, och som utmärktes av internationell öppenhet och rörlighet för kapital, varor och arbetskraft. De politiska strömningarna gick emot den öppna ekonomin och det liberala systemet. Fascismen och kommunismen vände sig mot kapitalismen. Planering och stasingripanden blev modeord inom demokratierna.

Flera delar av citatet kan tyckas vara aktuella, också idag. I EU sker exempelvis satsningar för att bli mer självförsörjande, och förslag om att underlätta för statsstöd lyfts fram (se exempelvis Europaportalen 2022).

⁷ Teoretiskt hade även Stockholmskolan argumenterat för en mer aktiv efterfrågepolitik sedan slutet av 1920-talet (Jonung 1989).

1970-talskrisen: OPEC:s (*Organisation of the Petroleum Exporting Countries*) medlemsländer deklarerade ett oljeembargo 1973, vilket plötsligt stoppade oljeexporten till bland annat USA, Nederländerna och Storbritannien. Detta orsakade stor oljebrist, en kraftig ökning av oljepriserna, vilket ledde till en global recession. Utmärkande för krisen var den samtidiga förekomsten av mycket hög inflation (utlöst av ökningen av energipriserna) och ekonomisk stagnation, det vill säga stagflation. Det tog flera år för produktionen att återhämta sig och för inflationen att falla till nivåerna före krisen (Encyclopedia Britannica 2023). Flera länder i (det nuvarande) euroområdet fick betydande prisstegringar, vilket följdes av minskningar i BNP⁸

I samband med krisen började en mer nyliberal politisk och ekonomisk trend ersätta den keynesianska teorin och statliga ingripanden i ekonomin. I stället förespråkades lägre skatter och färre statliga regleringar. Milton Friedman (1957) var en av de främsta förespråkarna för avregleringar och marknadsekonomi, och han kritiserade Keynes, särskilt i boken *A Theory of the consumption function*.⁹ Nu blev penningpolitiken mer aktuell. Exempelvis höjde Bundesbank snabbt räntorna och skrev upp (revalverade) den tyska valuta mot dollarn. Med oljepriser uttryckta i dollar sjönk inflationen i Tyskland snabbt, men förlusten av konkurrenskraft gjorde att den tyska ekonomin gick in i en recession.¹⁰ Bank of England lät i stället inflationen växa men det krävdes längre fram en lång period av strikt återhållsamhet för att få inflationen under kontroll.

Oljekrisen på 1970-talet är kanske den kris som det oftast refererats till under det senaste året, eftersom det förekommer vissa likheter med dagens situation. Blandningen av höga oljepriser, hög inflation, växelkursvolatilitet och låg tillväxt har framkallat jämförelser. Även balansen mellan strikt penningpolitik och att låta inflationen växa diskuteras med referenser till 1970-talet, exempelvis i Irish Times (FitzGerald 2022):

ECB bör följa en medelväg mellan dessa två tillvägagångssätt, undvika 1970-talets tyska strategi att framkalla en recession, men ändå effektivt stävja, inte ignorera, inflationen.

⁸ I Tyskland var inflationsförväntningarna mer dämpade då Deutsche Bundesbank införde ett kvantitativt penningtillväxtmål för att hjälpa till att kontrollera inflationen efter kollapsen av Bretton Woods-systemet.

⁹ Se även Friedman och Schwartz Jacobson (1963) samt Friedman (1968). Även Lucas var viktig, se exempelvis (Galbács 2020).

¹⁰ Se exempelvis Emminger (1977) för en grundlig genomgång av perioden i Tyskland. I New York Times beskriver Farnsworth (1973) också revalveringen när den sker. I Sverige var recessionen särskilt förödande för varvs-, skogs- och gruvindustrin. Ökningen av oljepriserna gjorde att exportintäkterna från sjöfarten sjönk med 25 procent inom några år, vilket i sin tur ledde till problem i Sveriges stålindustri.

Europeiska monetära systemet (EMS) inrättades 1979 för att främja penningpolitiskt samarbete och monetär stabilitet i Europa. Den första etappen av Europeiska växelkursmekanismen (ERM) inleddes samma år och varade fram till införandet av euron (1999). Dess syfte var att minska växelkursfluktuationerna och förbereda införandet av en gemensam valuta.

1980-talskrisen: Den globala recessionen 1982 utlöstes av flera faktorer: oljechocken 1979, en åtstramning av penningpolitiken i flera starka ekonomier samt den latinamerikanska skuldkrisen. Oljepriserna steg kraftigt 1979, delvis på grund av iranska revolutionen, och drev upp inflationen. Penningpolitiken stramades åt avsevärt i exempelvis Tyskland, Italien och Storbritannien, vilket orsakade kraftiga nedgångar i den ekonomiska aktiviteten och stigande arbetslöshet. Högre globala räntor och en kollaps i råvarupriser, som härrörde från den försvagade globala tillväxten, gjorde det svårt för många latinamerikanska länder att betala sina skulder, vilket resulterade i skuldkriser i regionen. De mer avancerade ekonomierna kunde i allmänhet börja sin återhämtning förhållandevis snabbt men arbetslösheten förblev relativt hög i flera europeiska länder (Kose et al. 2020).

En viktig lärdom från dessa båda oljeprisrelaterade kriser under 1970- och 80-talen med hög inflation är att politiska ingripanden vid rätt tidpunkt är avgörande för att hålla tillbaka inflationstrycket. Den åtstramande penningpolitiken minskade inflationen. Men det viktiga är att ha i åtanke att den också, enligt flera forskare, bidrog till minskad produktion och ökad arbetslöshet i många länder (Guénette et al. 2022).

1990-talskrisen: Den globala recessionen 1991 berodde på flera olika faktorer. Det sovjetiska imperiet föll samman. Gulfkriget bröt ut. Industrivärlden gick in i en recession, utlöst av stigande oljepriser men även stigande realräntor i Europa på grund av Tysklands återförening. 1992–1993 kulminerade recessionen i Europa med en kris för Europeiska växelkursmekanismen (ERM). ERM statuerade att medlemsvalutorna skulle ”pegga” sina valutor, det vill säga knyta fast sina växelkurser, och hålla dem inom intervallet 2,25 procent (6 procent för den italienska liran) av den gemensamma valutakorgen (ECU). Vidare var varje centralbank skyldig att intervensera på valutamarknaden för att ligga inom intervallet. I praktiken var den tyska marken ankaret för andra europeiska valutor.

Den yttre orsaken till krisen var att växelkurserna inom ERM destabiliserades av dollarns svaghet (Eichengreen och Naef 2020). Den svaga dollarn innebar att medel flödade till den tyska marken, vilket fick den att apprecieras gentemot pund och andra valutor. Den mer interna orsaken till krisen för Europeiska växelkursmekanismen var återföreningen av Tyskland 1990, vilken ledde till att Bundesbank såg sig tvungen att höja räntorna i syfte att undvika inflation. Recessionen spreds från land till land och resulterade i att pundet och liran exkluderas från Europeiska växelkursmekanismen, pesetan devalverades och

flera länder övergav att pegga sin valuta (Economics Observatory 2022). Även de skandinaviska länderna genomgick allvarliga bankkriser i början av 1990-talet, efter den tidigare liberaliseringen av finansiella sektorer och snabb expansion på kreditmarknaderna.¹¹ Detta orsakade bland annat hög arbetslöshet i både Sverige och Finland. I Central- och Östeuropa och före detta Sovjetunionen åtföljdes övergången till marknadsekonomier av hög inflation och produktionsminskningar. Dessa nedgångar spreds till bland annat Finland, vars internationella handel sjönk drastiskt.

Maastrichtfördraget, som trädde i kraft 1993, operationaliserade den ekonomiska och monetära unionens (EMU) tre etapper med en gradvis ökande ekonomisk konvergens, där det tredje steget innebar införandet av euron. Syftet var att förbättra den ekonomiska stabiliteten, motverka problemen med växelkurser, stärka handeln och generera en stark och hållbar tillväxt.

Finanskrisen 2008–2009 och eurokrisen 2011–2013: Finanskrisen började i mitten av 2007, efter en period av avregleringar och minskad tillsyn på finansiella marknader, stigande tillgångspriser och en snabb expansion av högriskutlåning; på 1990-talet och i början av 2000-talet fick marknaderna mer fria händer och avreglering av finansmarknaderna genomfördes i flera länder. (I kapitel 3 sammanfattas större åtgärder i samband med finanskrisen, eurokrisen och pandemin.)

Den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers kollaps i september 2008 utlöste en finansiell och makroekonomisk kris.¹² Den täta sammankopplingen mellan USA och andra finansmarknader fick krisen att sprida sig snabbt till Europa. Bankkriser utbröt i många europeiska länder 2008 och bidrog i förlängningen till finansiella kriser i euroområdet. Krisen förvärrades av svagheter i EU:s finansiella system och brister i övervakningssystemen – problem med de politiska verktygen och regelverket i EU och dess medlemsstater synliggjordes.

Flera medlemsländer i euroområdet (Grekland, Italien, Portugal, Irland, Spanien och Cypern) kunde varken betala tillbaka, refinansiera sina statsskulder eller rädda överskuldssatta banker utan hjälp av Europeiska centralbanken (ECB) och Internationella valutafonden (IMF). EU genomförde 2010 en rad finansiella stödåtgärder som det tillfälliga instrumentet Europeiska finansiella stabiliseringsfaciliteten (EFSF)¹³ och Europeiska stabilitetsmekanismen (ESM).

¹¹ I Sverige spelade valutaregleringen och skattereformen 1991/1992 stor roll för krisen, se exempelvis Jonung (2009) samt Perbo (1999) för en diskussion om krisens orsaker i Sverige.

¹² Se exempelvis Mishkin (2011) för en beskrivning av krisen och dess samband med nya finansiella produkter, särskilt vad gäller bostadslån.

¹³ Även om nya stödprogram inte längre är möjliga finns EFSF kvar för att administrera tidigare lån (Grekland, Irland och Portugal).

Krisen i euroområdet orsakades av en betalningsbalanskris och förvärrades av oförmågan hos stater att devalvera (minska värdet av den nationella valutan). Skuldackumuleringen i vissa euroländer berodde delvis på makroekonomiska skillnader mellan euroområdets medlemsländer innan euron infördes.¹⁴ Den europeiska valutaunionen saknade en mekanism som kunde stoppa divergerande ekonomisk utveckling mellan länder. Denna divergerande utveckling ledde till stora obalanser; vissa länder byggde upp externa underskott och andra externa överskott (De Grauwe 2015). Whelan (2019) pekar på att riskerna underskattades i flera länder:

Despite substantial variations across euro area member states in their underlying fiscal positions, financial markets barely priced default risk into sovereign debt yields.

Brist på finanspolitisk samordning mellan euroområdets medlemsländer bidrog till obalanserade kapitalflöden i euroområdet. Därutöver var de offentliga finanserna svaga i flera länder och banksektorn stod ostadigt. I denna kris lyfts också psykologiska faktorer fram som bidragande orsak: människor tappade förtroendet för institutioner och finansiella system, vilket skapade panik (Dullien 2022). I september 2012 lugnade ECB finansmarknaderna genom att erbjuda ovillkorligt stöd, *whatever it takes*, för att rädda euron. Detta dämpade marknadernas oro och paniken avtog (se exempelvis Boitania och Tamborini 2022).

