

ULF JAKOBSSON (RED)
PONTUS BRAUNERHJELM
KAROLINA EKHOLM
KLAS EKLUND
MATTIAS GANSLANDT

DÄRFÖR EURON

TIO EKONOMER OM

DEN GEMENSAMMA VALUTAN

HANS GENBERG
JOHN HASSLER
RICHARD FRIBERG
PEHR WISSÉN
CARL JOHAN ÅBERG

EKERLIDS

Därför euron

– tio ekonomer om den
gemensamma valutan

Därför euron

– tio ekonomer om den
gemensamma valutan

Redaktör Ulf Jakobsson

Ekerlids Förlag

Ekerlids Förlag
113 90 Stockholm
Tel 08-736 31 60, fax 08-411 70 19
E-post: info@ekerlids.com
Hemsida: www.ekerlids.com

© Författarna och Ekerlids Förlag.
Redaktör: Ulf Jakobsson.
Formgivning omslag: Christian Swärdshammar/Mazzarin.
Formgivning inlaga: Gyllene Snittet, Helsingborg.
Tryckt hos MediaPrint, Uddevalla maj 2003.
ISBN: 91-89617-60-06

Innehåll

Förord	6
<i>Ulf Jakobsson</i>	
Där euron - inledning.....	7
<i>Carl Johan Åberg</i>	
Utanförskapets politiska pris	31
<i>Hans Genberg</i>	
De reala effekterna av en monetär union och argumenten för en övergång till euron.....	47
<i>Karolina Ekholm</i>	
EMU och handel	61
<i>Mattias Ganslandt och Richard Friberg</i>	
Leder euron till lägre priser?.....	81
<i>Pebr Wissén</i>	
Euron och kapitalmarknaden.....	106
<i>Pontus Braunerhjelm</i>	
Småföretagens närmande till Europa – vad betyder en övergång till euro?.....	125
<i>Klas Eklund</i>	
Euro bättre än rörlig krona	152
<i>John Hassler</i>	
Är Sverige i takt med Europa?.....	185

Förord

Författarna till denna skrift är akademiskt eller praktiskt verksamma ekonomer, som har en positiv grundhållning till en gemensam europeisk valuta. Var och en av författarna svarar självständigt för det egna bidraget. Projektet har finansierats av Svenskt Näringsliv.

Därför euron – inledning

Ulf Jakobsson

Frågan om Sverige ska ansluta sig till euron eller om vi ska så kvar utanför har många dimensioner. Det finns faktorer som talar för men också faktorer som talar emot. Till slut måste en sammanvägning göras eftersom ett ställningstagande i frågan är nödvändigt. Denna bok är skriven av en grupp ekonomer som alla har en positiv inställning till euron. Den gör inte anspråk på att belysa alla aspekter av frågan. Men vi vill på ett grundligt och resonerande sätt presentera vad vi ser som viktiga argument för ett svenskt deltagande i euron. Genomgående tycker vi att många av dessa argument hittills har fått för liten plats i debatten.

Det är vanligt att skälen för eller emot grupperas i politiska och ekonomiska skäl. De ekonomiska kan sedan delas upp i två undergrupper, mikroekonomiska och makroekonomiska.

En ofta framförd ståndpunkt är att de ekonomiska skälen talar för ett utanförskap, medan de politiska skälen kan vara så starka att slutsumman ändå blir ett ja.

På den ekonomiska sidan säger den konventionella klokheten att de mikroekonomiska argumenten, som valutaväxlingskostnader och pris-transparens, visserligen är positiva, men av en så pass liten storleksordning att de domineras av de stabiliseringspolitiska problem som uppkommer när möjligheten att föra en egen penningpolitik minskar.

Min slutsats av de bidrag som presenteras här är att de mikroekonomiska skälen för ett ja väger väsentligt tyngre än vad som har framkommit i debatten eller i Calmforsutredningen. Detta beror dels på att man fokuserat på de stabiliseringspolitiska frågorna, dels på att det under de

tre–fyra senaste åren har framkommit en rad viktiga forskningsresultat och debattinlägg som understryker tyngden i de mikroekonomiska argumenten. Dessa nya bidrag kunde naturligt nog inte vägas in i Calmforsutredningen, som gjordes 1996. Inte heller har de fått det genomslag de förtjänar i debatten.

Till detta kommer att de stabiliseringspolitiska fördelarna med ett utanförskap ofta överskattas. För ett litet valutaområde kan växelkursrörelser styrda av de internationella kapitalmarknaderna skapa betydande problem. Med en ökad synkronisering av konjunkturen inom euroområdet begränsas också förlusten av en egen räntepolitik.

I det följande ska jag mot bakgrund av de olika kapitlen i denna skrift gå igenom dessa aspekter av EMU med utgångspunkt i den analytiska uppdelning i politiska och ekonomiska aspekter som jag redan pekat på.

Politiska aspekter på en svensk anslutning till euron

Innan vi går in på de politiska skälen för Sverige att ansluta sig till euron kan det vara lämpligt att något gå in på den politiska bakgrunden till att bilda EMU.

Eurons starka politiska vikt är tydlig redan av den starka symboliska betydelsen av att medborgarna i EU från Finland i norr till Portugal, Spanien och Grekland i söder använder sig av samma valuta, samma mynt och samma sedlar. Dagligen påminns medborgarna i euroländerna genom dessa om den europeiska gemenskapen.

Men det finns också mera påtagliga politiska skäl för EMU. Ett viktigt skäl är att penningpolitiken i euroområdet nu sköts av en gemensam centralbank. I ett tidigare skede dominerades den europeiska penningpolitiken av tyska Bundesbank. Den tyska centralbanken drev sin penningpolitik med utgångspunkt i den tyska ekonomins situation. Genom den tyska ekonomins storlek, och genom den auktoritet som Bundesbank hade, blev i stor utsträckning den tyska penningpolitiken hela EU:s penningpolitik. Till detta bidrog att flera EU-länder sedan lång tid tillbaka haft ambitionen att hålla en fast kurs mot D-marken.

Under slutet av 1990-talet formaliserades detta beroende av D-marken i ERM-samarbetet. I och med detta fick Bundesbanks penningpolitik ett direkt genomslag i det nuvarande euroområdet. Eftersom Bundesbank satte sina räntor med utgångspunkt från Tysklands situation, hamnade de övriga euroländerna, när det gällde penningpolitiken, i ett slags kolonialt förhållande gentemot Tyskland och Bundesbank. Med en gemensam valuta och en gemensam centralbank löstes denna situation upp. Tillfället för Tyskland att göra den eftergift som det innebar att göra sig av med D-marken och Bundesbank kom i samband med den tyska återföreningen.

Ett annat viktigt politisk skäl för att bilda EMU är den starka koppling som finns mellan den inre marknaden och en gemensam valuta. Den inre marknaden är den europeiska gemenskapens i särklass viktigaste ekonomiska projekt. Den vision som vägleder det fortgående arbetet med den inre marknaden är *de fyra friheterna*. Fri rörlighet för individer, kapital, varor och tjänster. För att denna vision ska förverkligas, krävs att alla handelshinder mellan de deltagande länderna avlägsnas. Rörliga växelkurser, där länderna kan låta valutan depreciera för att stärka den egna konkurrenskraften, är ett viktigt handelshinder. Man kan visa att en depreciering av ett lands valuta är likvärdigt med en kombinerad importtull och exportsubvention för landet ifråga. De senare åtgärderna är givetvis förbjudna på den inre marknaden. En gemensam valuta är en försäkring för de deltagande länderna mot att något enskilt land ska försöka använda växelkursen för att förbättra sin konkurrenskraft.

Det är i detta sammanhang viktigt att komma ihåg att under hela EU:s utveckling har man i kärnländerna haft någon typ av fastkursregim (detta förhållande diskuteras i Eklunds och Åbergs bidrag). Med den mycket snabba tillväxt vi haft av de internationella kapitalrörelserna har denna typ av fastkurspolitik blivit allt mera riskfylld. Det är särskilt stora, plötsliga förändringar i växelkurserna som är ett problem. Detta fick vi i Sverige själva smärtsamt erfara vid den stora krisen som blomrade ut 1992. De realistiska alternativen när det gäller växelkursregimer är flytande valuta å ena sidan och valutaunion eller möjligen sedelfond å den andra sidan. Mot denna bakgrund kan euron ses som en naturlig vidareutveckling av efterkrigstidens europeiska fastkurspolitik.

Det är mycket svårt att tänka sig en fungerande inre marknad med 15 olika fritt flytande valutor, där varje land själv väljer sin penningpolitiska regim inom denna ram.

Den svenska situationen

På vilket sätt påverkar denna historiska bakgrund ett svenskt ställningstagande?

Vi pekade inledningsvis på det starka symbolvärdet, när det gäller EU-samarbetet, som en gemensam valuta har. I alla delar av ekonomin är den gemensamma valutan en ständigt närvarande realitet. Därmed är naturligtvis symbolvärdet också mycket stort om en medlem av EU väljer att ställa sig vid sidan av valutasamarbetet. För Sveriges del förstärks detta av att vi, till skillnad från Danmark och Storbritannien, inte har förhandlat fram någon fördragsmässig rätt att ställa oss vid sidan av valutasamarbetet.

Euroländerna ser den gemensamma valutan som en integrerad och nödvändig del av den inre marknaden. Om Sverige till skillnad från övriga deltagare i den inre marknaden förbehåller sig rätten att behålla en egen valuta och en egen växelkurspolitik, tar vi en klassisk svensk position som fripassagerare. Om de andra deltagarna i den inre marknaden skulle bete sig på samma sätt som vi, så vore visionen om den inre marknaden med all sannolikhet inte genomförbar. Under alla omständigheter är detta euroländernas syn.

En betydande del av nejsidans argumentation baseras på att vi ska ha möjlighet att med växelkursens hjälp förbättra vår konkurrenskraft gentemot bland annat euroområdet, om och när vi blir utsatta för olika typer av yttre förändringar, "asymmetriska chocker", förändringar i dollarkursen osv.

Om detta skulle bli den officiella svenska hållningen i EU-samarbetet är det naturligt att Sverige kommer att mötas med mycket stor misstänksamhet för att inte säga fiendlighet från euroländernas sida. Huvudskälet är att den svenska hållningen gör anspråk på en särställning för vårt land i förhållande till andra länder på den inre marknaden. Vi skulle, i motsats

till andra, ha en möjlighet att lösa våra problem genom att låta vår valuta depreciera gentemot övriga euroländer.

Som Carl Johan Åberg påpekar i sitt bidrag har Sverige en historisk tradition när det gäller devalveringar som har skapat en stor misstänksamhet gentemot Sverige bland övriga EU-länder. Typiskt är också att de svenska devalveringarna vidtagits för att lösa problem som i huvudsak varit självförvållade. Ett utanförskap kommer därför att bli politiskt kostsamt för Sverige inom EU-samarbetet. Detta kommer att märkas i det dagliga arbetet inom EU, där Sverige som ett litet land måste söka åstadkomma koalitioner med andra länder för att vi ska kunna tillgodose våra egna intressen. När det gäller större frågor av ekonomisk-politisk karaktär är det också klart att vi i Sverige får svårt att få genomslag för våra synpunkter när vi valt att sätta oss i en annan båt än deltagarna i eurosamarbetet. Detta i kombination med det fördragsbrott som Sveriges utanförskap innebär kan på sikt komma att betyda att vi, vid ett definitivt utanförskap, får skapa en annan relation till EU än ett medlemskap.

Euron och integrationen av den inre marknaden

Marknadsintegration och handel

TVå påtagliga och obestridliga effekter av euron är att kostnaderna för att växla valutor mot varandra försvinner och att den osäkerhet som hänger ihop med växelkursvariationerna gentemot övriga euroländer försvinner. De kvantitativa effekterna av dessa förhållanden har genomgående bedömts som mycket små. När det gäller växlingskostnaderna har den samhällsekonomiska vinsten beräknats till storleksordningen 0,5 procent av BNP. Det har också varit mycket svårt att i vetenskapliga studier finna belägg för att kortsiktiga variationer i växelkurserna har effekter på handelns omfattning. Slutsumman av detta blev att effekterna på handel och välfärd av en gemensam valuta därmed betraktades som närmast försumbara. Detta var också den slutsats som Calmforsutredningen drog 1996 (Se Hans Genbergs kapitel).

Detta resultat, som byggde på olika empiriska studier, står i strid med

vad man borde kunna förvänta sig. För ett företag är det ofta ett stort steg att gå från inhemsk försäljning till att gå ut på exportmarknaderna. Det senare beslutet kräver vanligen omfattande investeringar i produktionskapacitet för att kunna förse de nya marknaderna med företagets produkter. Därtill måste företaget investera i distributionskanaler och marknadsföring på de nya marknaderna.

Avkastningen på dessa investeringar beror på en rad olika förhållanden av vilka växelkursens utveckling är en. Om vi jämför det exporterande företagets situation med de företag som är baserade i det mottagande landet så är kostnaden för växelkursosäkerheten specifik för de exporterande företagen. Dessa har därmed en konkurrensnackdel gentemot inhemska företag, som kan förväntas leda till att exportsatsningarna blir mindre eller att de helt uteblir. Särskilt betydelsefull torde denna konkurrensnackdel vara för mindre eller medelstora företag, vilket närmare utvecklas i Pontus Braunerhjelms bidrag. Detta resonemang talar för att man borde kunna förvänta sig påtagliga effekter på handeln av en valutaunion, där växelkursrisken är eliminerad.

Ett annat skäl för att effekterna på handeln av en valutaunion borde vara påtagliga är den tilltagande betydelsen av så kallad vertikal specialisering mellan länder. Detta utvecklas närmare i Karolina Ekholms bidrag. Enkelt uttryckt är innebörden att värdekedjan i produktionen byggs upp över två eller flera länder innan färdigvaran slutligen exporteras. Mera konkret innebär det bland annat att den internationella handeln i komponenter ökar och den outsourcing som företagen i stigande utsträckning genomför, ofta sträcker sig över gränserna.

Uppbyggnad av leveranskedjor av den typ som det här är fråga om innebär ett långsiktigt åtagande för alla inblandade företag. Detta innebär att säkerhet om framtida växelkurser kan förväntas vara en viktig pådrivande faktor när det gäller vertikal specialisering. Det finns också vetenskapliga belägg för att även små transaktionskostnader i handeln kan få stora effekter på handelsvolymerna i situationer med betydande vertikal specialisering (Ekholm s 65).

Om det sålunda finns starka skäl att förmoda att stabila växelkursrelationer verkar för ökade handelsvolym, måste man fråga sig varför detta

inte tidigare kunnat beläggas empiriskt. Skälet är att tidigare studier undersökt relationen mellan variabilitet i växelkurser å ena sidan och handelsvolymerna å andra sidan. Därmed fångar man inte in situationen för ett land som väljer att gå med i en valutaunion. Detta beror på att de nämnda undersökningarna bygger på föreställningen att företagen förväntar sig att den historiska variabiliteten kommer att bli bestående också i framtiden. Detta är långt ifrån självklart och är ett mycket bräckligt underlag för ett företag som ska fatta beslut om att investera för att börja exportera eller öka exporten till ett land med annan valuta. Situationen är väsensskild från det fall när det egna landet är i en valutaunion med exportmottagaren. I detta fall behöver företagen inte fundera över den framtida växelkursvariationerna, eftersom dessa med en valutaunion är permanent utplånade.

En studie av handelseffekterna av en valutaunion skulle alltså behöva bygga på en empirisk analys baserad på handelserfarenheter för länder som faktiskt deltar i en valutaunion. En sådan studie publicerades först år 2000 av professor Andrew Rose. I denna studie presenterades starka belägg för att handeln mellan länder som deltar i valutaunioner är väsentligt mycket större än mellan länder som inte gör det. Dessa resultat stod helt i strid med vedertagen lärdom och de har naturligt nog givit upphov till en omfattande litteratur där man försökt slå hål på Roses slutsatser. Denna litteratur diskuteras utförligt i Ekholms och Genbergs bidrag. Kontentan av deras genomgång är att Roses huvudslutsats har stått sig, även om storleksordningen på effekten har fått modifieras¹.

För svensk del är det av intresse att Rose på uppdrag av Svenskt Näringsliv använt sin metod till att uppskatta effekten på svensk handel med euroländerna av en svensk anslutning till euron. Han uppskattar i denna studie att en anslutning skulle leda till en ökning av Sveriges handelsvolym med 50 procent.

De studier vi redogjort för bygger alla på historiska observationer av andra valutaunioner. Eftersom intresset för frågan har genererats av euron är det naturligt att fråga sig vad effekten på handeln av denna valutaunion blivit. Problemet är här att unionen har funnits så kort tid att det inte finns ett riktigt underlag för några slutsatser. En studie som trots detta

försökt göra en uppskattning av effekterna (se Ekholms och Genbergs bidrag) finner att euron under perioden 1999–2001 bidragit till en ökning av handelsvolymen med 19 procent. Detta är en väsentligt lägre ökning än vad litteraturen i Roses efterföljd vanligen indikerar. Detta måste dock ses mot bakgrund av att den period som betraktas här är mycket kort. De resonemang som vi förde inledningsvis, kring vilka effekter man kan förvänta sig på handeln av en valutaunion pekade på att den effekt man kan förvänta sig på handeln av en valutaunion beror på att det vanligtvis finns en långsiktighet i uppbyggnaden av handelsrelationer. Därför kan man inte förvänta sig ett fullt genomslag av eurons effekter på handeln förrän efter flera år.