Något som särskilt uppmärksammades under eurokrisen var den negativa spiral som uppstod i flera krisande länder mellan banker (med innehav av inhemska statsobligationer) och stater (med svaga offentliga finanser). Spiralen har kommit att kallas för doom loop (Farhi och Tirole 2018), djävulsspiralen på svenska (Calmfors 2017). Den innebar att statsobligationernas värde sjönk, vilket resulterade i minskad utlåning från bankerna, något som exempelvis hände i Grekland. Kreditnedgången bromsade ekonomin än mer, vilket ytterligare försämrade värdet på de inhemska statspappren. Den finansiella oron medförde i sin tur att de offentliga finanserna försvagades och så vidare, i en nedåtgående spiral. Ett annat problem i euroområdet, som ännu idag leder till en potentiellt riskabel relation mellan banker och stater, är regelverket kring statsobligationer för enskilda centralbanker i Europa. Europeiska banker måste inte ha en diversifierad portfölj av statsobligationer, vilket medför att banker i det närmaste uppmuntras, både av tillsynsmyndigheter och av deras egna regeringar, att behålla en stor del av sina tillgångar i form av obligationer utgivna av deras nationella regeringar. Statsobligationer kan vara riskfyllda i ekonomer med svaga ekonomiska institutioner. I kapitel 3 diskuteras flera åtgärder som syftar till att bryta denna spiral.

¹⁴ För en kort diskussion om de makroekonomiska skillnaderna, se exempelvis Andersson (2020).

Efterverkningarna av kriserna blev långvariga. Exempelvis skriver Szczepanski (2019) att många utmaningar kvarstår:

Dessa inbegriper avsaknaden av en tydlig och överenskommen vision för den ekonomiska och monetära unionens (EMU) framtid, ständiga makroekonomiska obalanser och stora offentliga underskott i ett antal medlemsstater samt den pågående risken för en recessionsdrivande spiral mellan stater och banksektorn. Sårbarheter efter krisen omfattar också ökande ojämlikhet, ungdomsarbetslöshet och höga risknivåer för fattigdom bland förvärvsarbetande.

Det finns också anledning att tro att recessionshanteringen gjorde avtryck på bekämpning av senare kriser i EU.

Pandemikrisen: Världshälsoorganisationen (WHO) deklarerade förekomsten av en pandemi i mars 2020, vilken kom att utvecklas till ytterligare en global recession. Fokus flyttades från Kina till Europa, särskilt Italien, i början av mars 2020. Nedstängningar (*lockdowns*) i land efter land minskade produktion, handel, utbildning och investeringar. Recessionen drevs framför allt av nedgångar i den privata konsumtionen, även om de varierade inom EU.¹⁵ Särskilt de länder som var beroende av stora inkomster från turism, besöksnäring och underhållning såg sina ekonomier krympa rejält. Spanien, Italien, Malta, Österrike och Portugal upplevde de största nedgångarna i BNP.

Den globala recessionen 2020 ledde till den kraftigaste nedgången i global BNP (både totalt och per capita) sedan andra världskriget (Kose och Sugawara 2022). Sammantaget var responsen i EU relativt kraftfull i syfte att främja en snabb ekonomisk återhämtning. I juli 2020 enades EU-ländernas ledare om en sammanlagd budget på nära 1 824 miljarder euro för perioden 2021–2027. Genom att kombinera långtidsbudgeten med en återhämtningsinsats på cirka 750 miljarder euro, skulle EU:s återuppbyggnad efter covid-19-pandemin (och investeringar i den gröna och digitala omställningen) stärkas. För EU-länderna var det första gången som man enats om att gå i borgen för så stora gemensamma lån (Center on Budget and Policy Priorities 2023). Ett viktigt skäl som anfördes för dessa åtgärder var att stimulans av efterfrågan skulle motverka djupare recessioner. Sannolikt hade finanskrisens ekonomiska åtstramningar skapat grogrund för en politik som var mer inriktad på att stimulera efterfrågan. I kapitel 3 sammanfattas större förändringar i samband med denna kris.

¹⁵ I länderna i euroområdet varierar jämförelsen med nivåerna före pandemin från +13,2 procent (Irland) till -9,3 procent (Spanien).

3 Hur har verktygen i EU förändrats och fungerar de bättre i en recession?

I föregående kapitel belystes att penning- och finanspolitik hanteras på olika nivåer i EU. I euroområdet är penningpolitiken till stora delar gemensam. För länderna utanför euroområdet är det de nationella centralbankerna som ansvarar för sina valutor och prisstabiliteten.¹⁶ De delade kompetenserna antas generera problem, som särskilt visar sig i tider av kris, vilket har föranlett en rad olika åtgärder. Det har dock inte funnits tillräcklig enighet kring att införa en gemensam finanspolitisk auktoritet, och detsamma gäller vissa lösningar för penningpolitiken. Däremot diskuteras ofta gemensamma lösningar, och vissa åtgärder efter finans- och eurokrisen samt i samband med pandemin förmodas ibland vara ett steg på vägen mot en integration.

Frågan är om euroområdet idag har en struktur som kan möta recessioner. Med det sagt bör det noteras att varje enskilt land, vare sig det är med i euroområdet eller inte, har utmaningar vad gäller att möta recessioner samt påverkas av andra länders agerande. Även om det finns både teori och empiri om recessioner är ingen situation den andra lik och det finns alltid en grad av osäkerhet när framtiden ska mötas, vilket speglas i många diskussioner i debatten. Keynes (1936, s. 214) lyfte tidigt fram att det inte finns något sätt på vilket man kan förutse framtiden: *we simply do not know*.

Nedan beskrivs först ett antal finans- och penningpolitiska förändringar i samband med recessionerna under 2000- och 2010-talen. Därefter diskuteras några av de utmaningar som kvarstår.

3.1 Mycket har blivit bättre sedan tidigare kriser

Tidigare recessioner med kraftigt stigande energipriser har varit kraftfulla. Även om det finns likheter med dagens energiprishöjningar och de som skedde på 1970-talet finns det också flera skillnader som gör det mindre sannolikt att EU kommer att drabbas av en stagflation under 2023. Det är inte bara politiken i EU som har förändrats efter tidigare kriser, även industrin ser annorlunda ut och exempelvis har det relativa beroendet av en energikälla minskat. Energiintensiteten för BNP – mängden energi som krävs för att producera en

¹⁶ Samtidigt är det värt att notera att de flesta länder i länder i EU drivs av samma chocker, vilket generar liknande konjunkturcykler och styrriktor, även i de länder som inte har euron som valuta.

given mängd varor och tjänster – har gått ned med cirka 40 procent sedan slutet av 1970-talet. Den senaste utvecklingen på råvarumarknaden skiljer sig också åt från 1970-talets utveckling i flera avseenden. De tidigare energikriserna var mer koncentrerade till oljemarknaden: 1973 mer än fördubblades oljepriset inom loppet av ett år. Priserna steg i liknande utsträckning under 1980-talskrisen, om än mer gradvis. De senaste oljeprisökningarna har varit blygsamma i jämförelse. Samtidigt har ett bredare spektrum av råvaror upplevt prisökningar. Priserna på energi (förutom olja), vissa jordbruksvaror, konstgödsel och metaller har alla stigit avsevärt under det senaste året och är långt över de nivåer som rådde före pandemin. Den relativt varma vintern 2022–2023 har dock minskat risken för ytterligare prisstegringar på en del av dessa varor.

Det har också genomförts en rad olika penning- och finanspolitiska förändringar som bidrar till minskad risk i EU; här nedan fokuseras främst på vad som skett i samband med finanskrisen, eurokrisen och pandemin.

3.1.1 Efter 1970- och 80-talskriserna: fokus på prisstabilitet

Kriserna på 1970- och 80-talet ledde till diskussioner om att centralbanker borde fokusera mer på låg inflation och ges politiskt oberoende i större utsträckning. På 1990-talet fick dessa idéer inflytande på penningpolitikens institutioner runt om i världen. Även mandatet för Europeiska centralbanken (ECB) speglar detta. ECB är en oberoende centralbank med olika restriktioner på plats som hindrar politiker från att påverka de penningpolitiska besluten. Banken har dessutom som primärt mål att upprätthålla prisstabilitet; dagens penningpolitiska strategi för euroområdet är inriktad på att uppnå en inflation på 2 procent på medellång sikt (Hawkins 2022). Samma inflationsnivå gäller även för de flesta EU-länder. Det finns skäl att tro att risken för en inflationsdrivande pris-lönespiral är mindre nu än på 1970-talet (Lausberg 2022). Med stabilitets- och tillväxtpakten infördes ett gemensamt finanspolitiskt ramverk som syftar till att säkerställa sunda offentliga finanser, vilka är nödvändiga för att garantera prisstabilitet och gynna en stark hållbar tillväxt som kan bidra till ökad sysselsättning. Whelan (2019) pekar vidare på att den gemensamma valutan har medfört effektivare betalningssystem, underlättat handel och investeringar samt lett till större integration av euroområdets finansmarknader.

3.1.2 Efter finanskrisen och eurokrisen: fokus på riskminimering

Europeiska beslutsfattare har sedan finans- och eurokrisen lagt mycket kraft på att utveckla olika riskreducerande och riskfördelande mekanismer i syfte att förebygga och mildra framtida kriser. Detta avsnitt inleds med en lista över större förändringar som rör penningpolitik, finansiell tillsyn och banker. Därefter sammanfattas större förändringar som rör finanspolitiken.

Penningpolitik, tillsyn och banker, förändringar efter finanskrisen och eurokrisen

Institutionella åtgärder: inrättande av aktörer, instrument, mekanismer och ramar på EU-nivå

Europeiska systemet för finansiell tillsyn (ESFS)

- Europeiska systemrisknämnden (ESRB)
- De europeiska tillsynsmyndigheterna (ESA, EBA, Eiopa och Esmå)
- Den gemensamma kommittén för de europeiska tillsynsmyndigheterna

Europeiska stabilitetsmekanismen (ESM)

Bankunionen

- Den gemensamma tillsynsmekanismen (SSM: ECB och nationella tillsynsmyndigheter)
- Den gemensamma resolutionsmekanismen (SRB: nationella resolutionsmyndigheter, ECB och den gemensamma resolutionsfonden)

Regleringsmässiga och politiska åtgärder: regler om reglering och tillsyn

- Nya regler för banker och deras tillsynsmyndigheter
- En ny krishanteringsram

Icke-konventionella penningpolitiska åtgärder:

- Direkta monetära transaktioner (OMT) för euroländer
- Kvantitativa lättnader (QE)

Djävulsspiralen lyftes fram i kapitel 2; flera av åtgärderna ovan syftar till att bryta recessionsdrivande återkopplingar mellan stat och bank och därmed även till att skydda skattebetalarnas pengar.

Inledningsvis har det gjorts framsteg vad gäller finansiell tillsyn: Europeiska systemet för finansiell tillsyn (ESFS), som inrättades redan 2010, är ett nätverk av tre europeiska tillsynsmyndigheter (EBA, Eiopa och Esmå), Europeiska systemrisknämnden (ESRB) och de nationella tillsynsmyndigheterna. Systemets huvuduppgift är att se till att kvalificerad finansiell tillsyn sker enhetligt i hela EU. Tillsynen syftar till att övervaka kreditinstitutens risker och kapital, så att det finansiella systemets stabilitet och insättarnas pengar inte äventyras. Tillsynen är också en övervakningsprocess för att säkerställa att finansinstituten tillämpar regler och standarder på avsett vis. Eftersom kriserna fortsatte att prägla EU efter 2010 tillkom relativt snart ytterligare åtgärder med särskilt fokus på euroområdet.

År 2012 inrättade euroländerna Europeiska stabilitetsmekanismen (ESM) för att säkra den finansiella stabiliteten inom euroområdet. Mekanismen kan utfärda skuldinstrument, genom direkta monetära transaktioner (OMT), för att finansiera lån till utsatta euroländer.¹⁷ Europeiska stabilitetsmekanismen

¹⁷ ESM inrättades genom ett mellanstatligt fördrag, som formellt sett inte är en del av EU-rätten.

är därmed ett slags begränsad riskdelningsmekanism, som kan ge (villkorliga) ekonomiska bistånd till länder i svår ekonomisk nöd, och därmed också minska stressen på skuldkapitalmarknaderna.

Därutöver har banksystemet i euroområdet länder blivit mer motståndskraftigt, bland annat genom ökad kapitalisering och kapitalbuffertar jämfört med situationen före båda kriserna (Deskar-Škrbić och Kunovac 2020). Bankunionen blev operativ 2014, vilket innebär en centralisering av banktillsynen under ECB genom den gemensamma tillsynsmekanismen (SSM)¹⁸ samt en gemensam resolutionsmekanismen (SRM), som består av den gemensamma resolutionsnämnden (SRB) och de nationella resolutionsmyndigheterna i euroområdets länder (och Bulgarien). Den gemensamma resolutionsmekanismen syftar till att stärka den finansiella stabiliteten och minska risken för skattebetalarna, genom att planera för hur bankkonkurser ska hanteras. Därtill inrättades ett regelverk för att komplettera befintliga kapital- och likviditetsregler med krav som tar särskild hänsyn till systemrisk. Där ingår både individuella påslag för banker som bedöms vara systemviktiga och mer generella krav kopplade till hur riskerna utvecklas över tid (kontracykliska kapitalkrav).¹⁹ Dessutom antogs 2014 direktivet om inrättande av en ram för återhämtning och resolution av kreditinstitut och värdepappersföretag.²⁰

Det skedde också stora förändringar i ECB:s penningpolitiska ramverk som ledde till införandet av olika nya konventionella och icke-konventionella penningpolitiska åtgärder såsom negativ ränta, (riktade) långfristiga refinansieringstransaktioner (LTRO)²¹ och framåtriktad vägledning. Det infördes direkta monetära transaktioner (OMT) år 2012 i syfte att göra *what ever it takes* för att bevara euron. OMT-programmet inrättades av ECB-rådet i september 2012 men aktiverades aldrig. Altavilla et al. (2016) visar att blotta tillkännagivandet av programmet sänkte italienska och spanska statsobligationsräntor med 200 punkter, medan det inte fanns någon effekt på tyska och franska obligationsräntor. OMT innebär att ECB nu kunde handla obligationer på sekundärmarknaderna emitterade av euroområdets medlemsländer.²²

Kvantitativa lättnader, QE, innebär att centralbankerna köper obligationer och därigenom tillför likviditet till banksystemet, i syfte att stimulera ekonomisk aktivitet. QE introducerades under nollränteperioden efter finanskrisen 2008

¹⁸ Nationella myndigheter tenderar att vara mer överseende med nationella banker (Véron 2015).

¹⁹ För källor och information om nya åtgärder, se Europeiska unionens råd (2022).

²⁰ The Bank Recovery and Resolution Directive, 2014/59/EU.

²¹ ECB har lanserat tre TLTRO-serier: TLTRO I 2014, TLTRO II 2016 och TLTRO III 2019.

²² På den primära marknaden säljs/köps nya obligationer eller aktier och på den sekundära marknaden köps/säljs befintliga obligationer.

för att ytterligare pressa ned långräntorna och öka utbudet av pengar. ECB:s program, *asset purchase programmes* (APP), påbörjades i mitten av 2014.²³

Kvantitativa åtstramningar (QT) innebär tvärtom att centralbanker krymper sina reserver genom att sälja statsobligationer eller låta dem förfalla.²⁴ ECB inledde detta i mars 2023, vilket lär få en åtstramande effekt på ekonomin genom att det (troligtvis) bidrar till räntehöjningar på långsiktiga lån.²⁵

Sammantaget har förändringarna efter finans- och eurokrisen försett europeiska myndigheter med en rad verktyg för att ingripa vid behov och för att minska hoten mot den finansiella stabiliteten. Det har även införts regler kring rekonstruktion om en bank går i konkurs (Whelan 2019). Det finns nu också bredare kunskap bland både nationella och europeiska myndigheter kring de stora problem som finansiell instabilitet kan medföra. De nya finansiella systemen och tillsynsstrukturerna gör euroområdet mer motståndskraftigt och minskar riskerna för att skapa och förstärka exogena chocker. (Whelan 2019; Deskar-Škrbić och Kunovac 2020).

Även finanspolitiken förändrades efter finanskrisen och eurokrisen. Stabiliserings- och tillväxtpakten modifierades med hjälp av sexpaket och tvåpaket. Fler processer för kommunikation och samordning inrättades med hjälp av den europeiska planeringsterminen. Mekanismer för att hantera makroekonomiska obalanser introducerades och nya lånemöjligheter och fonder skapades för länder i nöd. Dessutom finns nu övervakningsverktyg för att förhindra uppbyggnaden av makroekonomiska obalanser i framtiden. En europeisk finanspolitisk nämnd har inrättats (2016) för att ge råd och minska risken att problem sprider sig över gränserna (Whelan 2019). Makroekonomisk och finanspolitisk övervakning i EU förändrades drastiskt.

²³ Se exempelvis ECB (2022) för mer information. APP innehåller fyra olika program: ABSPP (the asset-backed securities purchase programme), CBPP3 (the covered bond purchase programme), PSPP (the public sector purchase programme) samt CSPP (the corporate sector purchase programme). I samband med pandemin introducerades ytterligare kvantitativa lättnader (QE), nämligen stödköpsprogrammet föranlett av pandemin, PEPP (Pandemic Emergency purchase programme). För en utmärkt bild över statsskulder i euroområdet se exempelvis Bloomberg (2023). Det finns en rad olika studier som studerar effekter av QE på jämlikhet, inflation, hållbarhet, bostadspriser med mera, se exempelvis Ryan och Whelan (2021) och Dautović et al. (2023).

²⁴ Rabobank pekar på att det finns ytterligare sätt att skriva av skulderna, exempelvis att ECB lämnar skulden på sin balansräkning på obestämd tid (Boonstra 2019).

²⁵ Eurosystemets APP-portfölj var 3 253 miljarder euro i slutet av januari och stödköpsprogrammet föranlett av pandemin (PEPP) uppgick till 1 680 miljarder euro. Se exempelvis Europaparlamentet (2023) för fler studier kring den stundande åtstramningen i euroområdet.

Finanspolitiska förändringar efter finanskrisen och eurokrisen

Regelverk:

- Sexpaket
 - Planeringstermin
 - Förfarandet vid makroekonomiska obalanser (MIP)
- Tvåpaket
- Fördraget om stabilitet, samordning och styrning i den ekonomiska och monetära unionen, även kallad ”finanspakten”

Institution:

- Finanspolitiska nämnden

Sexpaket trädde i kraft 2011 och syftar till att förstärka stabilitets- och tillväxtpakten, bland annat genom att introducera en högre grad av automatik (med omvänd kvalificerad majoritet) i sanktionsprocessen. Här introducerades också åtgärder för förbättrad statistik och bättre genomförande av EU:s regelverk nationellt. Den europeiska planeringsterminen syftar till en bättre koordinering av finanspolitiken mellan länder samt ökad övervakning av enskilda länders budgetplanering. Ett tidigt varningssystem för makroekonomiska obalanser, på svenska kallat förfarandet vid makroekonomiska obalanser (MIP), introducerades också. Tvåpaket trädde i kraft några år senare, 2013, och innehåller ett tidigt rapporterings- och varningssystem. Pakten syftade också till att introducera tuffare övervakning för euroländer med finansiella svårigheter och att utöka koordineringen inom euroområdet (Eriksson och Hjeds 2013).

Fördraget om stabilitet, samordning och styrning i den ekonomiska och monetära unionen, där finanspakten ingår, syftade till att stärka befintliga regler och avtal, avseende bland annat budgetunderskott och statsskuld. Regler infördes i de nationella lagstiftningarna för strukturellt budgetunderskott. (Eriksson och Hjeds 2013). Här lyfts också oberoende nationella finanspolitiska råd fram och dessa finns nu i alla EU-länder, utom Polen. Med hjälp av dessa råd är det tänkt att regelefterlevnaden ska stärkas. Detta genom att råden genomför oberoende bedömningar av regeringens finanspolitik, vad gäller både resultat och framtidsplaner, och utvärderar samt tillhandahåller makroekonomiska och budgetmässiga prognoser. Utöver de *nationella* oberoende finanspolitiska institutionerna finns också ett råd på europeisk nivå, Europeiska finanspolitiska nämnden (EFB), vilket är ett oberoende rådgivande organ inom Europeiska kommissionen. Det inrättades 2016 med syftet att stärka regelverket för ekonomisk styrning inom EU.²⁶

²⁶ Bland andra Tesche (2021) lyfter dock fram att nämnden saknar både ekonomiskt och operativt oberoende.

En av de mer synliga effekterna av regelverket efter eurokrisen är mer information och bättre kommunikation kring medlemsländernas ekonomier och ekonomiska politik genom den europeiska planeringsterminen. Med införandet av förfarandet vid makroekonomisk obalans (MIP) beaktas ett bredare utbud av indikatorer, inklusive bytesbalansen, underskott, bostadspriser och kreditstillväxt i regelverket. Det finns också studier som pekar på att det finanspolitiska regelverket har förbättrat både kommunikationen och möjligheterna att identifiera makroekonomiska obalanser (se exempelvis Hjeds 2023).

3.1.3 Efter pandemikrisen: fokus på stimulansåtgärder

Sedan 2020 har snabba och rejäla åtgärder genomförts på EU-nivå, både vad gäller finanspolitik och penningpolitik.

Finanspolitiska och penningpolitiska åtgärder i samband med pandemin

Finanspolitiska åtgärder:

- EU:s budget: en garanti på 1 miljard
- CRII, Investeringsinitiativ mot effekter av coronavirus (*Coronavirus Response Investment Initiative*)
- SURE, ett europeiskt instrument för tillfälligt stöd för att minska risken för arbetslöshet i en krissituation (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, en del av "Euro 540 billion rescue package"*)
- NGEU, Next Generation EU (EU:s tillfälliga återhämtningsinstrument) inklusive RRF (Faciliteten för återhämtning och resiliens)
- Generella undantagsklausulen

Penningpolitiska åtgärder:

- PELTRO, långfristiga refinansieringstransaktioner föranledda av pandemin (*Pandemic emergency longer-term refinancing*)
- PEPP, stödköpsprogrammet föranlett av pandemin (*Pandemic Emergency Purchasing Programme*)

En rad åtgärder avlöste varandra i samband med covid-19-pandemin, vilka diskuteras nedan. En stor skillnad i jämförelse med eurokrisen var att pandemin var en extern chock som gemensamt drabbade länder på liknande vis. Recessionen berodde således inte på makroekonomiska obalanser. Det är ingen tvekan om att finanspolitiken blev långt mer generös än tidigare och att det gick att nyttja erfarenheter och institutioner som kommit på plats efter tidigare kriser. En garanti på 1 miljard euro från EU:s budget introducerades till Europeiska investeringsfonden (EIF) för att stödja små och medelstora företag med sammanlagt 8 miljarder euro. Investeringsinitiativet mot effekter av coronavirus (*Coronavirus Response Investment Initiative*, CRII) medförde 37 miljarder euro att spendera på hälsovård, små och medelstora företag och korttidsarbete. Dessutom utvidgades EU:s solidaritetsfond till att omfatta hälsoaspekter. I denna fond finns 800 miljoner euro tillgängliga.