Ökad handel ger en rad positiva effekter för individer och hushåll inkluderande bland annat ökade valmöjligheter när det gäller varor och tjänster. Därtill kommer att den specialisering i produktionen som handeln möjliggör, ger upphov till produktivitetsvinster, som verkar höjande på BNP och välfärd. Även vid en handelsökning av betydligt mindre omfattning än den som Roses studier indikerar, kan effekterna på detta område bli betydande. En nyligen gjord studie (se Ekholms kapitel) tyder på att en handelsökning med 50 procent kan ge upphov till en ökning av BNP med 15 procent under en period på 20 år. Medan man inte ska fästa sig vid den exakta siffran så ger studien en indikation om att de positiva effekterna av en handelsökning kan vara betydande.

Marknadsintegration, konkurrens och priser

Det finns flera uppenbara belegg för att EU:s inre marknad i jämförelse med den amerikanska marknaden fortfarande är starkt segmenterad. Innebörden av detta är att det finns en tendens till lokal monopol- eller oligopolprissättning på de enskilda nationella marknaderna. Detta är tydligt om man studerar spridningen av priser på identiska varor över hela den inre marknaden i jämförelse med prisspridningen på den amerikanska marknaden.

I Mattias Ganslandts och Richard Fribergs bidrag kan vi se att medan prisbildningen inom de enskilda nationella marknaderna är relativt väl sam-

manhållen också i Europa, så är prisspridningen stor mellan de fyra europeiska länder² som författarna studerat. Ett vanligt förhållande är att prisspridningen på de studerade europeiska marknaderna sammantagna är dubbelt så stor som på den amerikanska marknaden.

Andra påtagliga belägg för marknadssegmentering på den inre marknaden kan man få av de studier EU-kommissionens ”merger task force” gör i samband med att man behandlar fusionsärenden. Av 371 behandlade ärenden så fann man i drygt 49 procent av fallen att konkurrensen skedde på nationell nivå och inte på EU-nivå. På dessa marknader kan sålunda de etablerade företagen agera utan påtaglig risk för ytterligare konkurrens utifrån. Ett viktigt förhållande när det gäller jämförelsen mellan USA och Europa är vidare att prisnivån generellt sett, mätt över längre tidsperioder, är väsentligt lägre i USA än i Europa.

En för oss viktig fråga är givetvis hur mycket av den tydligt observerade marknadssegmenteringen i Europa, som kan hänföras till att länderna har olika valutor. Ett par forskare som i sina arbeten har argumenterat för att valutaeffekten är betydande är Charles Engel och John Rogers. I en banbrytande studie med titeln *How wide is the border* studerades prisvariationer mellan städer på den nordamerikanska kontinenten. Prisskillnaderna mellan städerna i USA respektive Kanada låter sig väl förklaras av avstånden mellan dessa. Om å andra sidan städerna ligger på ömse sidor av gränsen mellan USA och Kanada uppstår ytterligare en prisskillnad motsvarande ett avstånd på 400 svenska mil. Författarna hänför huvuddelen av denna skillnad till den segmenteringsmöjlighet som växelkursvariationerna ger.

Samma författare har senare studerat prisskillnaderna mellan städer i olika EU-länder. Enligt denna studie varierar priserna mellan städer som ligger i EU-länder på grund av en kombination av verkliga handelsbarriärer (skillnader i standards m m) och av trögörliga konsumentpriser i kombination med volatila valutakurser. Den senare effekten är enligt deras studie viktigast. Friberg och Ganslandt citerar i sitt bidrag en rad studier vars resultat går i samma riktning.

Flera empiriska studier tyder sålunda på att skilda valutor ger upphov till marknadssegmentering och i förlängningen till minskad konkurrens.

Den fråga som återstår att besvara är, varför det förhåller sig på detta sätt. Den multiplikationsoperation som krävs för att få en direkt jämförelse mellan priset på en vara som finns på två marknader med olika valutor är trots allt inte så svår.

Jag ska här peka på några av de förklaringar som kan anföras:

– *Skilda valutor är ett handelshinder.* Vi har just konstaterat att skilda valutor är ett handelshinder i jämförelse med en gemensam valuta. Den huvudsakliga mekanismen torde vara att risken för framtida växelkursvariationer avskräcker utländska aktörer från att gå in, eller att expandera på den inhemska marknaden. Därför blir det lättare för dem som redan befinner sig på denna marknad att tillämpa en monopolistisk eller oligopolistisk prissättning.

– *Gemensam valuta ger ökad jämförbarhet mellan priser för konsumenter.* När jämförbarheten mellan priser, ”pristransparensten” ökar, blir det lättare för konsumenten att dra nytta av prisskillnader genom att köpa på de marknader där en vara är billig. Detta argument hänger på två förutsättningar. För det första att skilda valutor verkligen av konsumenten upplevs som ett hinder för jämförelser av priser. För det andra att konsumenten verkligen har möjlighet att observera prisskillnader och dra nytta av de arbitragemöjligheter som finns.

När det gäller den första förutsättningen har vi redan pekat på, att det för de flesta torde vara enkelt att beräkna priser i gemensam valuta. Trots detta visar en studie av Asplund och Friberg att konsumenterna på finlandsbåtarna verkade vara okänsliga för betydande prisskillnader för samma spritflaska eller cigarettpaket beroende på om det var prissatt i finska mark eller svenska kronor. Konsumenterna borde här rimligen vara prisedvetna, eftersom resan ofta företas för att köpa sprit eller cigaretter billigt.

I det refererade fallet var situationen därtill mycket enkel. Som konsumenter har vi sällan tid att göra prisjämförelser vid varje enskilt inköp. Möjligheten för konsumenten att vara prisedveten måste bygga på att hon har en viss uppfattning om vad olika varor bör kosta. Att skaffa sig en sådan uppfattning över en marknad där varorna prissätts i flera olika valutor som dessutom fluktuerar mot varandra ter sig sannolikt som ett

övermäktigt projekt för de flesta. Möjligheten att ta in en prisbild torde vara väsentligt större när alla varor är prissatta i en gemensam valuta.

När det sedan gäller möjligheten att observera prisskillnader och dra nytta av de arbitragemöjligheter som man ser finns givetvis stora begränsningar när varorna säljs i olika länder. I och med Internet går det dock att peka på flera marknader där det är relativt lätt för konsumenten att såväl observera en internationell prisbild som att utnyttja prisdifferenser. På dessa marknader torde införandet av en gemensam valuta bidra till minskad prisspridning och ökad konkurrens. I detta sammanhang måste man också räkna med att växlingskostnaderna för konsumenten är betydelsefulla. Skillnaden mellan köp- och säljkurs är sällan mindre än 3 procent på de marknader där enskilda individer har en möjlighet att operera. Därtill kommer att det innebär ett visst trassel att göra en betalning i en annan valuta. Om man vill undvika detta och väljer att betala med kort får man räkna med minst lika höga transaktionskostnader vid valutaväxlingen när man betalar över bank.

Ganslandt och Friberg drar för sin del slutsatsen att direkta konsumentarbitrage trots allt kan komma att bli av begränsad betydelse och pekar i stället på att konsumenterna inte uppfattar det som rimligt att företagen prisdiskriminerar mellan kunder i olika länder när priset sätts i gemensam valuta. Om detta är riktigt kan man förvänta sig en konvergens av priserna i euroområdet även om inte konsumenterna aktivt handlar utanför det egna landets gränser.

– *Gemensam valuta minskar företagets incitament till marknadssegmentering.* När företagen väljer om de ska segmentera sina olika marknader beror detta på en rad olika faktorer av vilka valutan är en. Friberg har i ett par artiklar diskuterat sambandet mellan variabilitet i växelkursen å ena sidan och företagets incitament att segmentera marknaderna för sin försäljning å den andra sidan. Han finner att ju större potential för framtida variabilitet i växelkursen, desto större blir den förväntade vinsten för företaget av att segmentera marknaden. Eftersom valutaunion är förenad med en mycket begränsad variabilitet i de reala växelkurserna så ger en sådan också ett betydande incitament för att integrera marknader. Man kan också observera att flera konsumentföretag redan går i denna riktning när

det gäller euroländerna. Man använder sig av samma varumärke i flera länder och har en marknadsföring som är gemensam för flera länder.

Det finns sammanfattningsvis såväl teoretiskt som empiriskt starka belägg för att en valutaunion kommer att ge ett betydande bidrag till en ökad marknadsintegration. Den konkreta innebörden av detta är att vi kan förvänta oss en jämnare prisbild på den inre marknaden, mera konkurrens och också genomsnittligt sett lägre priser på den europeiska marknaden. Det innebär att de stora skillnader som vi nu kan se mellan den amerikanska och den europeiska prisbilden kommer att jämnas ut. Hur stora förändringarna kommer att bli och hur snabbt de kommer att gå är däremot mycket svårt att säga. Detta beror också på hur arbetet med att förverkliga visionen med den inre marknaden fortskrider i övrigt. Vad vi vet är att potentialen för förändring är betydande. Inte minst gäller detta Sverige, där potentialen för prissänkningar kan räknas i tiotals procent.

En integrerad kapitalmarknad

En mycket viktig aspekt av euron är att den ger ett starkt bidrag till en integrerad europeisk kapitalmarknad. Medan det också krävs andra åtgärder för att nå en fullständig integration så torde euron vara ett helt nödvändigt villkor för att en sådan ska komma till stånd. Denna kapitalmarknadsintegration kan förväntas sänka kapitalkostnaderna i euroländerna och därmed också öka investeringarna och tillväxten. (Dessa frågor diskuteras mera utförligt i Hans Genbergs och Pehr Wisséns bidrag.) Denna viktiga aspekt av tillskapandet av euron har hittills inte spelat någon roll i debatten kring ett svenskt medlemskap. Anmärkningsvärt nog diskuterades denna aspekt inte heller i Calmforsutredningen.

På ett teoretiskt plan kan en integrerad och gemensam europeisk kapitalmarknad förväntas innebära att sparande och investeringar i ett land frikopplas från varandra. Sparandet som ofta är starkt styrt av demografiska aspekter styr därmed inte investeringarnas ländersvisa lokalisering, utan investeringarna kan söka sig till de projekt där avkastningen är störst.

I en finansiellt sluten ekonomi får de inhemska invånarna bära all den

risk som de inhemska ekonomiska fluktuationerna ger. Möjligheten till internationella investeringar gör att all risk som är av inhemskt ursprung i princip kan diversifieras bort. Detta är till fördel för investerarna.³ Eftersom de stora investerarna världen över genomgående är pensionsfonder ger en integrerad kapitalmarknad dessa möjligheter att sänka risknivån i sina placeringar och därmed öka förutsägbarheten i de framtida pensionsutbetalningarna.

Lika viktigt är att dessa diversifieringsmöjligheter minskar kravet på riskpremie från investerarnas sida. Detta sänker kapitalkostnaderna för de investerade företagen, vilket kan förväntas leda till högre investeringar.

När marknadsintegrationen ökar till följd av euron blir effekten inte bara en större kapitalmarknad utan också en marknad baserad på en väsentligt mycket större och mera likvid valuta. En stor och likvid valuta har naturligt nog bättre egenskaper som investeringsvaluta än en liten och illikvid valuta. Dollarns ställning som internationell reservvaluta har bidragit både till att det blivit lättare för USA att finansiera sitt stora handelsbalansunderskott och att de i USA baserade företagen kunnat arbeta med lägre kapitalkostnader.

Ett påtagligt exempel på nackdelarna med en liten valuta ur placerarsynpunkt ger Pehr Wissén i sitt bidrag där han studerar samvariationen mellan kursen på Ericssonaktien och den svenska kronan. De valutaflöden som handeln med Ericssonaktier ger upphov till, har tidvis varit mycket stora, i förhållande till övriga transaktionsflöden i kronan. Därmed har under lång tid samvariationen mellan Ericssons kurs och kronkursen varit stor. Det är till och med så att kronan vid flera tillfällen reagerat på Ericssons kvartalsrapporter. Detta är ett påtagligt tecken på att kronan är för liten för att bära upp en stor och välfungerande kapitalmarknad. De investerare som vill placera i svenska företag måste överväga risken inte bara i det företag de placerar i utan också risken i övriga stora företag som kan påverka kronkursen. Detta leder till krav på högre riskpremie för placerarna och därmed högre kapitalkostnad för företagen. Samma resonemang leder till att räntenivån, vid i övrigt lika förutsättningar, kan förväntas bli högre på kronobligationer än vad den skulle ha varit i ett större och mera likvitt valutaområde.

Mycket återstår innan euroområdet har fått en helt integrerad kapitalmarknad. Till den grund som en gemensam valuta ger måste läggas regelsystem som främjar en fortsatt integration. Längst väg att gå finner man på aktiesidan, medan obligationsmarknaden kommit längst vad gäller integration. Det är inte längre nödvändigt för ett företag som vill ha ett mycket stort lån att gå till den amerikanska marknaden för att kunna få det. Euromarknaden mäter sig redan nu med den amerikanska i detta avseende.

Möjligheterna att få empiriska belegg för om euron på detta område har givit upphov till de effekter som kan förutsägas på teoretiska grunder begränsas naturligt nog av att euron funnits som gemensam valuta endast under mycket kort tid. Några studier rapporteras dock i Genbergs och i Wisséns bidrag. Notabel är en studie av Bris, Koskinen och Nilsson (2002). Enligt denna studie var kapitalkostnaderna lägre i euroländerna än i en jämförelsegrupp av länder som stod utanför, vilket i sin tur ledde till högre investeringsvolym i euroländerna än utanför.

Ett svenskt perspektiv

Hur ter sig de samband som finns mellan euron och integrationen på den inre marknaden ur ett svenskt perspektiv? Hur påverkas vi om vi ansluter oss till euron och hur påverkas vi om vi stannar utanför?

Om vi börjar med fallet att vi går med så kan man förvänta sig att Sverige blir en del av den integrationsprocess som vi har försökt beskriva i de ovanstående avsnitten. För Sverige som är ett land med en relativt liten hemmamarknad är de potentiella fördelarna av en ökad marknadsintegration större än för stora länder.

En speciell potentiell effekt, som Ganslandt och Friberg pekar på i sitt bidrag, är att en anslutning till euron ökar möjligheterna till att EU-kommissionen godkänner samgåenden mellan stora svenska företag av typ Volvo och Scania. Ett argument mot denna typ av samgåenden från kommissionens sida är att den svenska marknaden är avgränsad mot övriga marknader. De stora svenska företagen får därmed en monopolställning på sin hemmamarknad, av vilket skäl kommissionen säger nej till ett sam-

gående. Med en gemensam valuta blir det svårare för företagen att göra denna avgränsning och därmed också svårare för kommissionen att säga nej till fusioner mellan svenska storföretag.

Om Sverige å andra sidan stannar utanför, står vi också utanför den integrationsprocess som jag beskrivit. En del av de positiva effekterna kan man dock räkna med att vi får del av, även vid ett utanförskap.

Om handelsintegrationen i euroområdet leder till en snabbare tillväxt där, är detta positivt för oss även vid ett utanförskap. Om hårdare konkurrens leder till högre effektivitet i de europeiska företagen och därmed till lägre priser så får även svenska konsumenter någon del av detta. Företagen kan dock fortfarande använda den svenska valutan som utgångspunkt för marknadssegmentering.

Också när det gäller kapitalmarknadsintegrationen på euromarknaden är det möjligt för de stora företagen att dra nytta av många av de nya möjligheter som denna marknad ger. Hushåll och mindre företag har dock sämre möjligheter att dra nytta av de eurobaserade finansiella marknaderna.

Osäkerheten när det gäller växelkursen mot euroländerna består givetvis. Ser vi till marknaden i euroländerna har svenska företag genom växelkursrisken en konkurrensnackdel gentemot de företag som har euron som hemmavaluta. Detta drabbar, som Braunerhjelm visar i sitt bidrag, framförallt mindre och medelstora företag som har svårare att hantera valutarisker. Större företag kan hantera riskerna bland annat genom att göra de investeringar som är inriktade på export till euroländerna i något av de länder som har euron som hemmavaluta. Att företagen kan hantera situationen är sålunda inte liktydigt med att den svenska ekonomin är opåverkad av växelkursrisken. Växelkursrisken gentemot euron innebär att det svenskbaserade företagandet överhuvudtaget kommer att stå utanför den marknadsintegration man kan förvänta sig till följd av euron.

Euron och stabiliseringspolitiken

Vi kommer nu in på det område, som stått i centrum för den svenska eurodebatten och som också stod i centrum för Calmforsutredningen och

naturligtvis också för den efterföljande utredningen Stabiliseringspolitiken i EMU (STEMU).