EU införde också ett tillfälligt stöd för medlemsstater som behöver hjälp med att bekämpa negativa ekonomiska och sociala konsekvenser av virusutbrottet, i form av SURE, ett europeiskt instrument för tillfälligt stöd för att minska risken för arbetslöshet i en krissituation (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*). SURE kan ge ekonomiskt stöd på upp till 100 miljarder euro i form av lån (med förmånliga villkor) för att stödja sysselsättningen. Grunden för instrumentet är frivilliga garantier från medlemsstaterna, beroende på deras respektive relativa andel av EU:s bruttonationalinkomst. Utöver detta ger EU ut sociala obligationer för att finansiera SURE.

NGEU, Next Generation EU, syftar bland annat till att stödja stimulans-åtgärderna efter pandemins slut, särskilt genom att stimulera offentliga investeringar. En del av NGEU är faciliteten för återhämtning och resiliens (RRF). RRF omfattar ekonomiskt stöd som betalas ut i form av lån och bidrag till EU-medlemsstater för att åstadkomma *reformer* och *investeringar*. Andra delar är bland annat medel för att stödja övergången till klimatneutralitet, incitament för privata investeringar och åtgärder som förbereder för framtida kriser, inklusive ett hälsoprogram, ett civilskyddsprogram, forskning inom hälsa, gröna och digitala omvandlingar och stöd till globala partner. NGEU innehåller 750 miljarder euro från 2021 till 2026 (390 miljarder euro som ska betalas ut som bidrag och 360 miljarder euro i form av lån). Det finansieras genom en emission av EU-obligationer, som måste återbetalas mellan 2028 och 2058, och det är nu EU:s största obligationsprogram.²⁷

Därutöver pausades flera villkor i stabilitets- och tillväxtpakten genom aktivering av den generella undantagsklausulen, för att tillfälligt minska pressen på redan hårt prövade medlemsstater. Klausulen gör det möjligt för EU:s medlemsstater att tillfälligt avvika från sina medelfristiga budgetmål och uppfylla kraven i förfarandet vid alltför stora underskott (MIP) vid en senare tidpunkt, om landet är föremål för detta förfarande.

Enligt Tesche (2020) var det dock inte de finanspolitiska utan främst de penningpolitiska åtgärderna som stabiliserade den makroekonomiska situationen i samband med pandemin. Han menar att det (återigen) var Europeiska centralbanken som räddade situationen, precis som under eurokrisen. Den här gången dels genom stödköpsprogrammet föranlett av pandemin, PEPP (*Pandemic Emergency Purchasing Program*), dels med hjälp av långfristiga refinansieringstransaktioner föranledda av pandemin, PELTRO (*Pandemic emergency longer-term refinancing*). PELTRO innebar att ECB erbjöd lån med mycket fördelaktig ränta (25 punkter under standardräntan på 0 procent)

²⁷ På Europeiska kommissionens hemsida finns mer information. Bland annat i samband med SURE och NGEU diskuteras behovet av en permanent säker tillgång i euroområdet. Enligt flera forskare råder det brist på en sådan tillgång i euroområdet (se exempelvis Lannoo och Thomadakis 2019). Läs mer om "safe assets" i exempelvis Bletzinger et al. (2023).

till banker. ECB:s penningpolitiska nödköpsprogram PEPP var ytterligare en icke-konventionell penningpolitisk åtgärd, vilken initierades för att motverka några av de risker för euroområdet som utbrottet av coronaviruset utgjorde (van Lerven 2016). Liksom Draghis meddelande om direkta monetära transaktioner (OMT) och hans löfte om att göra allt som krävs för att rädda euron (*what ever it takes*) var effekten av PEPP snabb. Till skillnad från OMT påbörjades dock omedelbart köp av tillgångar; under PEPP har ECB ökat köpet av statsobligationer (från alla euroländer) och breddat flexibiliteten vad gäller att bestämma hur många obligationer som kan köpas från olika medlemsländer (Dullien 2022).²⁸ Avslutningsvis är PELTRO en tillfällig åtgärd bestående av en ny serie akuta, långsiktiga, refinansieringstransaktioner som syftar till att stödja likviditeten i euroområdet finansiella system och bidra till att bevara penningmarknadernas funktion.²⁹

Effekterna av de olika åtgärderna är lite för tidigt att utröna, men Havlik et al. (2022) pekar på att penningpolitiken tycks ha större effekt under kriser än de finanspolitiska instrumenten. Vad gäller de senare har Next Generation EU haft bättre resultat än de rena låneinstrumenten; författarna drar slutsatsen att det krävs någon form av transferering för att finanspolitiken ska få god återverkningskraft. Oavsett effekter har de finanspolitiska förändringarna i EU varit omfattande under 2000-talet.

Avslutningsvis är EU:s medborgare fortsatt välvilligt inställda till EU enligt Eurobarometer: en majoritet av EU-medborgarna är positiva till medlemskapet. Nästan tre fjärdedelar av de tillfrågade menar att deras land har tjänat på att gå med i EU och en majoritet svarar att de är optimistiska om EU:s framtid. Likaså är stödet för euron i euroområdet stort: knappt 80 procent anser att euron är bra för EU och knappt 70 procent anser att det är bra för det egna landet. Medborgarna utgör grunden för hela unionen och utan stöd från befolkningen vore läget i unionen givetvis allvarligt.

För att sammanfatta så har det vidtagits en rad olika finanspolitiska och penningpolitiska åtgärder efter de tre recessionerna under 2000-talet (finans, euro och pandemin), och även industrin har förändrats. Det är värt att notera att medborgarna har fortsatt stort förtroende för EU. På flera områden ser beredskapen för att möta en recession i EU och i euroområdet långt bättre ut än tidigare.

²⁸ Detta har varit ett avgörande steg, eftersom det gjorde det möjligt att rikta in sig på obligationspriser för enskilda medlemsstater i syfte att förebygga en åtstramning av finansieringsvillkor som inte var förenliga med att motverka pandemins nedåtgående effekter (Dullien 2022).

²⁹ På ECB:s hemsida finns ytterligare information om PELTRO.

3.2 Utmaningar kvarstår – euroområdet

Nedan diskuteras översiktligt vad som anses brista i euroområdet vad gäller beredskap för framtida recessioner samt hur några olika forskare menar att dessa kan mötas. Det är i euroområdet som samarbetet är djupast och det är här forskare ser gemensamma utmaningar som relaterar till hela området (och inte bara ett enskilt land).

Det finns en bred konsensus om att en del av EMU:s problem beror på den strukturella uppbyggnaden; den monetära unionen är inte en suverän stat med en egen valuta. En rad forskare lyfter därför fram att någon form av fördjupad integration kan ge ökad stabilitet och därmed bättre möjligheter att hantera en framtida recession (se exempelvis Claeys 2017). Utan en djupare integration kommer unionen fortsatt att vara skör, som Pickford et al. (2014) skriver:

Without a deeper fiscal and economic integration, and the institutions to deliver it, the monetary union will remain unstable and vulnerable to further shocks. And to deliver this deeper integration, some degree of greater political union will be required.

Men det finns också forskare som pekar på att EU:s tendens att integrera alltmer vid kris och stress knappast löser de grundläggande problemen. Tvärtom: skapandet av ofullständiga institutioner bidrar till nya kriser, vilka ”löses” genom mer integration, vilket i sin tur leder till fortsatt ofullständiga och ännu mer integrerade institutioner, vilka åter ger grogrund för nya kriser. Jones et al. (2021) uttrycker det på följande vis:

[...] in an initial phase, lowest common denominator intergovernmental bargains led to the creation of incomplete institutions, which in turn sowed the seeds of future crises, which then propelled deeper integration through reformed but still incomplete institutions – thus setting the stage for the process to move integration forward.

Dessa olika ytterligheter går igen på liknande sätt genom flera diskussioner. Avsikten här är inte att redogöra för debatter och teorier kring EU:s integration, här konstateras bara att spännvidden mellan olika åsikter är stor.

Bénassy-Quéré et al. (2018) pekar på några befintliga svagheter i euroområdet. Dessa inkluderar hög statsskuld, ännu höga nivåer av nödlidande lån (NPL) i vissa länder, den ofullständiga bankunionen och fragmenterade kapitalmarknader (begränsade framsteg när det gäller bildandet av en kapitalmarknadsunion). Szczepanski (2019) betonar problemen med makroekonomiska obalanser i euroområdet. Nedan diskuteras kort några av de utmaningar som lyfts fram i forskningen och som med stor sannolikhet kommer att bli särskilt synliga vid en kommande recession: avsaknad av en gemensam kapitalmarknadsunion, brist på gemensam finanspolitik, hög skuldsättning, avsaknad av en del (av tre) i bankunionen samt en gemensam sista låneinstans.

3.2.1 Kapitalmarknadsunionen

Kapitalmarknaden i Europa är mindre varierad i jämförelse med finansieringsstrukturer i andra avancerade ekonomier. Företag i Europa är betydligt mer bankfinansierade än i exempelvis USA. Kapitalmarknadsunionen syftar till att underlätta tillgången till finansiering och stärka stabiliteten i EU bland annat genom att finansieringen görs mindre beroende av det nationella banksystemet. Det är också tänkt att ge spararna förbättrade och tryggare möjligheter till långsiktiga investeringar i hela unionen. Flera forskare pekar också på att en gemensam kapitalmarknad i EU skulle kunna ha positiva effekter vad gäller både tillväxt och stabilitet. Detta eftersom en gemensam kapitalmarknadsunion underlättar gränsöverskridande investeringar (se exempelvis Martinez et al. 2019).

Kapitalmarknadsunionens alla delar gör den komplex. Den kan närmast beskrivas som en fortlöpande process med flera handlingsplaner och olika förslag till lagstiftning.³⁰ Den första handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen lanserades 2015, och 2020 offentliggjorde kommissionen en ny handlingsplan för att fullborda kapitalmarknadsunionen. I november 2021 antog kommissionen paketet om kapitalmarknadsunionen som består av fyra lagstiftningsförslag.³¹ Här fokuseras i huvudsak på tre olika mål: att stödja en grön, inkluderande och motståndskraftig ekonomisk återhämtning, att göra EU till en tryggare plats att investera i samt att integrera nationella kapitalmarknader till en enda inre marknad. Vid EU-toppmötet i februari 2023 betonades att kapitalmarknadsunionen är avgörande för Europas produktion och innovation. EU-ländernas stats- och regeringschefer uppmanade ministerrådet och Europaparlamentet att skynda på genomförandet av handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen genom att fortsätta arbetet med lagstiftningsförslagen.