En oemotsäglich effekt av att Sverige ansluter sig till euron är att vi inte längre kan föra en egen penningpolitik. Vi går upp i ett större valutaområde och dess växelkurs blir vår. Vår centralbank kommer att vara ECB i Frankfurt och inte Riksbanken i Stockholm. ECB:s räntepolitik styrs med sikte på hela området. Sveriges specifika situation kommer att spela en mycket begränsad roll för den bankens räntesättning. Hur allvarligt är då detta? Det är den fråga som vi ska behandla i detta avsnitt.

Penningpolitiken påverkar såväl räntan som växelkursen, som därmed har ett starkt inbördes samband. Trots detta ska vi i den följande diskussionen behandla dem var för sig. Detta är motiverat dels därför att Riksbankens möjligheter att styra växelkursen är relativt begränsad, dels därför att växelkursen spelar en självständig och mycket viktig roll i debatten kring euron.

Rörtig krona eller euro

Efter Bretton-Woods-systemets fall i början av 1970-talet har Sverige i princip haft två olika växelkursregimer. I den första sätter Riksbanken ett mål för växelkursen och avpassar räntan så att målet nås. Denna modell i några olika varianter hade Sverige från sjuttioalets början till 1992. Därefter har Sverige arbetat med ett mål för den inhemska inflationen. I detta fall får marknaden bestämma växelkursen.

Den växande roll kapitalflödena spelar på valutamarknaderna har i olika grad ändrat förutsättningarna för dessa modeller. När det gäller den första modellen är den sedan länge inte en hållbar regim om inte omständigheterna är mycket speciella. Storleken på, och rörligheten av, kapitalflödena på valutamarknaden är sådan att centralbanken har mycket svårt att stå emot en spekulation mot valutan. Om man ändå försöker, kan kostnaderna, vilket vi i Sverige fick erfara 1992, bli extremt höga. (Se Eklunds bidrag till denna skrift.)

Men också när det gäller den andra modellen har de växande kapitalflödena ändrat på förutsättningarna. De enorma kapitalflödena påverkar

växelkursen på ett sådant sätt att man mycket sällan kan räkna med att den är anpassad till ekonomins fundamentala förutsättningar.

Det är välbelagt att växelkurserna från denna utgångspunkt kan ligga på fel nivåer under mycket långa tider. Detta har gällt i de stora världsvalutorna. Också när det gäller vår egen valuta har vi sett stora rörelser både upp och ned utan att man kunnat peka på några fundamentala förändringar i ekonomin som orsak. Som Klas Eklund beskriver i sitt bidrag kan marknaderna såväl kortsiktigt som långsiktigt styras av stämningar eller föreställningar som har mycket litet med landets fundamentala ekonomiska situation att göra. I diskussionerna kring nackdelarna med euron har detta faktum tenderat att helt komma bort. Det framställs ofta som en av de tyngsta invändningarna mot en anslutning till euron att vi därmed tar på oss risken att få en felaktig real växelkurs. Eurons kurs kan ju inte anpassa sig till just våra förhållanden. Problemet med detta argument är att ingenting garanterar att vi får en riktig real växelkurs under nuvarande regim. Skälet är det som utvecklades ovan. Som jag ser det, finns inget underlag för att hävda att risken för en felaktig real växelkurs skulle vara större om vi är med i euron än om vi väljer att stå utanför.

Starkt besläktad med denna diskussion är nejsidans stora slagnummer, nämligen risken för asymmetriska chocker. Applicerat på Sverige skulle det innebära att en specifikt svensk näring ensidigt drabbades av en internationell chock. Om vi är med i euron skulle denna chock inte kunna mötas av en deprecierande valuta eftersom ju störningen är specifikt svensk. Om vi å andra sidan hade vår egen valuta skulle problemet hanteras genom att marknaden anpassar växelkursen till en lämplig nivå. Så går argumentationen.

Den bakomliggande teorin för denna argumentation introducerades på 1960-talet av ekonomipristagaren Robert Mundell. Samme Mundell har under de allra senaste åren framhållit att teorin i dag saknar praktisk relevans, eftersom man med dagens kapitalstyrda valutamarknad inte kan räkna med att växelkursen anpassar sig på ett sätt som återför ekonomin till jämvikt. Man kan inte ens utesluta att en störning av det slag som diskuteras leder till reaktioner på valutamarknaden som förvärrar den reala situationen. Därför hävdar Mundell i dag tillsammans med många andra

att en stor och likvid valuta bättre hanterar externa chocker än en liten valuta. (Se Pehr Wisséns bidrag.)

Utan egen ränta

I läroboksmodellen för stabiliseringspolitik i en liten öppen ekonomi så påverkar penningpolitiken konjunkturen genom att växelkursen anpassar sig efter centralbankens räntesättning. I praktiken tenderar växelkursen, som vi sett, att leva sitt eget liv. I ett normalt konjunkturförlopp torde därför räntan genom sin effekt på den inhemska ekonomin vara en viktigare konjunkturregulator än växelkursen.

Under den penningpolitiska regim vi nu har, så har den också kommit att bli det helt dominerande stabiliseringspolitiska instrumentet. Att detta instrument inte längre kan användas vid en anslutning till euron är en nackdel. Det finns emellertid balanserande faktorer som minskar betydelsen av detta. De är:

– *Graden av symmetri mellan svensk och europeisk konjunktur kan förväntas öka vid en anslutning till euron.* Den svenska ekonomin kommer även efter en anslutning till euron att vara utsatt för en penningpolitisk styrning av konjunkturen. Skillnaden är att denna nu är avpassad efter hela den europeiska konjunkturutvecklingen och inte bara den svenska. Hur stor förlusten av en egen räntepolitik är beror därför på hur stor avvikelser mellan svensk och europeisk konjunktur är, eller snarare kommer att bli, vid en svensk anslutning till euron.

Teoretiskt sett kan ökad handelsintegration leda till såväl minskad som ökad symmetri beroende på om integrationen leder till ökad horisontell eller ökad vertikal specialisering. Som vi redan konstaterat finns det för närvarande en stark trend mot ökad vertikal specialisering. Med en viss förenkling kan man säga att detta innebär att specialiseringen sker inom branscherna. Därmed binds varje enskild bransch ihop över länderna, vilket kan förväntas leda till en ökad symmetri i konjunkturen. Det är också just detta man kan observera i de empiriska studier som gjorts av korrelationen mellan konjunkturcykler i olika länder.

Detta är också det mönster som framkommer i de studier som John

Hassler presenterar i sitt bidrag. Symmetrin i konjunkturcykeln inom euroområdet har ökat påtagligt under de senaste decennierna. Utvecklingen mot ökad symmetri är inte lika påtaglig när det gäller Sverige, även om tendensen finns också här. Det svenska mönstret när det gäller avvikelser från omvärlden domineras av två episoder. Den första är förknippad med den så kallade överbrygningspolitiken under mitten av 1970-talet efter den första oljechocken. Den andra är förknippad med avregleringen av kreditmarknaden och överhettningen i den svenska ekonomin under 1980-talet. Vid båda tillfällena förde Sverige inledningsvis en mera expansiv politik än i omvärlden. Detta gav oss vid båda tillfällena en mera utdragen uppgång än i övriga länder. Men vid båda tillfällena följde en djupare och mera utdragen nedgång än i omvärlden. Väsentligt är också att avvikelserna berodde på avvikelser i inhemsk politik i förhållande till omvärlden. I inget av fallen kan man säga att avvikelserna gav oss en bättre utveckling än i omvärlden.

Sammanfattningsvis kan en betydande del av den svenska asymmetrin i konjunkturen förklaras av avvikelser i vår egen stabiliseringspolitik som i efterhand inte ter sig välmotiverade. Eftersom dessa episoder var och en har påverkat konjunkturförloppet under lång tid, är det svårt att säga hur stor asymmetrin skulle ha varit utan dem. Av stor vikt är också att den ökade marknadsintegration som vi kan räkna med vid en anslutning till euron kan förväntas leda till ytterligare konvergens.

– *En integrerad finansmarknad verkar som stabilisator för lokala konjunkturavvikelser.* I samband med diskussionen kring riskerna med asymmetriska konjunkturer inom EMU, hävdas ibland att en förutsättning för ett välfungerande EMU är ett system för transfereringar mellan länderna. En jämförelse görs då med USA, där den delstatliga budgeten verkar som ett försäkringssystem mellan de olika delstaterna. I denna diskussion glöms dock regelmässigt bort att integrerade finansmarknader kan stå för en sådan försäkring. Om svenska hushåll, företag och även staten äger tillgångar i andra länder samtidigt som en del av våra tillgångar ägs av utländska ägare delas de risker som är associerade med asymmetriska konjunktursvängningar. Även om inte variationer i produktionen utjämnas, så utjämnas variationer i inkomsterna, vilket är viktigare. Sannolikt är

potentialen för en sådan marknadsbaserad riskspridning betydligt större än vad som kan åstadkommas på politisk väg. I takt med ökad integration torde sådant korsägande mellan länder öka och dessutom underlättas av att valutariskerna bortfaller vid en svensk anslutning till euron. (Se Hasslers och Wisséns bidrag.)

– *Finanspolitiken kan spela en större roll än i dag.* Att penningpolitiken i dag är helt dominerande som stabiliseringspolitiskt instrument betyder inte att finanspolitiken är ett verkningslöst instrument. Under 1950- och 1960-talen, som i efterhand brukar ses som en gyllene era för svensk stabiliseringspolitik, var finanspolitiken det helt dominerande stabiliseringspolitiska instrumentet.

Förutsättningarna för att bedriva en självständig svensk finanspolitik i EMU diskuteras i Eklunds och Hasslers bidrag. Det är också en av de frågor som har debatterats mest flitigt i den svenska EMU-debatten. Frågan fick också en utförlig behandling i den statliga STEMU-utredningen. Några grundförutsättningar för en framgångsrik finanspolitik i EMU är gemensamma för de flesta bedömare. I stor utsträckning är de också gemensamma för de krav som ställs på finanspolitiken redan i dag.

– *Starka offentliga finanser.* Enligt den stabilitetspakt som gäller i EMU får normalt sett inte underskottet i de offentliga finanserna vara större än 3 procent. Detta är potentiellt en inskränkning i manöverutrymme för finanspolitiken. Ett utgångsläge med starka statsfinanser skapar dock möjligheter att behålla detta manöverutrymme.

Om Sverige håller fast vid målet om ett tvåprocentigt överskott som ett genomsnitt över en konjunkturcykel är det svårt att se att detta inte skulle ge ett tillräckligt utrymme för stabiliseringspolitiken. Stabilitetspaktens regler skulle i detta fall tillåta en avvikelse från normalpositionen med 5 procent av BNP. Detta motsvarar ca hälften av intäkterna från momsens. Redan en sänkning av momsens med 5 procentenheter måste betraktas som en kraftfull åtgärd. Detta motsvarar knappt 2 procent av BNP. Det är sålunda en åtgärd som ligger väl inom ramen stabilitetspakten.

Slutsatsen av detta resonemang är att de krav vi nu har på statsbudgeten räcker till för att skapa allt utrymme som rimligen kan behövas för även den mest aktiva stabiliseringspolitik. Det man skulle skydda sig mot

genom att driva kraven på överskottsfinansiering längre är att regering och riksdag i framtiden skulle tappa kontrollen över budgetsaldot. Detta är en situation som är allvarlig oavsett om vi har anslutit oss till euron eller ej.

– *Förutsägbarhet och ett fast institutionellt ramverk för finanspolitiken.* Under senare delen av 1990-talet uppnåddes en betydande makroekonomisk stabilitet i den svenska ekonomin. Skälet till detta var stabiliseringen av statsfinanserna; introduktionen av ett långsiktigt överskottsmål för budgeten samt ett tak för de offentliga utgifterna. Till detta kom Riksbankens självständighet och en penningpolitisk regim som har skapat tydlighet och förutsägbarhet när det gäller penningpolitiken. Penningpolitiken kommer vid en anslutning till euron att föras av den europeiska centralbanken. En viktig del av en svenskt anslutning till euron blir att driva på utvecklingen i den europeiska centralbanken med inriktning mot ökad öppenhet och transparens.

När finanspolitiken blir det enda svenska stabiliseringspolitiska instrumentet är det viktigt att det stabiliserande ramverk som byggts upp kring budgeten och de statliga utgifterna bibehålls eller utvecklas.

Därtill kan man tänka sig att bygga upp regelverk för hur budgetpolitiken ska användas för stabiliseringspolitiska syften (dessa frågor diskuteras i både Eklunds och Hasslers bidrag). Genom sin stora offentliga sektor har Sverige kraftiga automatiska stabilisatorer. I normalfallet bör dessa räcka för en stabilisering av konjunkturen.

– *Större vikt på strukturpolitiken.* Det har länge i Sverige funnits en övertro på stabiliseringspolitikens möjligheter att förbättra den ekonomiska utvecklingen. Ser vi på den svenska utvecklingen sedan början av 1970-talet, torde de stabiliseringspolitiska ingripandena snarast gjort mera skada än nytta. I debatten kring den svenska eftersläpningen i välståndsligan finns det till och med de som vill lägga hela skulden för den svenska eftersläpningen på de stabiliseringspolitiska misstag som begåtts under perioden. Trots detta förefaller, i varje fall i debatten kring EMU, den svenska tron på stabiliseringspolitikens möjligheter att vara obruten.

En nackdel med denna svenska fixering vid stabiliseringspolitiken har varit att diskussionen om hur vi ska kunna förbättra ekonomins struktur och funktionssätt har hamnat i skuggan. En positiv effekt av en svensk

anslutning till euron kan därför, som Pontus Braunerhjelm påpekar i sitt bidrag, vara att fokus i den ekonomisk-politiska debatten på ett naturligt sätt skiftar över till frågan om utformningen av våra institutioner och ekonomisk-politiska system. Det är dessa frågor som är avgörande för den långsiktiga utvecklingen av vårt välbefinnande.

Avslutning

Den Europeiska Unionens viktigaste projekt är den inre marknaden. Visionen är att hela Europa ska bli en marknad med fri rörlighet för individer, kapital, varor och tjänster. Genom att förverkliga denna vision knyts de europeiska länderna närmare varandra. En gemensam inre marknad kan också ge den europeiska kontinenten en ekonomisk dynamik, som gör att vi i Europa kan vidareutvecklas som ett av de ekonomiskt ledande områdena i världen.

Den gemensamma valutan är en viktig och integrerad del av den inre marknaden. Om Sverige skulle välja att ställa sig utanför euron, så väljer vi också ett politiskt utanförskap när det gäller den vidare utvecklingen av den inre marknaden. Att vi vill förbehålla oss rätten att föra en egen penning- och valutapolitik minskar våra möjligheter att påverka utvecklingen i EU. På sikt är det också svårt att se hur ett utanförskap när det gäller euron kan kombineras med ett medlemskap i EU.

Ett fullt deltagande i den inre marknaden ger också medlemsländerna betydande ekonomiska fördelar. Under de allra senaste åren har det kommit fram viktiga forskningsresultat som understryker betydelsen av en gemensam valuta för att driva på marknadsintegrationen. Fördelarna för medborgarna av en sådan marknadsintegration är många. Ökade valmöjligheter när det gäller utbud av varor och tjänster, ökad produktivitet genom ökad specialisering och lägre priser genom ökad konkurrens. En gemensam integrerad kapitalmarknad bidrar till lägre kapitalkostnader för företagen, samtidigt som möjligheterna till riskspridning för placerare ökar.

Vid ett svenskt utanförskap kommer växelkursrisken mellan kronor och euro att förhindra att Sverige drar de fulla fördelarna av en gemensam valuta på den inre marknaden.

Mot bakgrund av den viktiga roll en gemensam valuta har för att utveckla den inre marknaden, så är det olyckligt att den svenska debatten fastnat i en diskussion kring de stabiliseringspolitiska riskerna med en svensk anslutning till euron. Min slutsats av bidragen till denna bok är därtill att dessa risker har överdrivits i debatten.

En av de stora farhågorna är att vi genom euron ska få en felaktig realväxelkurs för den svenska ekonomin. Denna risk kan emellertid vara lika stor utanför euron. På dagens valutamarknader kan man inte förvänta sig att växelkursen automatiskt anpassar sig till vad som är lämpligt för den reala ekonomin. Vid stora chocker mot ekonomin kan en liten valuta som den svenska i själva verket verka destabiliserande.

Den andra stora farhågan gäller riskerna med förlusten av en egen räntepolitik. Det finns emellertid ett antal faktorer som balanserar förlusten av en egen räntepolitik.

– En gemensam valuta bidrar till minskad asymmetri i konjunkturen. Därmed minskar också riskerna att vi ska ligga konjunkturmässigt fel i förhållande till ECB:s räntepolitik.

– En integrerad kapitalmarknad kommer att verka stabiliserande på regionala avvikelser i konjunkturen.

– Finanspolitikens automatiska stabilisatorer är i Sverige mycket kraftfulla, vilket gör att behovet av diskretionära finanspolitiska åtgärder normalt sett kan förväntas bli relativt litet.

Författarna i denna skrift har lyft fram fördelarna med euron och på några punkter tillbakavisat vanliga invändningar mot en svensk anslutning. Vi tycker alla att denna balans behövs i debatten. Detta innebär dock inte att vi uppfattar en övergång till euron som helt oproblematiskt.

För min egen del ser jag problem i att institutionerna kring euron ännu är ofullgångna. Den europeiska centralbanken har inte den transparens eller den politiska förankring som exempelvis den svenska Riksbanken i dag har. Stabilitetspakten och sanktionssystemen kring densamma har inte fått en form som kan sägas vara tillfredställande.

Som svensk hållning är det dock väsentligt mera fruktbart att delta i arbetet med att förbättra dessa institutioner, än att stanna utanför och vänta på att de andra länderna ska lösa problemen.

Noter

- ¹ I den ursprungliga studien uppskattades effekten av att ett land går in i en valutaunion vara en trefaldig ökning av handeln med de ingående länderna.
- ² Författarna studerar priserna på identiska varumärkesprodukter i Sverige, Tyskland, England och Frankrike.
- ³ Det har också betydelse för den stabiliseringspolitiska diskussionen kring euron, vilket vi återkommer till.

Utanförskapets politiska pris

Carl Johan Åberg

Vad är problemet?

Det är få frågor under senare år som ägnats en så omfattande ekonomisk analys som frågan om fördelar och nackdelar med att Sverige ansluter sig till valutaunionen EMU. Man får gå tillbaka till Penningvärdeundersökningen eller Stabiliseringsutredningen under 1950- och 1960-talen för att hitta något liknande.

Det är i och för sig glädjande att ekonomer blir tillfrågade. Samtidigt kan man emellertid knappast hävda att dessa analyser lämnat några särskilt entydiga svar på frågan. Att det blivit så kan bero på att frågan är så mångdimensionell: den berör en rad andra områden – politik, psykologi, den nationella självbilden och olika fördomar om "utlandet" med mycket mera. Helheten är inte lätt att analysera med enbart den ekonomiska teorins verktyg.

I debatten har visserligen försök gjorts att dela upp frågan i en ekonomisk och en politisk del. Slutsatserna när det gäller anslutningens effekter kan då gå åt olika håll. En del ekonomiska resonemang kan peka på att de negativa effekterna överväger men att de politiska faktorerna pekar åt andra hållet. Det finns en hel del tveksamma ekonomer som då verkar vara beredda att acceptera att de politiska får ta över.

Men den politiska analysen har inte förts särskilt långt och bygger mest på allmänna uttalanden av typen att "EU och EMU är ett fredsprojekt".

Det som enligt min mening saknas är en integrerad ekonomisk och politisk analys av hur vi i Sverige skulle kunna hantera ett utanförskap och hur euroländerna och övriga länder skulle reagera på en sådan situation.

Ett svenskt nej till EMU är i första hand ett politiskt ställningstagande och det är enligt min mening helt orealistiskt att utgå ifrån att detta inte kommer att mötas av politiska reaktioner från både euro- och EU-länderna som i sin tur kommer att få ekonomiska konsekvenser för oss.

Det ekonomiska och politiska samarbetet inom EU och för den delen också inom OECD och FN spänner över stora områden och sker på många olika nivåer. Det är möjligt att den som inte själv handfast deltagit i detta internationella förhandlingsarbete och i umgänget mellan nationer inte har någon känsla för vad det innebär om man uppfattas vara "för eller emot" andra länder eller de gemensamma målen för ett samarbete. Den bild som jag själv har efter ett antal års erfarenheter av internationellt samarbete är att om man inte uppfattas som lojal gentemot de gemensamma målen får man allt mindre gehör för sina förslag och krav. Man kan aktivt motarbetas inte bara på toppnivå utan på alla de olika nivåer som tillsammans utgör den omvärld i vilken vi ska leva. Uppträder man på ett sätt som kan uppfattas som illojalt genom att t ex "ta för sig" på de andras bekostnad så får man räkna med motåtgärder.

EMU är en integrerad del av EU som är det största politiska projektet i vår samtid. Besluten inom EMU kommer vare sig vi är med eller ej att utöva ett avgörande inflytande på vår ekonomi och på vår framtid. Är vi med i valutaunionen kommer vi att ha ett visserligen begränsat men ändå inflytande över dessa beslut. Kanske väl så viktigt är att vi då kommer att vara med i en gemenskap som sannolikt kommer att fördjupas och som kan vara ett viktigt stöd för ett litet land i en kanske mer och mer turbulent framtid. Det långtgående samarbetet inom eurosyste­met kring ränte- och valutapolitiken är en slutlig konfirmation på att deltagarna ställer upp för de gemensamma målen att kortsiktigt stabilisera och långsiktigt stimulera ekonomierna i vår del av världen. De har genom sin anslutning uttryckt att de anser sig ha större fördelar av att vara med än att stå utanför.

Väljer vi däremot från svensk sida att stå utanför så markerar vi att vi inte vill delta i detta gemensamma arbete. Vi kommer inte då att få något inflytande över penningpolitiken och vi måste dessutom i en rad frågor klara oss på egen hand.

Jag har saknat denna typ av analyser av hur omvärlden och då i första hand euroländerna och EU kommer att reagera på ett nej från Sverige och hur vi på längre sikt kommer att kunna leva med ett utanförskap.

Det är svårt att precisera och kvantifiera effekterna av om vi skulle vända ryggen åt denna helt centrala del av samarbetsprojektet. Situationen är delvis ny. Analysen kan inte i alla delar bygga på tidigare erfarenheter. Men dessa svårigheter får inte leda till att man bortser från problemen med denna typ av politiska reaktioner. Det vore i så fall att sticka huvudet i sanden. I stället måste man försöka analysera problemet på det sätt som brukar ske när man ställs inför uppgiften att fatta beslut under osäkerhet: man får försöka föra olika sannolikhetsresonemang om hur omvärlden kommer att reagera på ett svenskt handlande. I just detta fall tycker jag att man får ett ganska gott stöd för slutsatserna av den inneboende logik som finns i europasamarbetet och de uttalade mål som finns för detta.

Frageställningen har sin utgångspunkt i insikten att kapitalmarknaderna blir alltmer internationella och att nationalstaterna blir alltmer beroende av varandra. Detta gäller då också på de centrala områden som räntor och valutor representerar. Och då blir grundfrågan om Sverige har något att vinna på att stå utanför eurosamarbetet och om i så fall dessa fördelar skapas på euroländernas bekostnad. I så fall kommer vi med viss sannolikhet att möta olika former av motåtgärder inklusive att hela vårt medlemskap i EU på sikt kan komma att ifrågasättas.

Ska man tränga in i detta frågekomplex tror jag att det är viktigt att ha Sveriges "förhistoria" klar för sig. Minnet är långt både hos övriga EU-länder och hos finansmarknaderna. Sverige bär enligt min mening fortfarande på ett arv från devalveringsåren som visserligen de senaste årens politik har fjärmat oss ifrån men som mycket väl kan dyka upp igen om vi nu skulle vända EMU ryggen.

Arvet från det förflutna

Sverige har under senare år med växlande framgång prövat i varje fall två olika växelkursregimer.

1973 beslöt vi utan någon närmare politisk debatt att ansluta kronan till den s k valutaormen, som dominerades av D-marken. Vårt åtagande innebar att vi skulle hålla kronans kurs inom en relativt smal bandbredd kring en centralkurs. Beslutet skedde mot bakgrund av Bretton-Woods-systemets sammanbrott 1971 och de fåfångliga försöken att åren därefter hitta en hållbar ersättning. Ett antal europeiska länder tog då saken i egna händer och Sverige anslöt sig ett år efter grundandet till detta samarbete.

Själv arbetade jag då på finansdepartementet och kan inte erinra mig att man ägnade särskilt mycket ansträngningar åt att upplysa om vilka krav som denna nya valutaregim ställde på politiker och fackliga företrädare. Tvärtom sammanföll införandet av denna nya valutaregim med en fortgående försvagning av finanspolitiken som bl a jämviktsriksdagen 1973–1976 bidrog till. Politikerna klarade inte av att hålla kostnaderna och konkurrenskraften i paritet med länderna i ormen.

I februari 1977 skrev vi ner kronkursen genom en första devalvering som sedan följdes av två ytterligare under de borgerliga regeringsåren, för att sedan följas av socialdemokraternas jättedevalvering 1982. Men även efter denna höll vi oss fortfarande inom ramen för i princip samma valutaregim genom att försöka hålla kronans kurs fast i förhållande till en korg av våra stora handelspartners valutor.

Men i november 1992 sprack det hela och vi tvangs att gå över till en regim med flytande växelkurs.

Initialt ledde detta till en kraftig nedgång i den svenska kronans värde – dvs övergången till en ny valutaregim fick samma effekt som en devalvering. Därefter har kronans kurs visserligen varit mycket instabil men utan någon tydlig, långsiktig trend. Riksbanken har i stort sett avstått från att direkt styra kursen utan låtit marknadskrafterna bestämma den.

Det indirekta inflytande över valutakursen, som Riksbanken alltid kan utöva via räntepolitiken, har under dessa år med flytande valutakurs inte utnyttjats – möjligen med undantag för räntehöjningen sommaren 2001. Kursen har fått bli vad den blivit. Detta kan möjligen bero på att den

svenska inflationen, som är Riksbankens egentliga målvariabel, reagerat mindre på valutakursförändringar än tidigare. Genomslaget på konsumentpriserna av till och med ganska kraftiga svängningar i kronkursen har varit förvånansvärt små.

Hade gamla samband varit rådande hade Riksbanken sannolikt fått föra en mera "interventionistisk" valutapolitik för att begränsa genomslaget på konsumentpriserna men detta har alltså inte varit nödvändigt. Och något självständigt mål för valutakursen har inte funnits under dessa år, utan Riksbankens enda målvariabel har varit inflationen.

Det är naturligt att ett lands valutapolitik nära följs av de länder som man konkurrerar med. Genom variationer i valutakursen kan man förändra konkurrensförhållandet mellan länderna – t ex skaffa sig fördelar genom att skriva ner sin valutakurs.

Sedan 70-talet har Sveriges valutapolitik nära följts av andra länder med ett intresse som är naturligt med tanke på att vi deltar i en hård konkurrens med dessa både på vår egen hemmamarknad och på exportmarknaderna. Det finns fortfarande länder som inte har glömt att vi genom vår devalveringspolitik under 70- och 80-talen skaffade oss fördelar på deras bekostnad.

Hade anledningarna till devalveringarna varit att vi drabbats av händelser som vi själva inte kunnat rå för och som dessutom andra länder varit förskonade från – t ex stora översvämningar eller jordbävningar – så hade kanske förståelsen från andra länder varit större. Men en ganska allmän uppfattning i vår omvärld – även framförd av internationella organisationer – har varit att devalveringarna utlösts av att vi haft svårt att hantera vår inhemska pris- och kostnadsutveckling. Med en mer ansvarsfull ekonomisk politik skulle de ha kunnat undvikas.

Andra länder – t ex Danmark under 80-talet – angrep samma problem genom en inhemska åtstramningspolitik. Man tog då själv på sig både de politiska och de ekonomiska konsekvenserna av tidigare gjorda misstag, medan Sverige försökte komma ifrån i varje fall en del av dessa genom att låta andra länder vara med och betala.

För det är ju just det man vill uppnå med en devalvering – att förbättra läget för det egna näringslivet i utländsk valuta räknad. De svenska

företagen kan då bättre stå emot konkurrensen från importen och mera offensivt priskonkurrera på exportmarknaderna. I princip kan man åstadkomma samma sak genom att höja tullarna på importvarorna och subventionera exporten. Men sådana åtgärder är inte tillåtna. Det är däremot devalveringar eller beslut om att låta valutan flyta fritt. Det är därför ganska naturligt att sådana åtgärder från ett enskilt land blir granskade, ifrågasatta och även motarbetade av de länder som drabbas av dess konsekvenser.

Devalveringspolitiken inleddes 1977 av Fälldins första borgerliga regering. Den kom att följas av fler. Och efter att ha vunnit valet 1982 vidtog socialdemokraterna en rekorddevalvering på 16 procent efter att först under hand ha prövat nivån 20 procent. Men sonderingar med våra nordiska grannländer vid ett snabbt inkallat möte på Arlanda gav vid handen att detta var helt oacceptabelt för dem. Även på nivån 16 procent var upprördheten stor och långtifrån enbart från de nordiska länderna.

Dåvarande chefen för Valutafonden de Larosière varnade Kjell-Olof Feldt (*Alla dessa dagar*, Stockholm 1991, s 77) för att den svenska devalveringen skulle kunna leda till en kedjereaktion i Västeuropa med devalveringar i försvarssyfte. Jag fick själv som nytillträdd statsekreterare för utrikeshandel vid UD ta emot både kritik och hot. I Frankrike krävde företrädare för skogsindustrin handelspolitiska ingrepp mot den svenska exporten.

Omvärlden ansåg sig lurad: socialdemokraterna hade i ett ekonomiskt program före valet diskuterat en uppskrivning av valutan som en möjlig väg. I stället blev det en rekorddevalvering som uttalat syftade till att ta marknader och sysselsättning från andra länder. Det är inte förvånande att andra länder reagerade.

Efter ett tag lugnade det sig. Men Sverige hade förlorat mycket i förtroende.

Och det blev inte bättre när vi helt släppte kronan fri 1992. Effekten på kronkursen blev initialt av samma storlek som devalveringen 1982.

Förspelet var visserligen annorlunda. En fastighetskris var redan ett faktum. En bankkris stod för dörren. Riksbanken hade gjort heroiska försök att genom en kortränta på ända upp till 500 procent rädda kronkursen – men utan framgång. Genom beslutet att låta kronan flyta fritt över-

lät vi dessutom åt marknaderna att inte bara genomföra sänkningen av kronkursen utan även att bestämma den framöver.

Allt detta mildrade kritiken. Inte desto mindre fanns den där. Händelserna ansågs vara ännu ett exempel på att Sverige inte kunde sköta sin ekonomiska politik. Man hade avreglerat kapitalmarknaderna och genomfört en stor skattereform samtidigt som en betydande kreditexpansion släpptes fram. Redan Kjell-Olof Feldts avgång som finansminister 1990 hade signalerat problem. När krisen sedan blev akut vidtog vi än en gång valutapolitiska åtgärder – visserligen med revolvern mot pannan men med konsekvensen att vi inte heller denna gång betalade hela notan själva utan tvingade omvärlden att stå för en del av den genom förlorade marknadsandelar och förlorade jobb.

Hade anledningen till deprecieringen varit omständigheter över vilka vi själva inte kunnat råda så hade kanske acceptansen för det svenska agerandet varit större. Att vår lågkonjunktur och vår finansiella kris var värre än i många andra länder ansågs emellertid i allt väsentligt vara självförvällat. Många hade varnat för detta redan under 80-talet. Hårda ord föllades om Sverige under dessa år och förtroendet var lågt. Som chef för Sveriges största kapitalförvaltning kunde jag dag för dag följa hur marknadernas misstro mot oss avsatte sig i kapitalflykt, höga räntor och en krona som åkte upp och ner.

Denna negativa bild motvägdes dock av att vi ansökte om medlemskap i EU. Vi gjorde inte heller – som Danmark och UK – några reservationer i Maastricht-avtalet om att inte ansluta oss till valutaunionen. Därför trodde många att vi nu definitivt lämnat devalveringspolitiken bakom oss och att vi när inträdeskraven väl var uppfyllda och formaliteterna avklarade också skulle ansluta oss till valutaunionen.

Den positiva bilden förstärktes också successivt under 90-talet av att Sverige klarade av att föra en mer ansvarsfull ekonomisk politik med allt bättre kontroll över statsutgifterna och minskande statlig upplåning. Riksbanken fick också en självständig ställning med ett tydligt låginflationsmål. Långsamt men säkert har förtroendet nu återvänt till Sverige. Vi har visat oss kunna ta ett ansvar för utvecklingen i vårt land utan att lägga bördor på andra.

Det är mot denna bakgrund jag ser en risk för att vi genom att säga nej till euron kommer att väcka till liv den misstro mot Sverige som varit så påtaglig ända fram till i mitten av 90-talet. Anledningen är att man inom EU och euroländerna kommer att ha svårt att förstå varför Sverige säger nej. Vi har ju klarat av att stabilisera ekonomin. Vi har lyckats att hålla både inflationen och konkurrenskraften i en rimlig paritet med omvärlden. Kan vi bara stabilisera kronkursen kvalificerar vi väl för att bli medlem i valutaunionen. Varför vill då inte Sverige gå med? Sett med euroländernas ögon finns det knappast några rationella skäl för detta.

Men ett nej grundas i vårt fall på resultatet av en folkomröstning. Kan man verkligen ifrågasätta detta från andra länders sida? Svaret på den frågan beror enligt min mening på hur "valrörelsen" förts och vilka huvudargumenten varit från nejsidan. Som debatten hittills förts kommer i varje fall en tolkning till ett svenskt nej att vara att Sverige genom sitt utanförskap försöker öppna en egen "smitväg" från eurosamarbetets förpliktelser, men ändå ha kvar EU-medlemskapets fördelar. Smitvägen ligger i att svenskarna genom en rörlig växelkurs den vägen skulle kunna komma ifrån att hålla samma ordning på sin ekonomi som euroländerna genom bli sitt valutasamarbete måste åstadkomma.