Exempelvis Dell'Ariccia (2021) pekar på att bristen på tillväxt i unionen till viss del kan ses som resultatet av bankernas svaghet och tillhörande oförmåga att låna ut. Författaren lyfter fram att under normala tider behöver en kapitalmarknadsunion inte nödvändigtvis innebära så stora förändringar. Under en recession skulle utländska banker och enskilda investerare däremot kunna kanalisera medel direkt till företag, även när ett enskilt lands banker är i kris, vilket skulle kunna mildra kreditåtstramningar (se också Martinez et al. 2019). Detta kan i sin tur verka krisreducerande och lätta på den potentiellt giftiga kopplingen mellan stat och nationella banker, djävulsspiralen.

³⁰ Emlein et al. (2022) listar över 20 regleringar och direktiv som har betydelse för kapitalmarknadsunionen.

³¹ Här anges ett starkare fokus på finansiering av små och medelstora företag, detaljhandelsinvesteringar och på EU-marknadsintegration i synnerhet. I november 2021 lades en första uppsättning lagförslag fram, bland annat om att samla företagsinformation på en plats (ESAP) och en översyn av tre kapitalmarknadslagstiftningar: AIFMD, ELTIF och MiFIR. Ytterligare planerade åtgärder inkluderar bland annat en översyn av *Listing Act*, riktade harmoniseringar av företagens insolvensramverk och initiativ för att utveckla finansiell kompetens (Eurofi 2023; Truchet 2022).

Exempelvis visar Hoffmann et al. (2019) att både bankintegration och kapitalmarknadsintegration behövs för att reducera riskerna i framför allt euroområdet. Även Dell’Ariccia (2021) pekar på att starkare kapitalmarknader förhindrar eller åtminstone försvagar kopplingen.

Liksom med alla regleringar finns det dock risker och svårigheter med en kapitalmarknadsunion. En sådan svårighet är att en kapitalmarknadsunion involverar många enskilda delar som alla måste fungera väl för att den ska få de fördelar som listats ovan, exempelvis är det nödvändigt med transparent information och att teknik och säkerhet fungerar lika väl inom hela unionen. Annars riskerar den att förvärra klyftorna i EU (Navaretti et al. 2019).

Många av de åtgärder som föreslagits av kommissionen är ännu inte genomförda eller påbörjade. Det är för tidigt att säga om och i så fall när kapitalmarknadsunionen kan sjösättas i en sådan utsträckning att den får stabiliserande effekter för EU:s ekonomi. Det är inte fallet än, men den är närmare en lösning än flera av de andra utmaningar som nämnts ovan, och den är också långt mindre kontroversiell.

3.2.2 Finanspolitik

En utmaning som återkommer är att finanspolitiken (i huvudsak) är nationell i EU, vilket innebär att det samspel mellan penningpolitik och finanspolitik som kan underlätta recessionshantering försvåras i euroområdet. Exempelvis lyfter Clasys (2017) fram att de makroekonomiska stabiliseringsmöjligheterna är begränsade, bland annat eftersom euroområdet är alltför beroende av okonventionell penningpolitik från ECB och inte kan agera med tillräcklig finanspolitisk kraft. Ovan kunde vi också se att tidig forskning tyder på att de penningpolitiska åtgärderna har haft större effekt än de finanspolitiska i samband med pandemin.

I frånvaro av en gemensam finanspolitisk auktoritet i EU används regelverk, men de är sällan särskilt flexibla vid förändringar i omvärlden. Många länder följer inte heller de uppställda villkoren. Utan en gemensam finanspolitisk union introduceras därutöver olika ad hoc-insatser vid recessioner, ofta under stark press, vilket kan leda till institutioner som inte nödvändigtvis fungerar optimalt på sikt och riskerar att följas av överraskande bieffekter. Exempel på ad hoc-insatser är SURE och NGEU, vilka kan ses som ett slags temporära finanspolitiska stöd.

Frågan om en mer centraliserad och enhetlig finanspolitisk styrning skulle verka stabiliserande återkommer ständigt. Diskussionerna rör bland annat införandet av någon form av gemensam skattemyndighet och/eller överföringssystem. En sådan myndighet skulle kunna stödja länder i euroområdet som drabbats av idiosynkratiska chocker, men också fungera som ett gemensamt finanspolitiskt verktyg för makroekonomisk stabilisering (se exempelvis Doménech et al. 2018).

Ett problem i samband med sådana gemensamma lösningar är att riskfördelning – utan effektiv riskreduceringsstrategi – kan leda till överdrivet risktagande (*moral hazard*), vilket riskerar att öka instabiliteten. Överdrivet risktagande innebär att aktörer ändrar beteende efter ingånget avtal. Exempelvis kan ett land bli sämre på att skapa en buffert om det förväntar sig att andra kommer till undsättning vid en framtida kris. Bland andra Jopp (2022) pekar på att länder med begränsat finanspolitiskt svängrum, exempelvis Italien, har blivit så vana vid överstatliga stödåtgärder att även det minsta tecken på en eventuell uppsägning av ECB:s *whatever it takes*-attityd leder till plötsliga och skadliga reaktioner.³² I linje med Romer och Romer (2017) understryker Jopps behovet av att minska skuldsättningen och stärka den finanspolitiska kapaciteten nationellt. Jopp (2022) pekar vidare på att de många små enskilda åtgärderna tillsammans riskerar att skapa en finanspolitisk union, utan att det nödvändigtvis har varit intentionen:

Moreover, the question arises as to whether the continual prolongation and creation of newer and usually even more extensive measures, especially those with no or few conditionalities, will eventually reach the point of no return, if indeed this point has not already been passed.

Detta är en aktuell och relevant fråga som också kan ha betydelse för transparens, legitimitet och medborgarnas stöd för unionen.

Åsikterna går brett isär om var den största risken ligger: är det avsaknaden av en finanspolitisk union, att finanspolitiska institutioner skapas ”under radarn” eller ett överdrivet risktagande? Det är dock svårt att tro att ett beslut om en gemensam finanspolitisk auktoritet kommer att introduceras i närtid. Exempelvis Berger et al. (2018) pekar på att även om euron skulle stärkas av mer gemensamt risktagande så följer en rad juridiska, tekniska och politiska problem som ligger långt utanför vad nationalekonomin kan lösa ut. De Groot (2020) lyfter fram att ökande populism och nationalism påverkar möjligheterna för stabiliserande finanspolitiska åtgärder:

[...] bearing in mind that anti-EU parties took up almost a third of the popular vote in May this may hold back the reform pace whilst a flaring up of tensions between ‘Brussels’ and the member states remains a key risk.

Även andra forskare menar att en finanspolitisk union är svår att introducera (Eichengreen och Wyplosz 2016) eller att den inte behövs – eftersom nationell finanspolitik borde kunna absorbera idiosynkratiska chocker (Heijdra et al. 2018).

³² I studien mäts och visas att särskilt för dessa länder kunde den negativa chock som orsakades av ”Lagarde-gaffe” 2020 – då ECB:s ordförande Christine Lagarde gjorde ett uttalande (*“we are not here to close spreads”*) – inte uppvägas nämnvärt av vare sig PEPP eller NGEU. Lagardes yttrande fick kostnaderna för italienska skulder att stiga kraftigt. En dag senare bad Lagarde om ursäkt, men kostnaden för italienska skulder förblev högre och skadan var skedd.

Men det finns också forskare som menar att det går att reducera överdrivet risktagande, och att det är både riskfyllt och kostsamt att *inte* införa gemensam finanspolitik. Här lyfter exempelvis Bénassy-Quéré et al. (2018) samt Beetsma och Larch (2018) fram att en förbättring av det finanspolitiska regelverket och utökad gemensam finanspolitik bör gå hand i hand, det vill säga att det ena inte utesluter det andra. Tvärtom, båda sidor måste ge och ta.

Oavsett om fler eller färre gemensamma lösningar förordas ser en lång rad forskare tydliga behov av att reformera euroområdet finanspolitiska regler, då de anses vara komplexa, procykliska och brista i legitimitet (exempelvis Beetsma et al. 2018; Feld et al. 2018). Därför genomgår det finanspolitiska ramverket (stabilitets- och tillväxtpakten) nu en reformprocess. Kommissionen offentliggjorde nyligen (2022) en reformorientering, där det föreslås åtgärder för differentiering, ökat nationellt ägande och förenkling av regelverket.³³

Något som hänger nära samman med diskussionen om en gemensam finanspolitik är ländernas olikheter och vissa länders höga skuldsättning.

3.2.3 Skuldsättning, rekommendationer och villkor

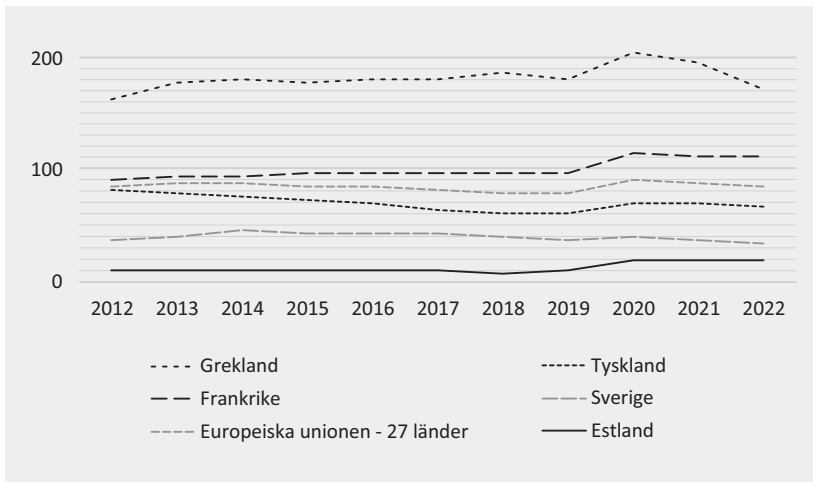
Författaren Milan Kundera (2007) beskrev Europa med orden: *Maximum diversity in Minimum space* och det ligger nog nära verkligheten: medlemsländernas skilda traditioner, institutioner samt politiska och sociala preferenser skapar ekonomiska skillnader. (Calmfors och Driffill 1988; Maclennan, Muellbauer och Stephens 1998). Olikheter mellan medlemsländerna ger inte bara upphov till asymmetriska konsekvenser av externa chocker, utan medför också olika attityder och ställningstaganden till risk och skuldsättning (och som noterats ovan, till gemensam finanspolitik). Vid en recession har redan tungt skuldsatta länder långt mindre manöverutrymme (Eminidou et al. 2021). Romer och Romer (2019) lyfter fram att efterdyningarna av recessioner är mycket värre när ett land är skuldsatt och saknar politiskt svängrum: uppskattningarna tyder på att för ett land med både finans- och penningpolitiskt utrymme är fallet i BNP efter en måttlig recession tvärtom litet.³⁴

En viktig fråga för att motverka effekter av en recession är därför hur skuldkvoten i förhållande till BNP ska reduceras i högt skuldsatta euroländer utan åtstramningar som riskerar att hämma tillväxten. I diagrammet nedan redovisas den offentliga skuldsättningen i EU, Sverige, Tyskland, Frankrike, Grekland samt Estland. De sistnämnda hade högst respektive lägst skuldsättning i EU 2022.

³³ Se Eriksson (2023) för en analys av reformförslaget.

³⁴ Se exempelvis Albu och Albu (2020) för samband mellan tillväxt och statsskuld i euroområdet.