Det är möjligt att en del svenskar tilltalas av en sådan strategi. Även om man lägger moraliska aspekter på ett sådant handlande åt sidan, tror jag att det kommer att skapa betydande problem för oss på längre sikt. Vi kommer sannolikt att på olika andra sätt få betala för detta – i varje fall om vi fortsatt vill vara kvar i EU. Och tvingas vi i förlängningen att lämna EU blir problemen inte färre.

Det är mot denna bakgrund viktigt att analysera vad ett utanförskap skulle innebära för Sverige. Ligger det verkligen något i att vi som nation skulle kunna vinna något på detta eller kommer vi att på sikt bli en förlorare till följd av att vi är för små för att klara oss på egen hand och att vi sannolikt får euroländerna och EMU:s institutioner emot oss?

Denna inte helt lätta fråga ska jag försöka analysera i nästa avsnitt.

Utanförskapets för- och nackdelar

Sverige har inte någon fundamentalt sämre ekonomisk situation än andra EMU-länder. Vi kan knappast heller med någon trovärdighet peka på unika svenska konjunkturer eller chocker som anledning till att vi skulle stå utanför. John Hasslers uppsats i denna bok bekräftar denna slutsats.

Hur är det då med det i den svenska debatten ofta framförde argumentet att vi har ett större dollarberoende i vår utrikeshandel än många andra EU-länder? Kan detta vara en faktor som skulle kunna motivera ett utanförstående? Som redovisats i en nyligen publicerad utredning om detta beroende (*Hur dollarberoende är den svenska industrin?* Rapport 14/03 från Centre For Economic Analysis) är emellertid detta inte särskilt stort. Det finns i första hand i gruvindustrin och i vissa delar av skogsindustrin.

Men på makronivå är detta knappast så stort att euroländerna av detta skäl skulle acceptera att Sverige gavs en särbehandling. Särskilt inte med tanke på att euron i sin helhet med nuvarande valutaregim är rörlig i förhållande till de andra världsvalutorna och då alltså även i förhållande till dollarn.

Men det kan ändå ha sitt intresse – eftersom vi säkert får höra dollarargumentet framföras många gånger framöver – att hypotetiskt resonera om hur Sverige skulle kunna utnyttja ett utanförskap för att få en bättre ”följsamhet” till dollarns förändringar och vad euroländerna i så fall skulle ha att anföra om detta.

Sjunker dollarkursen och vi har en flytande valuta och – inte minst viktigt – marknaderna förstår att korrekt värdera denna ur konkurrenssynpunkt, så skulle kronkursen i det fall vår utrikeshandel är mera dollarberoende än euroområdet komma att sjunka mer än euron.

Då skulle vi åtminstone i princip bättre kunna klara av en ökande konkurrens från dollarländerna än om vi har en med euroländerna gemensam valuta. Men en för dessa länder särskilt stötande konsekvens är att Sverige inte bara bättre kan hävda sina marknadsandelar på dollarmarknaderna utan även på EMU-ländernas egna hemmamarknader. Den sjunkande dollarkursen drar nämligen med sig kronkursen neråt även i förhållande till euron vilket innebär att vi kommer att få konkurrensfördelar också gentemot euroländerna. Man behöver inte ha någon särskilt livlig fantasi

för att förstå sig vad den franska eller österrikiska skogsindustrin kommer att säga om detta – för att inte tala om den tyska verkstadsindustrin. Det kommer sannolikt inte att stanna vid någon allmän vecklagan utan man kommer att kräva åtgärder. Vilka de i så fall blir är svårt att säga i förväg. Men jag är övertygad om att man kommer att anstränga sig för att hitta sätt att motväga den konkurrensfördel som Sverige skaffat sig genom sitt utanförskap. Det finns i det europeiska samarbetet ett tolkningsutrymme kring avtalsjuridiken – vid t ex prövning av konkurrensfrågor – där dessa fördelar av ett utanförskap på valutaområdet kan komma att vändas mot svenska företag.

Det finns vid sidan av dollarberoendet ytterligare ett i debatten ofta framfört argument för att vi ska behålla en egen fritt flytande valuta: den behövs för att deprecieringar ska kunna neutralisera eller fånga upp effekten av att vi inte kan eller kanske helt enkelt inte vill hålla samma takt i produktivitet och konkurrenskraft som övriga EU-länder. En anledning kan vara regelverken på arbetsmarknaden och på miljöområdet, en annan ett produktivitetshämmande skattesystem. Andra, liknande argument är att budgetdisciplinen kan komma att luckras upp eller att avtalsrörelserna på nytt kan bli inflationsdrivande. Har vi då inte en egen, rörlig växelkurs varigenom den svenska kronan kan deprecieras, så kan vi hamna i ett läge liknande det vi befann oss i under åren kring 1990 med utslagning av företag, arbetslöshet och stagnation.

Argumentet har en bärkraft i så motto att om man anser att dessa i jämförelse med EU negativa konkurrensfaktorer är mer eller mindre ofrånkomliga inslag i det svenska samhället, så kan de negativa effekterna bli mindre om vi har kvar en egen valuta som – om så behövs – kan deprecieras. Men mot ett sådant synsätt kan flera invändningar riktas.

För det första finns det inget ofrånkomligt i dessa olika anledningar till att vi skulle vilja behålla möjligheten till en depreciering. Det är snarare tvärtom så att så länge denna möjlighet finns kvar så minskar sannolikt trycket på nödvändiga förändringar – nödvändiga för att vi ska kunna hålla jämna steg med utlandet och för att vi själva ska få till stånd en uthållig tillväxt. För mig är både devalveringar och deprecieringar kvitton på att man har misslyckats i sin ekonomiska politik.

För det andra tror jag att denna del av nejsidans argumentation är minst sagt tveksam sett från euroländernas synvinkel och ingen grund för att dessa skulle ha förståelse för någon "alleingang" för Sverige. För den innebär att vi genom vår valutaregim skulle försöka lägga över en del av "kostnaderna" för en lägre konkurrenskraft på euroländerna medan de själva får avstå från att sinsemellan använda valutan som konkurrensmedel och i stället förlita sig på åtgärder som lägger anpassningskostnaderna på den egna nationen.

Detta sätt att resonera är enligt min mening fatalt för bedömningen av Sveriges situation och för euroländernas förståelse av ett eventuellt svenskt utanförskap. Den grundläggande moralen i unionen är inte bara att man ska samverka och stödja varandra utan även att varje land ska göra sin "hemläxa" när det gäller att sköta ekonomin. Där tror jag att en tämligen allmän bedömning i Europa är att Sverige inte har större svårigheter än andra länder att föra en politik för balans och tillväxt. Vi har i varje fall under senare år visat att vi kan. Beredvilligheten från dessa andra länders sida att acceptera att vi skaffar oss en "smitväg" förbi de åtaganden som de andra länderna gjort blir nog därför inte särskilt stor. Någon hjälp från dessa länder om vi t ex skulle hamna i en valutakris är nog inte att räkna med. EU har också en rad mer eller mindre subtila åtgärder att sätta in om medlemsländerna avviker från den gemensamma ekonomisk-politiska huvudkursen – allt från verbala tillrättavisanden till rena sanktioner och uteblivet finansiellt stöd. Och stöd kan vi behöva om vi står utanför – det återkommer jag till i nästa avsnitt.

Innan jag går in på utanförskapets olika problem vill jag dock något beröra den svenska kronans ställning om vi skulle fortsätta att behålla den som vår egen valuta och låta dess värde bestämmas av de internationella marknaderna. Är verkligen den förutsättning hållbar som jag hittills gjort att dessa vid varje tillfälle kan göra en konkurrensmässigt sett korrekt värdering av kronans värde?

Enligt min mening är det tveksamt. Kronkursen bestäms av så mycket annat än av vår konkurrenskraft och då inte minst av de internationella kapitalrörelserna. Politiska oroligheter i världen eller en allmän finansiell turbulens kan göra att de internationella aktörerna viktat ner sina placer-

ingar i svenska kronor. Stora institutioner – banker, försäkringsbolag och pensionsfonder – vill i orostider inte ligga med tillgångar i små valutor, särskilt inte om dessa flyter fritt. Det går inte att valutasäkra sådana tillgångar annat än för kortare perioder och då till ett pris. De säljer i stället ut tillgångar i småvalutor – t ex svenska kronor – med konsekvensen att valutakursen sjunker.

Detta behöver då inte ha att göra med att den svenska ekonomin blivit mindre konkurrenskraftig utan beror på vår litenhet. För anhängare av uppfattningen att det är bra med en undervärderad eller en ständigt rörlig valuta kan naturligtvis en sådan litenhet vara en tillgång. Den öppnar större affärsmöjligheter för spekulanter. Men ett sådant synsätt är tveksamt på längre sikt eftersom det innebär att mera långsiktiga placeringar till följd av osäkerheten om kronkursen framöver kommer att kräva en riskpremie för att ligga med tillgångar i svenska kronor. Utländska investerare kommer att kräva högre avkastning på investeringar här än t ex inom euroområdet, vilket – allt annat lika – sätter tillbaka tillväxten i Sverige.

Ett utanförskap i kombination med en rörlig växelkurs riskerar därför att leda till att ränteläget här blir högre än i euroområdet, vilket vi kan se exempel på redan i dag genom att den svenska räntan ligger en bra bit över euroräntan – trots att många på marknaden i varje fall fram till i år har trott att vi skulle gå med i den gemensamma valutan. Blir det helt klart att vi inte kommer att gå med tror jag att denna osäkerhet om vår valuta blir ännu större.

Skulle vi däremot ansluta oss till euron, som redan är en av de stora världsvalutorna, så behöver de finansiella aktörerna inte längre räkna med en sådan specifik, svensk valutarisk.

Sammantaget innebär de resonemang som jag fört i detta avsnitt att en hel del av de slutsatser om de ekonomiska fördelar som man hoppas vinna genom ett utanförskap och en rörlig växelkursregim blir reducerade eller t o m förbyts i sin motsats om man väger in effekterna av sannolika reaktioner från EMU och EU och från kapitalmarknaderna. Bilden av Sverige i dag inom EU är så långt jag kan bedöma det inte särskilt positiv. Vi betalar visserligen vad vi ska, vilket är ganska mycket, men driver ofta

egna frågor som kanske mera siktar på hemmaopinionen än på EU:s gemensamma mål. En konsekvens har blivit att vi inte har fått något särskilt stort inflytande i EU.

Skulle vi nu välja att inte gå med i valutaunionen är jag rädd för att denna bild av Sverige kommer att förstärkas – bilden av ett land som gärna drar fördel av vad andra gör men som själv inte gör särskilt mycket för de gemensamma målen.

Det finns säkert en del svenskar som inte har något emot en sådan inställning till omvärlden. Men i en alltmer internationaliserad värld tror jag att vi kan få svårt att klara oss helt på egen hand. Jag tror att man även i umgänget mellan nationer behöver vänner som gemensamt ställer upp för varann – särskilt om man är ett litet land som är starkt beroende av att handla med omvärlden.

Att vända ryggen till eurosamarbetet är ingen kungsväg till ett förtroendefullt samarbete med en sannolikt växande grupp av medlemsländer. Vad detta kan få för konsekvenser försöker jag analysera i följande avsnitt.

Kan vi hantera ett utanförskap?

I det föregående har jag försökt beskriva hur jag tror att reaktionen från euroländerna och kanske hela EU kommer att bli om vi säger nej till att bli medlemmar i valutaunionen. Jag har också försökt att beskriva hur jag tror att aktörerna på de internationella valuta- och kapitalmarknaderna kommer att se på Sverige. De kämpar hela tiden med att försöka hantera osäkerheten om framtiden. Och den kommer förvisso inte att bli mindre i fråga om Sverige om vi väljer att stanna utanför.

Men det är klart att vi ändå kommer att kunna hantera ett utanförskap. Landet går ju inte under för att vi säger nej till euron. Frågan är *hur* vi ska kunna hantera ett utanförskap utan att vi kommer att få alltför många negativa effekter för vår ekonomi.

Frågan är måhända fördomsfull i den meningen att jag har svårt att tro att vi allmänt sett skulle kunna klara oss bättre utanför än om vi är med. Det kan bli mindre övergångsproblem när vi går med i valutaunionen

men på längre sikt tror jag att vi får tillbaka detta många gånger om genom en stabilare ekonomi och en högre tillväxt.

Blir det ett nej i folkomröstningen och vi därmed beslutar oss för att stanna utanför så kan vi leva också med detta. Den första uppgiften för landets politiker och för Riksbanken blir då att försöka möta den ökade finansiella osäkerhet om kronan som blir följden av ett nej. Det finns visserligen förespråkare för nejsidan som hävdar att vi inte kommer att få se en sådan reaktion. Man hänvisar till den ganska långa perioden sedan 1992 då vi haft en rörlig växelkurs. Men detta tycker jag inte är något särskilt slagkraftigt argument. För det första har kronan – som jag tidigare framhöll – varit mycket instabil under denna period. På s 173 i Klas Eklunds bidrag finns en illustration av denna instabilitet. För det andra har i varje fall mina kontakter med kapitalmarknaderna gett vid handen att man i det längsta trott att Sverige skulle gå med i valutaunionen och att det är först nu på senare tid som man börjat tvivla på detta. När väl ett nej blir ett faktum tror jag att en ökad osäkerhet om kronan och därmed också en press uppåt på de svenska räntorna blir ofrånkomlig. I ett sådant läge tror jag att i varje fall de större partierna i riksdagen kommer att anstränga sig en hel del för att motverka en sådan utveckling. Vi måste då med vår politik verkligen övertyga om att kronplaceringar inte är alltför riskfyllda. Är vi med i valutaunionen så vet omvärlden vilken spelplan vi spelar på. Är vi utanför måste vi vara mycket tydligare och mera övertygande om att vi kan klara vår ekonomi på egen hand för att undanröja omvärldens misstro mot oss.

Det är inte säkert att vi klarar det. Partisplittringen med många småpartier i kombination med blockpolitiken skapar inte de bästa förutsättningar för en sådan "övertygande" politik. Jag tror att mycket skulle vara att vinna i om de nuvarande riksdagspartierna kunde dra ett streck över gamla motsättningar och skapa ett samarbete över blockgränsen mellan de partier som representerar den trots allt breda mitten i svensk politik. En politik förankrad i detta mittfält tror jag är en bra utgångspunkt för ett ökat förtroende för Sverige utanför euron.

Men frågan gäller inte bara politik utan även det ofrånkomliga faktum att den svenska kronan kommer att vara en fortsatt mycket liten valuta

vars värde kommer att bestämmas av en gigantisk internationell valutamarknad. Det kan räcka med några löst grundade rykten som sekundsnabbt sprids över jorden för att kronan ska sättas i rejäl gungning. Vid ett utanförskap har vi då ingen som kan eller vill rycka in till vår hjälp. Riksbankens egna resurser är visserligen inte att förakta, men skulle det bli frågan om en större och mera omfattande valutaturbulens kan kronkursen och de svenska räntorna få ta rejält med stryk.

För mig är detta den svagaste länken i värnet av svensk ekonomi vid ett utanförskap. Det kan gå bra. Det kan också sluta rejält illa.

Problemet är att vi i dag inte vet hur stor denna osäkerhet kommer att bli. Vår litenhet, vår förhistoria och den konstitutionella svagheten i vårt politiska system ligger oss i fatet. Jag skulle bli förvånad om inte euroländerna och de internationella finansmarknaderna under ett antal år framöver räknar med att kronplaceringar är mera riskfyllda än t ex placeringar i euro. Lyckas vi övertyga om att vi kan klara oss på egen hand – desto bättre. Men jag är rädd för att det kan ta åtskilliga år.

Sammanfattningsvis tror jag alltså att ett utanförskap kan hanteras. Det vore orimligt eljest. Men osäkerheten om framtiden blir större. Det vore lika orimligt att förneka det. Och osäkerhet om framtiden är något man får betala ett pris för i form av högre räntor och lägre tillväxt.

Det kan finnas de som är beredda att betala detta pris för att slippa vara med i ett bindande europeiskt samarbete. Men det är en stor illusion att tro att det inte blir förenat med kostnader.

Sveriges roll

I det föregående har jag försökt att väga samman olika ekonomiska och politiska faktorer som har betydelse för om vi ska införa euron eller ej.

Man kan emellertid vidga perspektivet ytterligare och fråga sig vilken roll vi vill att Sverige överhuvudtaget ska spela i den internationella gemenskapen. Många svenskars självbild är att vi är en förebild för andra nationer. Vi värnar om FN och har ett generöst bistånd till fattiga länder. Men det finns också en annan bild av Sverige i utlandet, som man inte

hör i välkomsttalen vid ministerbesök eller från mottagare av svenskt bistånd, men väl när man sitter och förhandlar om frågor som konkret rör vårt internationella samarbete. Och det är att Sverige är ett land som i första hand ser till sina egna intressen. Vi låter gärna andra länder först finna gemensamma lösningar för att sedan – när vi vet hur det går och om vi för egen del kan ha någon fördel av det – ansluta oss. Så var det t ex när vi sent omside ansökte om medlemskap i EU.

Det finns säkert många svenskar som tycker att detta är en bra förhandlingsstrategi. Låt ”de andra” lösa problemen och helst också betala – även om vi skulle få olika fördelar av detta.

En sådan inställning har en moralisk dimension som knappast inger någon större respekt. Men den har också en ekonomisk dimension, nämligen att om alla handlar på det sättet så kommer sannolikt alla att få det sämre – i det fall vi nu diskuterar – genom återkommande devalveringar och ett instabilt penningvärde. Så även vi.

Nu har euroländerna tagit på sig ansvaret att stabilisera valutor och räntor i den del av världen som vi räknar oss till. Men i det projektet vill nu nejsidan att vi inte deltar. Det som gör detta nej särskilt känsligt är att själva huvudargumentet mot att vi ska gå med är att vi vill behålla en egen valutapolitik. Den enda rimliga tolkningen av detta som euroländerna kan göra är att vi genom en egen valutapolitik vill skaffa oss fördelar på deras bekostnad. Euromotståndarnas egen argumentation bekräftar i hög grad detta synsätt.

Jag tycker att tiden nu är mogen för att Sverige bryter med sin tidigare roll som ensamspelare. Vi tog ett viktigt steg i denna riktning 1994 genom vårt medlemskap i EU. Euron är inget annat än en fullföljd av detta.

Framtiden tillhör dem som kan spela i lag. Tryggheten ligger inte i att isolera sig utan i gemenskap med andra länder.

De reala effekterna av en monetär union och argumenten för en övergång till euron

Hans Genberg

Inledning och huvudsakliga slutsatser

Om Sverige antar euron som valuta förlorar vi möjligheten att bedriva en självständig penningpolitik och vinner på att tillhöra ett större valutaområde. Det tas ofta för givet att förlusten av en självständig penningpolitik är kostsam, medan vinsterna med en gemensam valuta begränsas till fördelen att inte behöva växla pengar när vi reser till vårt favoritsemestermål i Euroland.

I detta kapitel intar jag den motsatta ståndpunkten. Jag hävdar att färsk empiriska bevis visar på signifikanta reella effektivitetsvinster med att tillhöra ett gemensamt valutaområde. Dessa vinster härrör från en större ekonomisk integration som går hand i hand med monetär integration, och de är betydligt viktigare än minskningen i de direkta kostnaderna för utländska växlingstransaktioner. Jag hävdar vidare att fördelarna med monetär självständighet är mindre entydiga än vad som normalt antas.

Beläggen för reella effekter av en valutaunion granskas i de tre följande avsnitten i detta kapitel. Först går jag igenom det samband mellan valutaunion och internationell handel som varit föremål för intensiv forskning under de senaste tre åren. Empiriska resultat visar nu på ekonomiskt signifikanta ökningarna i internationell handel förknippade med ett gemensamt valutaområde. Den exakta omfattningen av dessa ökningarna är fortfarande omtvistad, men det råder bred enighet om att de är bety-

delsefulla. Innebörden är att ett euroinförande kommer att öka Sveriges handel med euroländerna och att detta kommer att medföra avsevärda välfärdsvinster.

Därefter övergår jag till effekterna på finansiell integration. Även här råder det bred enighet om att en mer omfattande finansiell integration är förenad med välfärdsvinster till följd av ökade möjligheter till diversifiering för investerare och lägre kapitalkostnader för företag. Även om bevisen är starkare för handel med varor, tyder färsk empiriska resultat på att ett införande av euron skulle fördjupa integrationen av våra finansmarknader med euroområdet.

Den integrerande kraften av ett monetärt enande illustreras ytterligare längre fram, där jag åberopar resultat som visar att ekonomisk aktivitet är mer korrelerad mellan länder som bildat valutaunioner. Det innebär att förlusten av en självständig valutapolitik är mindre kostsam, eftersom sannolikheten minskar för att asymmetriska konjunkturcykler uppkommer.

Den ofrånkomliga slutsatsen av den föreliggande empiriska forskningen måste bli att ett införande av euron kommer att medföra påtagliga realvinster för den svenska ekonomin som helhet. Orörliga produktionsfaktorer och små och medelstora företag är de som troligen vinner mest, eftersom de har minst möjlighet att undgå riskerna med ett icke-medlemskap. Även om man inte ska förvänta sig att vinsterna kommer att förändra vår ekonomi omedelbart, skulle ett ja vid omröstningen i september sätta igång processen.

Monetära unioner och handel

Vedertagen lärdom

Så sent som för tre-fyra år sedan skulle de flesta ekonomer ha hävdats att den internationella handelns omfattning i stor utsträckning var oberoende av ett lands växelkurssystem. Denna uppfattning baserades på teoretiska modeller och empiriska resultat rörande effekten på export- och im-

portvolymen av valutakursosäkerhet och variabilitet. En argumentationslinje var att man kunde gardera sig mot valutarisken på finansmarknaderna. Eftersom kostnaden för detta ansågs vara liten måste effekten av växelkursvolatiliteten på den internationella handeln också vara liten. Vidare visade teoretiska modeller att prisosäkerheten antingen kunde ha en positiv eller negativ effekt på handelsvolymerna, beroende på den exakta formen på efterfrågekurvorna och kostnadsstrukturen hos de företag som ägnade sig åt internationell handel. Inga otvetydiga slutsatser kunde dras enbart på teoretiska grunder.

Empiriska studier bekräftade ofta tvetydigheten i de teoretiska resultaten. Forskares försök att mäta effekterna av växelkursosäkerhet på handelsvolymerna var ofta resultatlösa. Efter en grundlig genomgång av litteraturen drog Calmfors m fl (1996) slutsatsen att "den ... ganska entydiga slutsatsen är att utrikeshandeln förefaller påverkas mycket litet eller inte alls av valutakursfluktuationer. Slutsatsen måste anses som ganska säker ..." (s 77).

Nya resultat

Vissa av oss ifrågasatte relevansen av dessa resultat för ett land som överväger att gå med i en monetär union, eftersom effekterna på handeln av att fullständigt och permanent utplåna valutarisken med all sannolikhet skiljer sig mycket från effekterna av växelkursfluktuationerna i ett land som behåller sin egen valuta.¹ Det skulle krävas en empirisk analys baserad på handels erfarenheter i länder som deltar i valutaunioner för att fastställa om en gemensam valuta har en betydande effekt på handelsvolymen. Sådana bevis förelåg inte innan professor Andrew Roses artikel publicerades år 2000.² Rose presenterade för första gången mycket starka bevis för att handeln mellan länder som utgör delar av valutaunioner är mycket större än handeln mellan länder som inte är det, förutsatt att många andra förutsättningar är lika.³ Med andra ord visade hans resultat på att när ett land går med i en valutaunion kommer dess internationella handel att öka avsevärt. Enligt de mest representativa beräkningarna skulle den bilaterala handeln mer än tredubblas!

Professor Roses resultat stod helt i strid med vedertagen lärdom och det var inte förvånande att de gav upphov till en omfattande litteratur som försökte slå hål på slutsatserna. Det är väsentligt att gå igenom hur resultaten kom till för att tillförlitligt förstå den följande debatten.

För att empiriskt testa om en gemensam valuta påverkar handeln måste vi övervinna två svåra hinder. Först måste vi definiera en måttstock mot vilken vi kan mäta huruvida en gemensam valuta har ökat handeln, och för det andra måste vi isolera effekten av en gemensam valuta från andra möjliga skäl till ökad handel. Den empiriska strategi Rose antog för att ta itu med det första hindret var att estimerade gravitationsekvation som förklarar handelsintensiteten mellan två länder genom sådana faktorer som avståndet mellan dessa, deras BNP-nivå, deras storlek etc. Det visar sig att denna modell är förvånansvärt framgångsrik när det gäller att förklara bilaterala handelsflöden, och de flesta forskare som försökte slå hål på Roses resultat accepterade den därför som en måttstock för att mäta den ”naturliga” handelsintensiteten länder emellan. När man väl fastställt en måttstock kunde effekten av en gemensam valuta helt enkelt mätas genom att man till det estimerade förhållandet lade en variabel som visade huruvida de två länderna hade en gemensam valuta. Tecknet och storleken på den motsvarande koefficienten tolkas som effekten av att tillhöra en valutaunion.

Utmaningarna mot Roses resultat koncentrerades till detta andra steg. Ett antal möjliga skäl framfördes för att ifrågasätta om metoden verkligen isolerade effekten av en valutaunion. De framfördes i tre former:

- Bestod förhållandet av orsak och verkan?
- Hade någon ytterligare viktig faktor utelämnats i förklaringen av den ”naturliga” handelsnivån?
- Var de länder som antagit en gemensam valuta verkligen representativa eller förelåg det ett självurvals bias i resultaten?

Listan på artiklar som undersöker dessa utmaningar är lång, men i slutändan är det mycket svårt att frångå den huvudsakliga slutsatsen i Roses originalstudie, nämligen att när två länder har en gemensam valuta så är deras bilaterala handel betydligt större än den annars skulle varit.⁴

Effekterna på Sverige

Enligt Roses ursprungliga resultat är handeln mellan medlemmarna i en valutaunion tre gånger större än handeln mellan icke-medlemmar. Innebär detta att vi ska förvänta oss att Sveriges handel med euroländerna kommer att tredubblas om vi går med? Det finns två skäl att anta att ökningen av handeln kommer att bli något mindre, även om den fortfarande är ekonomiskt signifikant. Ett är att de forskare som följt Rose funnit något mindre effekter, i storleksordningen av en fördubbling snarare än en tredubbling.⁵ Detta är fortfarande en hög siffra. På ett mer grundläggande plan har Anderson och van Wincoop (2001) visat i en teoretisk analys av gravitationsmodellen att den handelsökande effekten hos en valutaunion beror på hur långt handelsintegrationen redan fortskridit. För länder som redan handlar mycket med varandra kommer effekten av att ytterligare sänka handelshindren att påverka handelsvolymen i mindre omfattning än i andra länder. Genom att ta hänsyn till denna effekt beräknar Rose och van Wincoop (2001) att effekten av att använda samma valuta har samma handelsökande effekt som en minskning av importtullarna med 26 procent. När Rose (2001) använder samma teoretiska ram, beräknar han att Sveriges handel med länderna i euroområdet skulle öka med minst 50 procent om vi går med. En hög siffra med alla mått mätt!

Hur förklarar man de entydiga resultaten av valutaunioner för handelsvolymen?

Trots de empiriska resultaten är många ekonomer fortfarande skeptiska till den handelsökande effekten av en gemensam valuta. De vill veta, helst i en teoretiskt acceptabel modell, varifrån dessa effekter kommer. På en mycket grundläggande nivå är detta en synnerligen svår uppgift eftersom den kräver en sofistikerad teori om pengars roll i ekonomin. Som Richard Cooper formulerar det:

”En faktor som hämmat en verklig lösning av växelkursvalen är den fortlöpande användning inom ekonomiprofessionen av en synnerligen primitiv penningteori i dess teoretiserande och dess insisterande på att

särskilja monetära och reala faktorer när man analyserar ekonomier. Denna pedagogiskt användbara praxis hindrar ekonomerna från att finna några välfärdskostnader när penningprisernas (i motsats till relativpriser-nas) resursallokerande roll är störd, så som kan uppstå vid växelkursfluktuationer som inte är förenade med allvarliga signaler för att omallokera resurser.” (Cooper (1999), s 106–107.)

Coopers argument kan omformuleras på följande sätt. Intuitivt vet vi att en ekonomi drar stor nytta av att ha ett valutasystem i motsats till byteshandel. Det är få människor som på allvar skulle hävda att det vore önskvärt att bryta sönder Sverige i små valutaområden, eftersom det kraftigt skulle minska fördelarna med en gemensam valutaenhet. Men varför skulle fördelarna med en gemensam valuta sluta vid nationsgränsen? Poängen här är att även om teoretiska modeller för pengars uppkomst och användbarhet i ekonomin inte har nått ett utvecklingsstadium där de kan ge exakta numeriska värden på vinsterna av ett monetärt enande, kan man inte dra slutsatsen att dessa vinster är försumbara. Tvärtom. Det är helt säkert att de vanliga beräkningarna baserade på uppskattade minskningar av de direkta transaktionskostnaderna på valutamarknaden leder till kraftiga underskattningar av fördelarna med ett monetärt enande.

En del av skälet till ökningen av handeln inom valutaunioner är säkerligen elimineringen av valutarisker som det är svårt att försäkra sig emot. Källan till dessa risker står att finna i de felprissättningar av valutor som karakteriserar ett system med flytande växelkurser. Detta argument använder flera stiliserade fakta om växelkursrörelser. För det första är valutakursförändringar mycket bestående, vilket innebär att de inte har en stark tendens att återgå till någon normal genomsnittsnivå. För det andra beror de flesta reala växelkursförändringar på nominella växelkursförändringar. För det tredje är nominella växelkursförändringar oförutsägbara. För det fjärde misstänker man i allt större utsträckning att en avsevärd del av de nominella växelkursförändringarna inte bestäms av monetära och makroekonomiska grundprinciper, utan av faktorer som kan hänföras till spekulativt beteende på finansmarknaderna.⁶ Följden är att många av de långa bestående svängningarna vi ser i de reala växelkurserna beror på finansmarknadernas nyckfulla beteende. Medan de risker som beror på de

kortsiktiga rörelserna på dessa marknader kan kontrolleras är det mycket dyrt att försäkra sig mot de mer långsiktiga rörelser som bestämmer lönsamheten i de företag som konkurrerar på utländska marknader. Eftersom det blir olönsamt att delta i verksamheter som utsätts för sådana valutakursförändringar, minskar den internationella handeln.

Slutresultatet

Länder med gemensamma valutor handlar mer med varandra, vilket kommer att öka deras ekonomiska välfärd till följd av de vanliga statiska och dynamiska fördelarna med handel. Skälet till den ökade handeln är delvis de vanliga effekterna av lägre transaktionskostnader, men även det totala undanröjandet av den medellånga växelkursrisk man inte enkelt kan gardera sig mot på finansmarknaderna. Det finns också starka skäl att anta att ett monetärt enande därutöver har långtgående följder för ekonomisk integration som är förenade med den fundamentala men svårkvantifierade roll som pengar spelar i ekonomin.

Valutaunioner, kapitalmarknadsintegration och välfärd

Grunderna⁷

Det råder knappast någon oenighet om att en internationell integration av finansmarknader är förknippad med välfärdsvinster. Direkta fördelar för hushållen innefattar möjligheter att utjämna konsumtionen genom internationellt låntagande och långgivning, och att diversifiera investeringsportföljer och därigenom förbättra avvägningen mellan risk och avkastning. Indirekta fördelar för hushållen uppstår därför att kapitalinvesteringar inte längre är knutna till det tillgängliga inhemska sparandet. Sannolikt skulle kapitalkostnaderna för företagen falla, vilket också i slutänden ger fördelar för hushållen.

I avsaknad av kapitalrörelser måste det inhemska sparandet vara lika stort som de inhemska investeringarna och fluktuationerna i ekonomins

produktion kommer att leda till motsvarande fluktuationer i antingen konsumtion eller investeringar. Möjligheten till internationellt låntagande och långgivning tillåter att hushållen delvis särskiljer sina konsumtionsbeslut från föreliggande inkomstbegränsningar och att företagen kan fatta investeringsbeslut på grundval av förhållandena på världens finansmarknader snarare än på tillgången på inhemskt sparande.

I en finansiellt sluten ekonomi får de inhemska invånarna bära all den risk de inhemska ekonomiska fluktuationerna innebär. Möjligheten till internationella investeringar gör att all risk som enbart är av inhemskt ursprung i princip kan diversifieras bort. Till dessa direkta fördelar för den individuella investeraren kommer en mer subtil och indirekt fördel för ekonomin som sannolikt är av lika stor betydelse. När de risker som är förenade med den inhemska ekonomin kan diversifieras bort på en internationellt integrerad marknad minskar kapitalkostnaden för inhemska företag. Detta borde leda till ökade investeringar och ökad tillväxt.

Resultat från empirisk forskning

Feldstein och Horioka (1980) visade i en ofta citerad studie att sparande och investeringssatser är betydligt mer korrelerade i OECD-länderna än vad man skulle förvänta sig om länderna vore sammanlänkade genom helt integrerade finansmarknader. Även om många påföljande studier pekade på vissa metodproblem med Feldstein-Horiokas synsätt, så har många studier använt detta för att undersöka sambanden mellan sparande och investeringar i områden där det är rimligt att anta att kapitalets rörlighet har ökat sedan den ursprungliga studien. I en helt ny studie presenterar Blanchard och Giavazzi (2002) resultat som visar på en ökad integration i OECD-länderna sedan 1975 (sista året i Feldstein-Horioka-urvalet). Av större vikt för vårt syfte är att deras resultat också visar att sambandet mellan sparande och investeringar i EU-länderna är än mindre entydigt och minskar över tiden. Vidare, när de enbart studerar euroländerna försvinner sambandet mellan sparande och investeringar nästan helt under 1990-talet, i avsaknad av någon som helst formell kontroll av kapitalrörelserna.