Diagram 2: Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld, Maastrichtskulden



Trots att flera av de åtgärder som introducerats haft som underliggande syfte att stabilisera euroområdet har skuldsättningen över lag ökat sedan finanskrisens start, särskilt i de mest skuldsatta länderna. Forskningen visar också på blandade resultat av olika insatser och om regelverken inte följs gör de föga nytta.³⁵ Exempelvis Katsikas (2020) lyfter fram att enskilda länder snarare reagerar på inrikespolitiken än på EU:s regler, och att det finns spänningar:

[...] the many bodies responsible for different aspects of financial policy need to coordinate better, reforms and macroeconomic coordination have also been started, but there is an underlying tension between national and European interests.

Utmaningen att minska skuldsättningen i kraftigt skuldsatta länder får därför sägas till stora delar vara olöst. Det föreslås, som noterats ovan, förändringar i regelverket (stabilitets- och tillväxtpakten) som bland annat syftar till ökad implementering av villkoren och ökat nationellt ägande av åtgärdsprogram.

3.3.4 Det saknas en del (av tre) i bankunionen

Ett ord som återkommit flera gånger i rapporten är djävulsspiral, den onda cirkeln mellan stat och bank som kan uppstå i en recession. Ett sätt att bryta den onda cirkeln är som sagt introduktionen av bankunionen. Flera forskare lyfter

³⁵ Larch et al. (2023) har med hjälp av data mätt hur väl olika länder följer det finanspolitiska regelverket. De finner att i genomsnitt – över länder, år och regler – är EU-ländernas budgetpolitik förenlig med regelverket i drygt hälften av fallen men med stora och ihållande skillnader mellan länderna: det sträcker sig från två tredjedelar eller mer i Sverige, Danmark, Estland, Finland och Irland, och till en tredjedel eller mindre i Portugal, Grekland, Italien och Frankrike.

dock fram att en del av tre i bankunionen fortfarande saknas. Den gemensamma tillsynsmekanismen (SSM) och den gemensamma resolutionsmekanismen (SRB) har införts men det finns ännu inget gemensamt europeiskt insättningsgarantisystem (EDIS), vilket föreslogs för första gången 2015. Med en sådan ska alla banker betala en avgift till ett gemensamt system. Om en bank fallerar ersätts privata insättare med ett belopp från EDIS.

EDIS är räntat att ersätta de befintliga nationella system som garanterar samma täckning men finansieras nationellt. Dullien (2022) lyfter fram två problem som gör att EDIS inte genomförs: flera länder anser att systemet kan leda till att deras banker måste betala för bankrelaterade problem i andra länder. En annan utmaning är att reglerna för prioritering av fordringar skiljer sig åt mellan europeiska länder. I vissa länder betalas lönerna först från den fallande bankens tillgångar, vilket skulle ge EDIS högre kostnader för en bank som går i konkurs i exempelvis Italien än för en bank som går i konkurs i Tyskland.

Utan ett gemensamt försäkringssystem kommer säkerheten för banktillgodohavanden att kopplas till landets ekonomi och regeringens styrka. Vissa kunder och investerare kommer att reagera på en nationell finanspolitisk kris genom att överföra sina insättningar till ett annat land, vilket riskerar att utlösa en likviditetskris för banksektorn i det egna landet vid en recession.

Eftersom alla euroområdet banker står under ECB:s delade tillsyns- och kapitaltäckningsregler pekar flera forskare på att ett gemensamt insättningsförsäkringssystem skulle vara en stabiliserande faktor vid recessioner (Whelan 2019).

3.2.5 Sista låneinstans och enskilda länders statsobligationer

En sista låneinstans är den institution som solida och kreditvärdiga banker kan vända sig till för att få likviditetsstöd, när alla andra alternativ är uttömda och de inte kan finansiera sin dagliga verksamhet. Detta kan ske vid en recession, när bankkonton töms och ingen annan kan/vill ge banken ett lån. På grund av de nära kopplingarna mellan länder är risken för recessionsspridning högre i Europeiska monetära unionen (EMU). Vid en recession, och utan en sista låneinstans, riskerar kriser att snabbt sprida sig i hela euroområdet (Corsetti et al. 2018). Flera studier pekar på att en sista låneinstans har avgörande betydelse för att återställa finansiell stabilitet vid en recession (se exempelvis Salvatore et al. 2022).

I länder utanför euroområdet hanterar centralbankerna uppgiften. Detsamma gäller i euroområdet – men med skillnaden att i den senare har ECB veto och kan stoppa ett beslut fattat av en nationell centralbank,³⁶ i syfte att skydda euron.

³⁶ Article 1.2 ELA Agreement 2017, se exempelvis ECB (2020) och ECB (2023).

ECB kan med andra ord stoppa nationella centralbanker i euroområdet från att vara sista låneinstans – om euron är hotad.³⁷

Vissa forskare anser därför att ansvaret för att vara sista låneinstans inte är helt löst i euroområdet och att det vore rimligt att ECB övertar hela ansvaret för att till fullo skydda euron och därmed den finansiella stabiliteten, eller åtminstone att någon form av ytterligare förtydligande görs. Whelan (2019) rekommenderar att ECB antar en ny policystruktur på området och att skillnaden mellan centraliserade refinansieringstransaktioner och det likviditetsstöd som tillhandahålls av nationella centralbanker bör elimineras, samt att ECB bör formulera officiella riktlinjer för utlåning till banker i kris.

Här ska dock inflikas att andra forskare pekar på att ECB är en *de facto* sista låneinstans för euroområdet. Därutöver menar Dietz (2019) att det finns en tillräcklig rättslig grund i Europeiska centralbankens mandat för penningpolitik och finansiell stabilitet för att den ska kunna bevilja akut likviditetsstöd, åtminstone vad gäller ”betydande” banker, enligt definitionen i den nuvarande europeiska banktillsynsordningen.

Sammanfattningsvis har de nationella centralbankerna ansvar för att vara sista låneinstans. ECB har dock veto att stoppa detta i euroområdet, om euron anses vara hotad. Det råder delade meningar om ytterligare förtydligande kring sista låneinstans behövs eller inte.

³⁷ De nationella centralbankerna är ansvariga för likviditetsstöd (Emergency Liquidity Assistance, ELA), vilka kontrolleras och övervakas av ECB. ECB:s råd kan begränsa eller invända mot nödhjälp om två tredjedelar av rådets medlemmar samtycker till det.

4 Slutdiskussion

Europeiska institutioner och myndigheter har fått bättre verktyg att minska risken för finansiell instabilitet. Det finns nu större buffertar och fler regler kring rekonstruktion om en bank fallerar. Den nya finansiella strukturen och tillsynssystemen gör euroområdet mer motståndskraftigt och minskar riskerna för att skapa och förstärka chocker. Det finns kunskap kring de stora problem som finansiell instabilitet och makroekonomisk instabilitet kan medföra. Kommunikation, transparens och samarbeten har ökat, och även om det finanspolitiska regelverket inte alltid följs har både institutioner och enskilda stater fler instrument och större erfarenhet av att hantera kriser. Men det betyder inte att EU och euroområdet kan undvika recessioner framöver. Framtiden är ovisst och tillför nya utmaningar; de senaste årens händelser har med all tydlighet visat på detta: en pandemi, ett krig i Europa, ökade försvarsutgifter, stigande inflation och styrräntor är faktorer som påverkar de flesta européer i vardagen. Keynes ord *we simply do not know* klingar särskilt övertygande år 2023.

Det finns stabiliserande åtgärder som inte kräver att ekonomiska risker delas i större utsträckning än idag inom euroområdet. Det gäller exempelvis oberoende finanspolitiska institut liksom flera av åtgärderna i det nya reformförslaget kring stabilitets- och tillväxtpakten, såsom utökat nationellt ägande. Dessa förändringar är generellt mindre kontroversiella att föra fram. Men en av de grundläggande utmaningarna för EU och EMU handlar om i vilken utsträckning bördor ska delas gemensamt och vilka konsekvenser mer – eller mindre – integration kan få. Frågan om överdrivet risktagande återkommer ständigt. Samtidigt tycks integrationen ske gradvis, särskilt under recessioner, och inte alltid med långsiktighet och försiktighet kring ytterligare integration. Som noterats finns det flera nya studier där forskare lyfter fram att djupare finanspolitiskt samarbete *i kombination* med ett nytt regelverk kan verka stabiliserande. De menar att *både* länder som vill ha mer av och länder som vill ha mindre av finanspolitisk gemenskap måste kompromissa för att stabilisera eurons framtid. Men båda typerna av länder måste också lockas, och en konstruktion där också effektivitet står i fokus skulle kunna verka överbyggande. En gemensam finanspolitisk auktoritet är däremot sannolikt inget vi kommer att se i närtid. Även om det finns ekonomiska argument för en sådan integration är de politiska utmaningarna stora. Ett nytt regelverk – som följs i större utsträckning – är därför särskilt viktigt.

Lika säkra som vi kan vara på att det kommer nya ekonomiska nedgångar, lika säkra tycks vi kunna vara på att nya åtgärder kommer att introduceras för att stabilisera läget. Som svar på den stigande inflationen i euroområdet har ECB (juli 2022) exempelvis utformat en ny åtgärd: Transmission Protection Instrument (TPI). TPI tillåter ECB att köpa statsobligationer utgivna av länder

som står inför kraftiga ränterörelser som inte är motiverade av ekonomiska fundament och som riskerar att äventyra den monetära transmissionen. Detta blir i grund och botten ett köpbeslut baserat på en bedömning, vilket ger ECB möjligheter att ge direkt finansiellt stöd till ett medlemsland. Nackdelen är att bedömningen kan vara komplicerad, och om den är felaktig riskerar den att uppmuntra finanspolitiskt bräckliga regeringar till fortsatt skulduppbyggnad utan nödvändiga strukturella reformer (Bernoth et al. 2022). Fördelen är att åtgärden kan leda till ökad stabilitet. Avvägningen mellan överdrivet risktagande och stabilitet återkommer.

En utmaning vi ser nu är att centralbankerna höjer räntorna kraftfullt, vilket i tidigare recessioner har bidragit till ytterligare nedgångar. Svårigheten är att effekterna kommer först med fördröjning och att många centralbanker agerar på samma vis. Det är oklart om det senare räknas in korrekt i enskilda länders agerande. En annan utmaning är att flera banker samtidigt börjar med kvantitativa åtstramningar (QT) vilket sannolikt också leder till räntehöjningar, men här är konsekvenserna inte fullt kända (Jones 2023). Eller som ECB:s ordförande Christine Lagarde (2022) uttryckt det: ”*The reduction of the balance sheet – QT – is a new experience for us*”.

Huruvida avvägningen mellan minskad inflation och recessionsdrivande åtstramningar är korrekt gjord denna gång vet vi ännu inte. Men för närvarande fortsätter åtstramningarna i enlighet med de oberoende centralbankernas huvuduppgift: att sträva efter en stadig inflationstakt på runt två procent. Med tiden får vi veta om de lyckas med uppgiften.