Dessa resultat leder till slutsatsen att ökad rörlighet hos kapitalet möjliggör en separation mellan sparande och investeringsbeslut, vilket otvetydigt ökar den ekonomiska välfärden.

Vinsterna av en internationell portföljdiversifiering har med säkerhet kunnat fastställas inom finansiell litteratur.⁸ Det är därför en gåta att investerarnas portfölj innehav uppvisar en klar hemmamarknadsbias. Denna hemmamarknadsbias består i att investerare innehar en alltför stor andel (i förhållande till vad som skulle vara optimalt enligt konventionella fördelningsmodeller) av sina tillgångar i hemlandet även i avsaknad av formella kapitalkontroller. Tecken på att industribaserade portföljhanteringsstrategier har ersatt länderbaserade strategier inom euroområdet överensstämmer med hypotesen att en hemmamarknadsbias beror på förekomsten av olika valutor, och att den därför skulle vara vore avsevärt mindre i en valutaunion.

Bekaert och Harvey (1997) och Stulz (1997) visar att internationaliseringen av inhemska kapitalmarknader minskar företagens kapitalkostnader. Även om beräkningarna av effekternas storlek skiljer sig åt är båda studierna eniga om att dessa är ekonomiskt betydelsefulla.

Vad har detta att göra med valutaunioner?

Så här långt har diskussionen handlat om fördelarna med kapitalmarknadsintegration rent generellt. För att detta ska ha någon betydelse för valutaunioner måste det fastställas att ett monetärt enande skulle medföra större rörlighet hos kapital. De resultat som Blanchard och Giavazzi presenterar i den ovan citerade studien tyder på att detta kan vara fallet vad gäller Europa, även om formella statistiska test inte ger något entydigt resultat. Problemet är förstås att euroområdet existerat under alltför kort tid för att tillåta definitiva slutsatser. För att avgöra frågan skulle det än en gång vara nödvändigt att utvidga urvalet länder till andra valutaunioner. Så vitt jag vet har detta ännu inte skett.⁹

I en studie som försöker förklara den stora effekten av valutaunioner på handelsflödena hävdar Yetman (2002) att en del av skälet kan vara en större kapitalmarknadsintegration i valutaunioner. Skattningar av en typ

av gravitationsmodell för kapitalflöden visar faktiskt också att, *ceteris paribus*, medlemskap i en valutaunion är förenat med större direktinvesteringsflöden. Även om tillgången på data inte gör det möjligt för honom att studera bilaterala investeringsflöden mellan medlemmarna i valutaunioner, tyder Yetmans resultat på ett möjligt samband mellan ett lands valutasystem och kapitalmarknadsintegrationen.

Belägg som mer direkt härrör till euroområdet har nyligen insamlats av Hardouvelis m fl (1999), Galati och Tsatsaronis (2001) och Adam m fl (2002). En allmän slutsats av dessa studier är att den monetära integrationsprocessen i Europa ökat finansmarknadsintegrationen. Processen är emellertid ofullständig, och integrationsnivån varierar mellan olika sektorer. Sålunda är penningmarknaderna och obligationsmarknaderna nu fullt integrerade i eurosyste­met, medan detta gäller i betydligt mindre utsträckning för bolåne- och bankkreditmarknaderna. På aktiemarknaden utgör det faktum att de institutionella investerarnas strategier har förändrats från att vara fokuserade på länder till att vara fokuserade på sektorer indirekta bevis för större integration. Detta överensstämmer med uppfattningen att valutariskens totala avskaffande inneburit en närmare integration av aktiemarknaderna inom euroområdet. Galati och Tsatsaronis (2001, s 33) går ännu längre genom att dra slutsatsen att "euron har fördjupat många finansmarknader genom att sänka hindren för gränsöverskridande transaktioner". De påstår också att monetär integration kommer att medföra en ytterligare marknadsintegration eftersom den avlägsnar "... många av de ekonomiska hindren för direkt gränsöverskridande konkurrens och transaktioner ...".

Överlag visar både teori och empiri på att ett monetärt enande kommer att innebära ökad finansiell integration, vilket leder till lägre kapitalkostnader, större möjligheter till portföljspridning och slutligen, högre ekonomisk välfärd.

Monetära unioner och ekonomisk integration

Resultat som visar att valutaunioner medför ökad handel och kapitalmarknadsintegration utgör specifika fall av den mer generella iakttagelsen att monetär och ekonomisk integration går hand i hand. Engle och Rose (2000) utvecklar detta argument vidare och presenterar stödjande empiriska resultat. Förutom att bekräfta att medlemmarna i en valutaunion handlar mer, visar de att reala växelkurserna är mindre volatila och konjunkturcyklerna mer korrelerade.¹⁰ Den sista punkten är speciellt betydelsefull i vårt sammanhang eftersom den tyder på att kostnaden för att avsäga sig kontrollen över penningpolitiken kanske inte blir så hög som vissa iakttagare befarat. Om den monetära integrationsprocessen skapar mer synkroniserade konjunkturcykler minskar behovet av en självständig politik i motsvarande utsträckning, eftersom den är nära förbunden med förekomsten av externa asymmetriska chocker. Frankel och Rose (1997) drog samma slutsats genom att visa att länder med närmare handelsförbindelser har mer korrelerade konjunkturcykler. På grundval av sina empiriska resultat antog de att ett monetärt enande kommer att starta en process som gör att de deltagande ekonomierna i allt större utsträckning uppfyller ett av kriterierna för ett optimalt valutaområde.

Slutsatser

Medlemskap i valutaunionen är förknippat med reella ekonomiska fördelar. Enligt föreliggande empiriska studier kommer handeln att öka och kapitalmarknaderna att bli mer integrerade. Resultatet borde bli en snabbare ekonomisk tillväxt och ökad välfärd.

Vem kan man räkna med kommer att dra störst nytta av denna utveckling? För det första kommer konsumenterna att vinna på de lägre priser som sänkningen av barriären mot internationell handel innebär.¹¹ För det andra kommer ersättningen för produktionsfaktorer att förändras, och i den processen kan orörliga faktorer förväntas vara nettovinnare. Sådana faktorer kan inte undvika den valutarisk som ett svenskt icke-medlemskap i euroområdet skulle medföra därför att de, till skillnad från rörliga fak-

torer, kan inte flytta till länder inom den monetära unionen. Omvänt, om vi inför euron och valutarisken i euroområdet elimineras, kommer rörliga produktionsfaktorer mer sannolikt att stanna inom landet, vilket innebär att lönerna för lokalt baserad arbetskraft ökar.

Detta resonemang innebär också att små och medelstora företag kommer att vinna på euron. Sådana företag kan antas vara orörliga i den utsträckning de är förenade med individer med speciella band till en viss region. Om de är exportinriktade kommer de att vinna på att växelkursrisken försvinner. Om de är leverantörer till stora svenska multinationella företag, kommer de att vinna till följd av att de senare med större sannolikhet kommer att upprätthålla sin verksamhet inom landet.

Innebär detta att alla kommer att vinna på euron? Precis som när det gäller avlägsnandet av handelshinder kommer det att gynna landet som helhet. Några av de produktionsfaktorer som dragit nytta av att den lokala marknaden skyddats kommer att känna sig trängda, och kan tvingas ändra sin verksamhet för att dra full nytta av den nya omgivningen. Euron ger trots allt ett positivt resultat totalt sett.

Vinsterna kommer naturligtvis inte uppstå omedelbart eftersom de är resultatet av långtgående förändringar i beteende och ekonomiska strukturer. Emellertid skulle en omröstning till förmån för ett medlemskap inleda den strukturuomvandlingsprocess som slutligen skulle skapa de förväntade vinsterna.

Noter

¹ Se Jacobson m fl (1999).

² Rose (2000).

³ Redan 1995 fastställde John McCallum att det finns en stor "hemmamarknadsbias" inom internationell handel, vilket innebär att regioner inom ett land bedriver betydligt större handel med varandra än lika geografiskt närliggande regioner som är åtskilda genom en nationsgräns. Hans jämförelse mellan kanadensiska provinser och stater i USA visade att det finns en stor gränseffekt som verkar hämma handeln mellan länder, men till följd av urvalets natur kunde han tyvärr inte säga i vilken utsträckning detta berodde på att de två länderna använde olika valutor. Se McCallum (1995).

⁴ Rose (2002) innehåller en grundlig översikt och utvärdering av litteraturen fram till augusti 2002.

- ⁵ Se Rose (2002) för en analys av de estimat som erhållits av andra forskare.
- ⁶ En utförlig diskussion av detta förhållande ges i Klas Eklunds kapitel.
- ⁷ Se Genberg (1998) och Stulz (1997) för en mer fullständig översikt och fullständiga referenser till den relevanta litteraturen.
- ⁸ Grauer och Hakansson (1987) är ett tidigt exempel.
- ⁹ Resultat från studier som har undersökt regioner inom ett land visar stor rörlighet hos kapital enligt Feldstein-Horioka-kriteriet, men detta behöver inte enbart bero på effekten av en gemensam valuta.
- ¹⁰ Dessa bevis överensstämmer med dem som presenterades i Danthine och Adjaouté (2000), som visar att sambandet mellan aktiemarknaderna ökat för euroländerna sedan starten för den gemensamma valutan. Se även Hassler (denna volym) för bevis.
- ¹¹ Jämför med resultaten i Anderson och van Wincoop (2000) som jämförde monetärt enande med en tullsänkning på över 20 procent från Sverige.

Referenser

- Adam, Klaus, Tullio Jappelli, Annamaria Menichini, Mario Padula, och Marco Pagano (2002). "Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union." Mimeo. Center for Studies in Economics and Finance (CSEF), University of Salerno, 28 januari.
- Adjaouté, Kpate och Jean-Pierre Danthine (2000). "EMU and Portfolio Diversification Opportunities." FAME Research Paper nr 31. <http://www.fame.dpn.ch/library/EN/RP31.pdf>
- Anderson, James och Eric van Wincoop (2000). "Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle." NBER Working Paper nr w.
- Blanchard, Olivier och Francesco Giavazzi (2002). "Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?" Mimeo. 17 september.
- Calmfors, Lars, Harry Flam, Nils Gottfries, Rutger Lindahl, Janne Haaland Matlary, Ewa Rabinowicz, Anders Vredin (1996). *Sverige och EMU*. SOU 1996:158.
- Cooper, Richard (1999). "Exchange Rate Choices". In Jane Sneddon Little Giovanni P. Olivei (red.) *Rethinking the International Monetary System*. Federal Reserve Bank of Boston Conference Series nr 43. Boston: Federal Reserve Bank of Boston, juni. s 99–123.
- Engle, Charles och Andrew Rose (2000). "Currency Unions and International Integration", NBER Working Paper nr w7872. September.
- Feldstein, Martin och Charles Horioka (1980). "Domestic Savings and International Capital Flows". *Economic Journal*, vol 90, juni, s 314–29.
- Galati, Gabriele och Kostal Tsatsaronis (2001). "The Impact of the Euro on Europe's Financial Markets", BIS Working Paper nr 100. Basel, juli.

- Genberg, Hans (1998). "Capital Flows To Developing Countries: Some Analytical Considerations Relative to Capital Account Convertibility". Mimeo. The Graduate Institute of International Studies, Genève.
- Grauer, Robert och Nils Hakansson (1987). "Gains from International Diversification: 1968–1985 Returns on Portfolios of Stocks and Bonds". *Journal of Finance*, Vol 42, juli, s 721–39.
- Hardouvelis, Gikas, Dimitrios Malliaropolous, och Richard Priestly (1999). "EMU and European Stock Market Integration." CEPR Discussion Paper nr 2124.
- Hassler, John. (denna volym) "År Sverige i takt med Europa?".
- Jakobsson, Ulf, Lars Bergman, Pontus Braunerhjelm, Stefan Fölster, Hans Genberg, (1999). *Vägen till Väststånd*. Stockholm, SNS Förlag.
- McCallum, John (1995). "National Borders Matter: Canada-U.S. Regional Trade Patterns". *American Economic Review* 85-3, s 615–23.
- Rose, Andrew (2000). "One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade". *Economic Policy*.
- Rose, Andrew (2001). *EMU and Swedish Trade*. Svenskt Näringsliv. November.
- Rose, Andrew (2002). "The Effect of Common Currencies on International Trade: Where do we Stand?". Mimeo. 2 augusti.
- Rose, Andrew och Eric van Wincoop (2001). "National Money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Union". *American Economic Review*, vol 99, nr 2, maj, s 386–90.
- Stultz, René (1997). "International Portfolio Flows and Securities Markets". <http://fisher.osu.edu/fin/journal/dice/papers/1997/97-12.htm>.
- Yetman, James (2002). "Currency Unions and Capital Flows". Mimeo. Hong Kong Institute for Monetary Research and Hong Kong University, 3 december.

EMU och handel

Karolina Ekholm

Introduktion

Mycket av debatten kring EMU har fokuserat på de potentiella kostnader som förknippas med att ge upp den inhemska penningpolitiken som stabiliseringspolitiskt instrument. Mycket lite har sagts om de potentiella vinster som förknippas med en sänkning av kostnaderna för att genomföra internationella transaktioner. Detta kapitel handlar om de vinster som uppstår av sänkta transaktionskostnader för internationell handel.

Till att börja med diskuteras hur införandet av en gemensam valuta kan förväntas påverka transaktionskostnaderna för handel. Att dessa kostnader kan förväntas minska förefaller uppenbart, men det är viktigt att klargöra i vilka situationer vi kan förvänta oss att kostnaderna faller mycket respektive lite samt i vilka situationer minskade transaktionskostnader kan förväntas ha stora respektive små effekter på handeln.

Därefter diskuteras vilken typ av samhällsekonomiska vinster som förväntas följa av ökad handel. Dessa vinster består huvudsakligen av vinster från specialisering, vinster från bättre utnyttjande av stordriftsfördelar i produktionen, vinster från ökad produktvariation och vinster från ökad konkurrens mellan företag. I detta sammanhang diskuteras även den oro som finns över att ökad handel mellan EU-länderna kan få negativa konsekvenser i form av ökade löneskillnader och tendenser till arbetslöshet i höglöneländer som Sverige.

Det har under senare tid gjorts många försök att empiriskt uppskatta de förväntade effekterna av en valutaunion på handelsvolymen. Det mest uppmärksammade bidraget är en studie av den amerikanske ekonomen

Andrew Rose, som uppskattade effekten till en ökning på 235 procent. Roses bidrag har kritiserats av många andra forskare och det finns numera ett flertal studier som analyserar denna fråga. I kapitlet redogörs för dessa studier och diskuteras vilka slutsatser man kan dra av sambandet mellan medlemskap i en valutaunion och handelsvolymen.

Avslutningsvis behandlas en fråga som har betydelse för hur man bör se på de eventuella kostnader som uppstår i och med att man ger upp möjligheten att bedriva en självständig penningpolitik. Det är väl känt att dessa kostnaders storlek beror på hur asymmetriska konjunkturcyklerna är. I vilken utsträckning regioner utsätts för asymmetriska störningar beror emellertid bland annat på hur integrerade de är via handel med övriga regioner i valutaunionen. Det kan förefalla självklart att ökad handel borde leda till mer symmetriska konjunkturcykler, men det finns en avvikande uppfattning enligt vilken sänkta handelskostnader medför att regioner blir mer specialiserade i produktionen och därmed ökar risken för asymmetriska chocker. De empiriska studier som gjorts på detta område tyder emellertid på att den förra uppfattningen är mer korrekt, vilket innebär att en stark ökning av handeln som en följd av inträdet i en valutaunion kan reducera de potentiella kostnaderna för förlusten av en nationell penningpolitik.

Kostnader för transaktioner i olika valutor

När en importör sluter ett avtal med ett utländskt företag kommer denna transaktion att involvera växling av en valuta till en annan. En svensk importör måste växla kronor för euro om det utländska företaget sätter sina priser i euro. Vanligtvis förflyter en viss tid mellan att avtalet sluts och att transaktionen genomförs. Eftersom den lönsamhetsbedömning som ligger till grund för transaktionen utgår ifrån den växelkurs som råder då avtalet sluts uppstår en viss risk i samband med att växelkursen kan ändras under den tid som förflyter tills transaktionen väl genomförs. Denna risk kan importören försäkra sig emot genom att handla valuta på en sk terminkontrakt, en marknad där transaktioner i valutor genomförs framåt i tiden till priser som bestäms i dag.

Att växla valutor är förknippat med vissa kostnader. Likaså är det förknippat med vissa kostnader att försäkra bort valutarisk genom att handla på terminsmarknader. Dessa kostnader uppfattas emellertid vanligtvis som relativt begränsade. Som procentuellt påslag på värdet av en viss transaktion handlar det om ganska små siffror. Uppskattningar av storleken på minskningen av transaktionskostnaderna vid ett genomförande av en europeisk monetär union har legat på under 1 procent av medlemsländernas BNP (t ex Mendizábal, 2002).