Referenser

- Abiad, A., Dell’Ariccia G. och Li B. (2011) Creditless Recoveries. IMF Working Paper 11/58. International Monetary Fund.
- Albu A-C. och Albu L-L. (2020) ”Public debt and economic growth in Euro area countries. A wavelet approach”. *Technological and Economic Development of Economy* 27(3).
- Alon T., Doepke M., Olmstead-Rumsey J. och Tertilt M. (2020) This Time It’s Different: The Role of Women’s Employment in a Pandemic Recession. Working Paper 27660. National Bureau of Economic Research (NBER).
- Altavilla C., Giannone D. och Lenzaa M. (2016) ”The Financial and Macroeconomic Effects of the OMT Announcements”. *International Journal of Central Banking* 45.
- Andersson F.N.G. och Jonung L. (2023) European Stabilisation Policy After the COVID-19 Pandemic: More Flexible Integration or More Federalism? I: Bakardjieva Engelbrekt A., Ekman P, Michalski A. och Oxelheim L. (red.) *The EU between Federal Union and Flexible Integration*. Palgrave Macmillan.
- Andersson F.N.G. (2020) The Euro and the Nation-State That Never Disappeared: Would Europe Benefit from the Return of National Currencies. I: Bakardjieva Engelbrekt A., Leijon K., Michalski A. och Oxelheim L. (red.) *The European Union and the Return of the Nation State*. Palgrave Macmillan.
- Beetsma R. och Larch M. 2018 (2018) Risk reduction and risk sharing in EU fiscal policymaking: The role of better fiscal rules. VoxEU Column.
- Bénassy-Quéré A.M., Brunnermeier M.K., Enderlein H., Farhi E., Fratzscher M., Fuest C., Gourinchas P-O., Martin P, Pisani-Ferry J., Rey H., Schnabel I., Véron N., Weder di Mauro B. och Zettelmeyer J. (2018) Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform. Policy Insight 91. The Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Bernanke B.S., Gertler M., Watson M., Sims C.A. och Friedman B.M. (1997) Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks. *Brookings Papers on Economic Activity* 28(1).
- Berger H., Dell’Ariccia G. och Obstfeld M. (2018) Revisiting the Economic Case for Fiscal Union in the Euro Area. Departemental Papers. International Monetary Fund (IMF).
- Bernoth K., Dietz S., Ider G. och Lastra R.M. (2022) Activation of new ECB emergency program TPI not required so far. *Weekly Report* 12(40). Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW).
- BIS (2022) Annual Economic Report 2022. Bank for International Settlements.

- Bletzinger T., Greif W. och Schwaab B. (2023) The safe asset potential of EU-issued bonds. Research Bulletin 103. European Central Bank (ECB).
- Bloomberg (2023) Euro Area Braces for Era of Central-Bank Losses After QE Binge. 20 februari.
- Bluedorn J.C., Caselli F., Hansen N-J. H., Shibata I., Mendes Tavares M. (2021) Gender and Employment in the COVID-19 Recession: Evidence on "She-cessions". Working Paper 21/95. International Monetary Fund (IMF).
- Boitania A. och Tamborini R. (2022) Reforming the European fiscal governance. Beyond new rules. Policy Brief 2/2022. Luiss School of European Political Economy.
- Boonstra W. (2019) Resetting EMU: A One-off Package Deal for EMU's Member States. RaboResearch Rabobank.
- Buffet W. (1994) [Warren Buffets anförande vid Berkshire's årliga möte] <https://buffett.cnbc.com/video/1994/04/25/morning-session---1994-berkshire-hathaway-annual-meeting.html>
- Caldera-Sánchez A., de Serres A., Gori F., Hermansen M. och Röhn O. (2016) Strengthening Economic Resilience: Insights from the Post-1970 Record of Severe Recessions and Financial Crises. OECD Economic Policy Papers 20. OECD Publishing.
- Calmfors L. och Driffill J. (1988) "Bargaining Structure, Corporatism and Macroeconomic Performance". *Economic Policy* 3(6).
- Calmfors L. (2017) Eurokrisen, eurosamarbetets regelsystem och den framtida integrationen. Rapport 2017:1. Svenska institutet för Europapolitiska studier (Sieps).
- Celasun O., Hansen N-J. H., Mineshima A., Spector M. och Zhou J. (2022) Supply Bottlenecks: Where, Why, How Much, and What Next? Working Paper 22/31. International Monetary Fund (IMF).
- Center on Budget and Policy Priorities (2023) Chart Book: Tracking the Recovery From the Pandemic Recession. Center on Budget and Policy Priorities.
- Claeys G. (2017) The missing pieces of the euro architecture. Policy brief Bruegel 28.
- Claessens, S.M., Kose A. och Terrones M. (2012) "How Do Business and Financial Cycles Interact?" *Journal of International Economics* 87 (1).
- Correia L. och Martins P. (2019) "The European crisis: Analysis of the macroeconomic imbalances in the rescued euro area countries". *Journal of International Studies* 12(2).
- Corsetti G., Erce A. och Uy T. (2018) Debt Sustainability and the Terms of Official Support. Discussion Papers 13292. Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Dagens Industri (2022) Debatt: Sverige bör gå med i euro- och bankunionen. 17 november.

- Dautović E., Gambacorta L. och Reghezza A. (2023) Supervisory policy stimulus: evidence from the euro area dividend recommendation. Working Paper Series 2796. Europeiska centralbanken (ECB).
- De Grauwe P. (2015) Design failures of the Eurozone. VoxEU Column.
- De Groot E. (2020) Eurozone recessions, a historical perspective. RaboResearch. Rabobank.
- Dell’Ariccia G. (2021) A Capital Market Union: A Few Thoughts. I: Allen F., Carletti E. och Gray J. (red.) *The New Financial Architecture in the Eurozone*. European University Institute (EUI).
- Dell’Ariccia G., Ferreira C., Jenkinson N., Laeven L., Martin A., Minoiu C. och Popov A. (2018) Managing the sovereign-bank nexus. Working Paper Series 2177. European Central Bank (ECB).
- Deskar-Škrbić M. och Kunovac D. (2020) Twentieth anniversary of the euro: why are some countries still not willing to join? Economists’ view. Croatian National Bank.
- Dietz S.E. (2019) ”The ECB as Lender of Last Resort in the Eurozone? An analysis of an optimal institutional design of Emergency Liquidity Assistance competence within the context of the Banking Union”. *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 26(5).
- Doménech R.M., Iglesias O. och Steinberg F. (2018) Beyond risk sharing and risk reduction: A Spanish view of EMU reforms. VoxEU Column.
- Dullien S. (2022) ”Ten Years On, Two Crises Later: Evaluating EMU Institutional Reforms Since 2010”. *International Journal of Political Economy* 51(1).
- ECB (2020) Agreement on emergency liquidity assistance. 9 november.
- ECB (2022) How does the ECB’s asset purchase programme work?
- ECB (2023) Emergency liquidity assistance (ELA) and monetary policy.
- Economics Observatory (2022) The birth of inflation targeting: why did the ERM crisis happen? 8 november.
- Eichengreen B. och Naef A. (2020) Imported or Home Grown? The 1992–3 EMS Crisis. Discussion Paper 15340. Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Eichengreen B. och Wyplosz C. (2016). ”Minimal Conditions for the Survival of the Euro”, *Intereconomics. Review of European Economic Policy* 51(1).
- Eminidou S., Geiger M. och Zachariadis M. (2021) Public Debt and state-dependent Effects of Fiscal Policy in the Euro Area. Working Paper 03-2021. University of Cyprus.
- Emlein M.F., Sfrappini E., Tonzer L. och Zgherea C. (2022) Capital Markets Union: Database of directives and regulations. Technical Reports 2/2022. Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle (IWH).
- Emminger O. (1977) The D-mark in the conflict between internal an external equilibrium, 1948–75. *Essays in International Finance* 122. International Finance Section Department of Economics. Princeton University.

- Encyclopedia Britannica (2023) 5 of the World's Most Devastating Financial Crises.
- Eriksson J. och Hjeds Löfmark M. (2013) EU som krishanterare: Ekonomisk styrning och finansiell stabilitet. Rapport 2013:3. Svenska institutet för Europapolitiska studier (Sieps).
- Eriksson J. (2023) Euron och EU:s finanspolitiska regelverk. Kommande rapport. Svenska institutet för Europapolitiska studier (Sieps).
- Eurofi (2023) Capital Markets Union. The European think-tank dedicated to financial services.
- Europaparlamentet (2023) Quantitative tightening in the euro area. Monetary Dialogue Papers. Mars.
- Europaportalen (2022) von der Leyen: Så klarar vi energikris och IRA. 14 december.
- Europeiska unionens råd (2022) Banking sector: Council agrees its position on the implementation of Basel III reforms. 8 november.
- Farhi E. och Tirole J. (2018) "Deadly Embrace: Sovereign and Financial Balance Sheets Doom Loops", *Review of Economic Studies* 85(3).
- Feld L. (2018) Wither a fiscal capacity in EMU. VoxEU Column.
- FitzGerald J. (2022) ECB should heed lessons from 1970s in deciding interest rate rises. The Irish Times. 24 juni.
- Guénette J.D., Kose M.A. och Sugawara N. (2020) Is a Global Recession Imminent? EFI Policy Note 4. Equitable Growth, Finance and Institutions (EFI) World Bank.
- Hawkins J. (2022) What is stagflation and why are central banks concerned about it? European Business Review och World Economic Forum (WEF).
- Hjeds Löfmark M. (2023) Europeiska planeringsterminen: En forskningsöversikt. Europapolitisk analys 2023:1epa. Svenska institutet för Europapolitiska studier (Sieps).
- Hodson H.V. (1938) *Slump and recovery, 1929–1937 a survey of world economic affairs*. Oxford University Press.
- Hoffmann M., Maslov E. och Sørensen B.E. (2019) "Channels of Risk Sharing in the Eurozone: What Can Banking and Capital Market Union Achieve?" *Economic Review* 67(3). International Monetary Fund (IMF).
- Humphries J. (1988) Women's employment in restructuring American: The changing experience of women in three recessions. I: Rubery J. (red.) *Women and Recession*. (1988/2010) Routledge.
- Farnsworth C.H. (1973) Mark revalued as dollar eases. *New York Times*. 30 juni.
- Friedman M. (1957) A Theory of the consumption function. Publications. National Bureau of Economic Research (NBER).
- Friedman M. (1958) "The Permanent Income Hypothesis: Comment". *The American Economic Review* 48(5).
- Friedman M. (1968) "The role of monetary policy". *The American Economic Review* 58(1).
- Friedman M. och Schwartz Jacobson A. (1963). *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton University Press.

- Galbács P. (2020) *The Friedman-Lucas Transition in Macroeconomics: A Structuralist Approach*. Elsevier.
- Heijdra M., Aarden T., Hanson J. och van Dijk T. (2018) A more stable EMU does not require a central fiscal capacity. VoxEU Column.
- Jones E., Kelemen R.D. och Meunier S. (2021) "Failing forward? Crises and patterns of European integration". *Journal of European Public Policy* 28(10).
- Jones E. (2023) Managing the risks of quantitative tightening in the euro area. Funcas.
- Jonung L. (2000) "Från guldmynntfot till inflationsmål – svensk stabiliseringspolitik under det 20:e seklet". *Ekonomisk Debatt* 28(1).
- Jonung L. (1987) "Stockholmsskolan – vart tog den vägen?" *Ekonomisk Debatt* 15(4).
- Jopp T. (2022) PEPP and NGEU: Short-term Reactions to the Monetary and Fiscal Policy Paradigm Shift in Light of the Lagarde Gaffe. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4159976
- Jordà O., Schularick M. och Taylor A. (2016) "Sovereigns versus Banks: Credit, Crises, and Consequences". *Journal of the European Economic Association* 14(1).
- Kammer A. (2022) Europe Must Address a Toxic Mix of High Inflation and Flagging Growth. Blog. International Monetary Fund (IMF).
- Kannan P., Scott A. och Terrones M.E. (2009) "From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?" *World Economic Outlook* 103(38). International Monetary Fund (IMF).
- Katsikas D. (2020) "Fiscal Governance in the Eurozone: From Maastricht to crisis and back again?" *Region & Periphery* 9.
- Keynes J.M. (1936) "The General Theory of Employment". *Quarterly Journal of Economics* 51(2).
- Kose M.A., Sugawara N. och Terrones M.E. (2020) Global Recessions. Policy Research Working Paper 9172. World Bank.
- Kundera, M. (2007) Maximum Diversity In Minimum Space. *New Yorker*. 1 januari.
- Laeven, L., och Valencia F. (2013) "Systemic Banking Crises Database". *Economic Review* 61(2). International Monetary Fund (IMF).
- Lagarde C. (2020) Press conference ECB. 3 december. <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2020/html/ecb.is200312-f857a21b6c.en.html>
- Lannoo K. och Thomadakis A. (2019) Rebranding Capital Markets Union: A Market Finance Action Plan. CEPS-ECMI Task Force Report. Centre for European Policy Studies (CEPR).
- Larch M., Malzubris J. och Santacroce S. (2023) "Numerical Compliance with EU Fiscal Rules: Facts and Figures from a New Database". *Intereconomics* 58(1).
- Lausberg P. (2022) The EU economy in crisis: Can we learn from past mistakes? The European Policy Centre (EPC).

- Van Lerven F. (2016) "Quantitative Easing in the Eurozone: a One-Year Assessment". *Intereconomics* 51(4).
- Maclennan D., Muellbauer J., och Stephens M. (1998) "Asymmetries in housing and financial markets institutions and EMU". *Oxford Review of Economic Policy* 14(3).
- Martinez J., Philippon T. och Sihvonen M. (2019) Does a Currency Union Need a Capital Market Union? Risk Sharing via Banks and Markets. Working Paper 26026. National Bureau of Economic Research (NBER).
- Navaretti G.B., Cazolari, G. Ottaviano, G. och Pozzolo A.F. (2019) Capital Market Union and Growth Prospects for Small and Medium Enterprises. Development Working Papers 449. Centro Studi Luca d'Agliano. University of Milano.
- Obstfeld M. (2022) Uncoordinated Monetary Policies Risk a Historic Global Slowdown. Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.
- Passari E. (2020) "The Great Recession and the Rise of Populism". *Intereconomics* 55(1).
- Perbo U. (1999) "Varför fick Sverige en depression i början på 90-talet?" *Ekonomisk Debatt* 27(6).
- Pickford S., Steinberg F. och Otero-Iglesias M. (2014) How to Fix the Euro Strengthening Economic Governance in Europe. A Joint Chatham House, Elcano and AREL Report. The Royal Institute of International Affairs.
- Romer C.D. och Romer D.H. (2017) Why Some Times Are Different: Macroeconomic Policy and the Aftermath of Financial Crises. Working Paper 23931. National Bureau of Economic Research (NBER).
- Romer C.D. och Romer D.H. (2019) Fiscal space and the aftermath of financial crises: how it matters and why. Working Paper 25768. National Bureau of Economic Research (NBER).
- Ryan och Whelan (2021) "Quantitative easing and the hot potato effect: Evidence from euro area banks". *Journal of International Money and Finance* 115.
- Rubery J., Smith M. och Fagan C. (1999) *Women's Employment in Europe: Trends and Prospects*. Routledge.
- Rubery J. (1988) *Women and Recession*. Routledge.
- Santacreu A., Young H. och de Soyres F. (2022) Demand–supply imbalance during the Covid-19 pandemic: The role of fiscal policy. VoxEU Column.
- Szczepanski M. (2019) A decade on from the crisis: Main responses and remaining challenges. European Parliamentary Research Service.
- Terrones M., Kose A. och Claessens S. (2008) What Happens During Recessions, Crunches and Busts? Working Paper 08/274 International Monetary Fund (IMF).

- Tesche T. (2020) The European Union's response to the coronavirus emergency: an early assessment. Europe in Question Discussion Paper Series 157. London School of Economics and Political Science (LSE).
- Tesche T. (2021) "The European Fiscal Board: supranational de novo body or orchestrator?" *Italian Political Science Review/Rivista Italiana di Scienza Politica* 51(3).
- Tongur C. och Thorburn D. (2020) "Problemet med KPI som enda inflationsmått". *Ekonomisk Debatt* 48(2).
- Truchet M. (2022) Capital markets union: where are we? The European think-tank dedicated to financial services (Eurofi).
- Véron N. (2015) Europe's radical banking union. Bruegel essays and lecture series.
- Whelan K. (2019) The Euro at 20: Successes, Problems, Progress and Threats. Monetary Dialogue January 2019. Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies Directorate-General for Internal Policies. European Parliament.

Executive summary

The combination of a global pandemic and war in Ukraine has affected the economy of many EU member states. Inflation is high in most EU countries and the risk of recession is imminent, putting pressure on both citizens and policymakers at a variety of levels. Around the world, there are discussions about whether a global recession is coming. This report discusses what a recession is, how recessions have played out in the past in the EU, and to some extent globally, and the meaning of key related concepts often used in research and debate. It then presents the measures which have been introduced in the EU following recent crises to counteract more severe economic downturns, what measures are lacking, and those which are completely absent.

A recession is often defined as a period of (at least) two consecutive quarters of declining growth in a particular country or region, which means that one is at least six months into a recession before it can be identified as such. Since the introduction of the euro in 1999, the euro area has experienced three recessions: the Great Recession of 2008-09, the European sovereign debt crisis of 2011-2013 and the pandemic-induced recession. A recession affects not only GDP but also factors such as unemployment, asset prices, housing prices, credit, international trade, capital flows and investment. Major recessions are particularly associated with unemployment, declines in international trade and housing prices. Recessions involving banking crises and credit crunches have on average been longer and deeper than others. Among the mechanisms by which recessions spread between countries are international trade, exchange rates and integrated financial markets. This is very much the case for the EU and in particular the euro area.

One example of a commonly used concept related to recession is inflation: most recessions are characterized by high and volatile price increases. The benefits of stable and relatively low inflation for economies are well documented in the literature. The main reason why central banks around the world seek to tackle inflation is that price stability creates the conditions for taking a long-term perspective and greater predictability in the economy, both for companies and households.

In terms of measures to prevent and mitigate the effects of recessions, the main areas of discussion are monetary and fiscal policy. Central banks have important choices to make in terms of monetary policy: the pace, timing and sequencing of balance sheet adjustments and interest rate hikes can affect how well a potential recession is dealt with. Clear and credible communication and judicious timing are essential for a successful monetary policy. Fiscal policy is also a delicate game, with interventions framed by politics, the economy and the different timing

of the impact of different measures. In the EU, there is no common fiscal sovereignty, but there are common rules that provide tools for communication, coordination and transparency of economies. Moreover, if a recession is to be contained, it is important that fiscal and monetary policies do not counteract each other. In countries where there is more fiscal and monetary headspace, recessions are less severe, as this greater room for manoeuvre can be used to protective effect.

The historical overview highlights that many policy changes have occurred after each recession. The report focuses mainly on changes related to the global financial crisis, the euro crisis and the pandemic crisis. Taken together, the changes following the financial and euro crises have provided European authorities with a range of tools to intervene, when necessary, with the aim of reducing threats to financial stability. For example, there are now rules on restructuring if a bank becomes bankrupt. There is also a broader awareness among both national and European authorities of the major problems that financial instability can cause. The new financial and supervisory structures have made the euro area more resilient and reduced the risks of creating endogenous shocks and amplifying exogenous shocks.

Regarding shortcomings or missing elements in the euro area, researchers repeatedly raise the issue of more centralized and consistent fiscal governance. The discussion includes the introduction of some form of centralized fiscal authority or transfer system which could support euro area countries affected by idiosyncratic shocks, but could also provide a common fiscal tool for macroeconomic stabilization. One problem with common solutions is that risk sharing – without an effective risk mitigation strategy – can lead to excessive risk-taking, which may increase instability. For example, a country may be less likely to create a buffer if it expects the ECB to come to the rescue in a future crisis. The problem of deleveraging in highly indebted countries can also be said to be largely unresolved. However, changes have been proposed in the regulatory framework (the Stability and Growth Pact) which aim to increase observance of the rules and increase national ownership of action programmes.

Another issue highlighted as a weakness is the absence of a common insurance system. Without it, the safety of bank deposits is linked to the country's economy and the strength of the government: some customers and investors will react to a national fiscal crisis by transferring their deposits to another country, which risks triggering a liquidity crisis for the banking sector in their own country during a recession. Some researchers argue that a common deposit insurance scheme would be a stabilizing factor in recessions.

Several economists have also suggested that a single EU capital market could have positive effects in terms of both growth and stability. However, as with any regulation, there are also risks and difficulties. One such difficulty is that a

capital markets union (CMU) involves many individual elements, all of which need to function well in order to achieve the benefits mentioned above. For example, it is necessary that information is transparent and that technology and security work equally well across the Union. Many of the measures proposed for the CMU have not yet been agreed, let alone implemented. It is therefore too early to say whether, and if so when, the CMU can be realized to such an extent that it will have a stabilizing effect on the EU economy. It has not happened yet, but a solution is closer than is the case with many of the other challenges mentioned above, and it is also less controversial.

Ultimately, the most important aspect of EU and EMU stability is the support and confidence of citizens. Here, Eurobarometer surveys show that overall support remains high.

To sum up, European authorities now have better tools to reduce the risk of financial instability. There are now larger buffers and more rules on restructuring if a bank fails. The new financial architecture and supervisory systems make the euro area more resilient and reduce the risks of creating and amplifying shocks. There is awareness of the major problems that financial and macroeconomic instability can cause. Communication, transparency and cooperation have increased, and, even if the fiscal framework is not always followed, both institutions and individual states have more instruments and more experience in dealing with crises. But this does not mean that the EU and the euro area can avoid recessions in the future. One of the fundamental challenges for the EU and EMU is the extent to which burdens should be shared jointly and the consequences of more – or less – integration. The trade-off between excessive risk-taking and stability has not gone away.

We can be that there will be new economic downturns, and we can be just as sure that new measures will be introduced to stabilize the situation. One challenge we are witnessing now is that central banks are raising interest rates sharply, which in previous recessions has contributed to further downturns. The difficulty is that the effects are delayed and that many central banks are acting in the same way. It is unclear whether the latter is correctly accounted for in the actions of individual countries. Another challenge is that several central banks have started quantitative tightening at the same time, which is also likely to lead to interest rate increases, but here the consequences are not fully known. Whether the trade-off between lower inflation and recessionary tightening is being correctly judged is something we do not yet know. But for now, tightening continues in line with the main task of independent central banks: to aim for a steady inflation rate of around 2%. In time, we will know whether they are succeeding in this task.

”I denna rapport diskuteras vad en recession innebär, hur recessioner tidigare har gestaltat sig i EU, och i viss mån globalt, samt vad olika nyckelbegrepp som ofta används i forskning och debatt betyder. Därefter presenteras vilka åtgärder som introducerats i EU efter de senaste kriserna för att motverka kraftigare ekonomiska nedgångar, vilka åtgärder som har brister och vilka som saknas helt.”

Monika Hjeds Löfmark



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