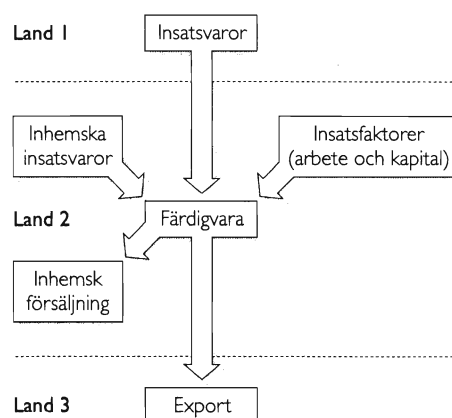
Om det är så att växlingskostnaderna är förhållandevis små skulle man kanske kunna dra slutsatsen att mängden transaktioner med omvärlden inte påverkas särskilt mycket av huruvida man delar samma valuta eller inte. Det finns vissa studier som pekar i den riktningen. De studier som undersökt huruvida variabiliteten i växelkurser har en negativ effekt på handelsvolymerna har t ex vanligtvis endast funnit små effekter (se Genbergs kapitel i denna bok). Samtidigt finns det dock en del som talar för att även mycket små växlingskostnader kan få betydande effekter på mängden handel med omvärlden.

Till att börja med kan man konstatera att medan de kostnader som förknippas med att handla med valutor kan förefalla små i förhållande till volymerna på transaktionerna för större företag så kan de vara nog så betydelsefulla för små företag som sluter avtal om mindre försäljningsvolym (se Braunerhjelm's kapitel i denna bok).

Det är också så att en slående förändring av den internationella handeln under senare tid är att små minskningar i handelskostnader har förknippats med mycket stora öknings av handelsvolymerna (Hummels, Ishii och Yi, 2001, Hummels, Rapaport och Yi, 1998). En trolig förklaring till detta fenomen är en starkt ökad betydelse av internationell specialisering på olika moment i produktionsprocessen, s k *vertikal specialisering* (Hummels m fl, 2001, Yi, 2001). Vertikal specialisering för med sig handel i komponenter och andra typer av insatsvaror. Det handlar då inte bara om att en färdigvara som produceras i ett land vanligtvis innehåller en del importerade komponenter, utan om att en färdigvara som säljs i ett land kan ha gett upphov till handel i insatsvaror i många led.

Vertikal specialisering innebär att en vara produceras i flera olika steg

och att minst två länder är involverade i denna produktionskedja. Minst ett av länderna måste använda importerade insatsvaror i sin del av produktionsprocessen och åtminstone en del av produktionen i detta land måste exporteras. Det finns således både en importsida och en exportsida av begreppet vertikal specialisering. I figuren nedan ges en schematisk bild av hur vertikal specialisering kan ske mellan tre länder. En färdigvara produceras i land 2. I produktionen används dels insatsfaktorer som arbete och kapital, dels insatsvaror som komponenter, råvaror, bearbetade material etc. En del av dessa insatsvaror produceras lokalt, medan vissa importeras från land 1. Den färdigvara som produceras säljs dels på den lokala marknaden i land 2, dels exporteras den till land 3.



Om kostnaderna för att bedriva handel mellan de tre länderna i figuren är relativt höga bryts handelslänkarna så att endast insatsvaror från lokala tillverkare efterfrågas samtidigt som färdigvaran endast bjuds ut till lokala konsumenter. En generell sänkning av handelskostnaderna leder till att det uppstår handel på både importsidan och exportsidan samtidigt. Det innebär att ökningen i den totala handelsvolymen kan bli stor även om den handel som uppstår i en enskild handelslänk är relativt begränsad. Betraktar vi enbart incitamenten för att exportera färdigvaran finner vi att kostnaderna för att erbjuda varan till konsumenter i land 3 minskar inte

bara på att kostnaderna för handel mellan land 2 och 3 har minskat, utan också på att produktionskostnaderna minskat som en följd av att handelskostnaderna mellan land 1 och 2 minskat. Incitamenten för handel i senare led i förädlingskedjan kan således bli mycket starka till följd av den ackumulerade effekten av minskade handelskostnader.

Hummels m fl (2001) dokumenterar sådan vertikal specialisering genom att undersöka andelen importerade insatsvaror i ett lands export. De visar att den genomsnittliga andelen importerade insatsvaror i exporten för 14 förhållandevis rika länder 1990 var 21 procent.¹ Detta kan jämföras med motsvarande siffra för 1970, vilken var 16,5 procent. Det handlar således om en ganska kraftig ökning av andelen importerade insatsvaror i exporten under en tjugoförårsperiod.

En studie av Yi (2001) visar att även mycket små transaktionskostnader för handel kan få stora effekter på handelsvolymerna i situationer med betydande vertikal specialisering. En sänkning av handelskostnaderna med 1 procent leder till en större procentuell sänkning av priserna på importerade insatsvaror och därmed av produktionskostnaderna i de olika leden inom en kedja av vertikal specialisering. Yi lyckas förklara mer än hälften av ökningen av USA:s handel sedan början av 1960-talet med utgångspunkt i att vertikal specialisering av produktionen förekommer.

Handel och välfärd

Spelar det någon roll för hur man ska värdera ett medlemskap i en valutaunion huruvida det leder till en ökning av handeln eller inte? Det finns många skäl till att tro att handel i sig är förknippat med avsevärda samhällsekonomiska vinster. Handel leder till internationell specialisering i produktionen och därmed till ett bättre utnyttjande av världens resurser. Dessutom medför handel att konsumenter erbjuds produkter som de annars inte skulle ha tillgång till och det kan förväntas öka konsumenternas välfärd. En ofta underskattad positiv effekt av ökad internationell handel, och kanske av den ökade globaliseringen i stort, är den ökade val-

frihet för konsumenterna som det bidrar till. Denna ökade valfrihet skapar möjligheter för konsumenterna att välja utländska produkter med mer tilltalande egenskaper än lokala varianter. Detta är bra för konsumenterna, men det skapar också en press på lokala företag att tillhandahålla produkter med hög kvalitet och att inte ta ut höga priser.

Ökad handel kan således förväntas vara bra för konkurrensen, något som diskuteras utförligt av Friberg och Ganslandt i deras kapitel i denna bok. Via handel skapas större marknader för företagens produkter. Större marknader möjliggör större försäljningsvolym, som i sin tur möjliggör ett bättre utnyttjande av stordriftsfördelar i produktionen. Stordriftsfördelar uppstår ofta genom att det finns betydande fasta kostnader förknippade med en verksamhet. Ett exempel på sådana fasta kostnader är investeringar i forskning och utveckling, vilka är förutsättningen för att nya produkter ska tas fram inom branscher som läkemedel och transportmedel. En expansion av marknadens storlek via handel kan således befrämja produktutvecklingen inom sådana branscher.

Det finns naturligtvis även potentiella kostnader förknippade med handel. För att varor ska kunna handlas mellan länder krävs att de transporteras från exportlandet till importlandet, och dessa transporter kräver resurser. I fallet med vertikal specialisering kan det framstå som om det genereras onödigt mycket transporter av insatsvaror genom att tillverkningen av dem förläggs i olika länder. Mot detta står dock den positiva effekten av att olika produktionsled förläggs där det finns bäst förutsättningar för att utföra dem, vilket ytterst leder till ett bättre resursutnyttjande än annars. Det finns dessutom inga skäl att tro att de transporter som genereras av internationell handel generellt sett är förknippade med större samhällsekonomiska kostnader än vad konsumenterna är beredda att betala.

De samhällsekonomiska vinster som uppstår av handel behöver dock inte fördelas jämnt mellan länder eller mellan grupper inom länder. Enligt teorin om utrikeshandel har små länder vanligtvis mer att vinna än stora och grupper som får sina inkomster från exportsektorn mer att vinna än grupper som får sina inkomster från sektorer som konkurrerar med import från utlandet.² Under senare tid har det debatterats mycket kring

frågan om globalisering har bidragit till en utarmning av relativt fattiga länder. Att försöka diskutera denna fråga här skulle leda alltför långt bort ifrån frågan om euron, men man kan i alla fall konstatera att det knappast finns något fog för en sådan uppfattning i den forskning som har bedrivits om internationell handel under de senaste decennierna.

En fördelningsaspekt som emellertid är relevant att diskutera i detta sammanhang är effekten av handel på lönerna. När ett land som Sverige, som har gott om kapital och högutbildad arbetskraft, handlar med länder som har ont om dessa resurser men i gengäld gott om lågutbildad arbetskraft förväntar man sig en tendens till specialisering där respektive land utnyttjar de resurser de har gott om i större utsträckning. I den processen minskar den relativa efterfrågan på lågutbildad arbetskraft i Sverige (och på kapital och högutbildad arbetskraft i det andra landet). Följden skulle bli minskade reallöner för lågutbildad arbetskraft och tendens till ökad arbetslöshet för dessa grupper.

Det är dock uppenbart att i det fall Sverige börjar handla mer med nuvarande EMU-länder så handlar det inte om ett handelsutbyte med länder med stora skillnader vad gäller tillgångar på kapital och olika typer av arbetskraft, utan det handlar om handelsutbyte med länder som är ganska lika Sverige. Undantaget är i dagsläget eventuellt länderna i södra Europa. Med en framtida utvidgning av EMU till att inkludera även länder i Central- och Östeuropa är det emellertid uppenbart att denna aspekt kan vara något att bekymra sig över.

Det finns en hel del studier som försökt uppskatta effekten av ökad handel på efterfrågan på lågutbildad arbetskraft i typiska höglöneländer (se t ex Berman, Bound och Griliches, 1994, Desjoqueres, Machin och van Reenen, 1999). Mycket få av dessa studier lyckas påvisa en betydande effekt. Det faktum att länder som Sverige har merparten av sitt handelsutbyte med andra höglöneländer snarare än med låglöneländer är också något som tyder på att den handel som skulle kunna medföra denna typ av fördelningseffekter helt enkel är för liten.

Det finns många som vill likställa samhällsekonomiska vinster av den typ som diskuteras här med ekonomisk tillväxt och som därför förväntar sig en positiv effekt av handel på ett lands tillväxt. Att studera sambandet

mellan handel och tillväxt är viktigt i sig, men för att göra rätt tolkning av resultaten bör man ha klart för sig att ett land kan ha hög tillväxt men samtidigt minska sin välfärd. Sovjetunionens period av mycket stora investeringar i tung industri med hög tillväxt som följd men med betydande välfärdskostnader för konsumenterna är ett illustrativt exempel. Det finns en hel rad empiriska studier av sambandet mellan handel och tillväxt. Många finner just ett positivt samband. Det har emellertid påpekats att resultaten från de flesta av dessa studier är mycket känsliga för alternativa specifikationer (Rodriguez och Rodrik, 2000). Huruvida detta förhållande ska tolkas som stöd för hypotesen att handel egentligen inte leder till ökad tillväxt eller som intäkt för uppfattningen att de empiriska metoder som nationalekonomer har till sitt förfogande inte är tillräckligt kraftfulla för att påvisa ett sådant samband får var och en göra sig sin egen uppfattning om. Båda uppfattningarna kan sägas vara företrädda inom gruppen av nationalekonomiska forskare (se Rodriguez och Rodrik, 2000, och Srinivasan och Bhagwati, 2001).

Det finns ett ytterligare skäl till att en ökning av handeln kan vara förknippad med samhällsekonomiska vinster just i samband med bildandet av en valutaunion. Storleken på de potentiella kostnader som uppstår genom att ett land förlorar möjligheten att använda en egen penningpolitik för att stabilisera ekonomin kan förväntas bero på i vilken utsträckning medlemsländerna drabbas av asymmetriska chocker (se John Hasslers kapitel i denna bok). Risken för att chocker ska bli asymmetriska beror bl a på i vilken utsträckning konjunktursvängningar sprids från ett land till ett annat. Ju mer integrerade medlemsländernas varu- och faktormarknader är, desto snabbare och mer omfattande kan denna spridning vara. Det skulle då innebära att om bildandet av en valutaunion leder till att medlemsländernas ekonomier blir mer integrerade blir de eventuella makroekonomiska kostnaderna för valutaunionen mindre (Frankel och Rose, 1998).

Handel och valutaunioner

Under senare år har det genomförts ett stort antal studier som direkt berör frågan om vilken effekt man kan förvänta sig på handelsvolymen av att länder går in i en valutaunion. Den mest uppmärksammande studien, och den som kan sägas ha startat hela denna litteratur, är en studie av den amerikanske ekonomen Andrew Rose (2000) (se även Genbergs kapitel i denna bok). Rose samlade ihop data för 186 länder, territorier och besittningar vid fem olika tidpunkter (1970, 1975, 1980, 1985 och 1990). Han utgick sedan ifrån en så kallad gravitationsekvation där handelsvolymen mellan två länder relateras till dels ländernas ekonomiska storlek (mätt som BNP), dels det geografiska avståndet mellan dem. Denna ansats är en väl etablerad metod för att studera internationell handel. Rose införde en variabel i analysen som visade huruvida länderna i ett länderpar hade gemensam valuta eller inte. För att kunna skilja mellan en effekt av att använda en och samma valuta ifrån en eventuell effekt av att knyta valutornas värde till varandra genom en fastkurspolitik införde han också en variabel som gav ett mått på graden av fluktuationer i valutakurserna. Resultatet från denna studie blev en statistiskt signifikant och mycket stor effekt på handeln av att använda samma valuta. Enligt skattningarna i Roses huvudspecifikation skulle en valutaunion medföra en ökning av handeln med 235 procent jämfört med om länderna inte ingick i valutaunionen. Detta kan jämföras med effekten av att helt eliminera valutakursfluktuationer, som av Rose uppskattades till en 13-procentig ökning av handeln. Baserat på dessa resultat skulle man alltså förvänta sig en mycket stark ökning av handeln som en konsekvens av medlemskap i en valutaunion och man skulle förvänta sig att denna ökning endast till en liten del berodde på att växelkursen blev helt fast mellan länderna.

Ett skäl till att Roses uppsats blivit så uppmärksam är den enormt stora ökningen av handeln av en valutaunion som hans resultat implicerar. Få tycks tro att effekten verkligen kan vara så stor. Det har också framförts en hel del kritik mot Roses studie på metodologiska grunder. Det bör dock påpekas att Rose klargör i uppsatsen att han själv uppfattar siffran 235 procent som alldeles för hög. Han är inte beredd att hävda att just detta är storleken på den förväntade effekten av att gå med i en valuta-

union. Vad han däremot är beredd att hävda är att hur han än vrider och vänder på data så kommer han fram till en effekt som är positiv och betydande.

En kritik som har framförts av Roses studie är att de observationer som han har på länder/territorier med samma valuta utgör ett mycket specifikt och icke-representativt urval. Det domineras av områden som är små och/eller fattiga. Merparten av de länder som ingår tillhör den franska CFA-francunionen och är således afrikanska länder med mycket låga percapitainkomster. Exempel på andra länder som ingår är karibiska öar som Antigua och Barbuda samt Dominica. Det är uppenbart att det kan vara svårt att översätta resultat som baseras på observationer av dessa länders handel till eventuella effekter för ett land som Sverige av att införa euron. Det faktum att vi skattar procentuella effekter baserat på erfarenheterna hos länder med mycket liten handel gör att vi skulle förvänta oss en överskattning av effekterna för länder med större handelsvolym. Dessutom är det en mycket liten andel av de länderpar som ingår i studien som använder samma valuta, mindre än 1 procent.

Ett i sammanhanget intressant bidrag är en uppsats av Torsten Persson (2001). En av Perssons invändningar mot Roses studie är att tillräcklig hänsyn inte tagits till att de länder som ingår i en valutaunion inte kan antas vara ett slumpmässigt urval av de länder som finns. De förhållanden som påverkar ländernas kostnader för att bedriva handel, och som därmed påverkar storleken på handeln, kan se olika ut för länder som är medlemmar i en valutaunion jämfört med länder som inte är det. När Persson använder samma data som Roses studie bygger på men använder en metod som tar hänsyn till detta problem finner han en mycket lägre effekt på handeln. Beroende på detaljerna i specifikationerna implicerar hans punktskattningar en ökning av handeln med mellan 13 och 66 procent. Skattningarna är emellertid inte statistiskt signifikanta och han kan därför inte på statistiska grunder förkasta hypotesen att effekten i själva verket är noll.

Annan kritik som framförts gentemot Roses studie är att hans empiriska analys inte grundas på någon väl-specifierad teori och att det kan finnas icke-observerade faktorer som både påverkar länders val när det

gäller att gå med i en valutaunion och deras handel på ett sätt som leder till att Roses skattningar är snedvridna. I viss mån har Rose själv försökt ta hänsyn till en del av denna kritik i ett par senare studier. I Rose och van Wijncoop (2001) använder han en empirisk specifikation som kan härledas direkt ur en väl-specificerad handelsteoretisk modell (en modell som hans medförfattare varit med om att utveckla). Fördelen med denna specifikation, förutom att den är mer övertygande för nationalekonomer som vanligtvis blir osäkra på tolkningen av empiriska resultat om det inte finns en väl-specificerad underliggande teoretisk modell, är att den medger en uppskattning av effekten på handeln av att just EMU-länderna bildar en valutaunion. Enligt studien är den uppskattade effekten en ökning på ungefär 60 procent. Ett skäl till att denna ökning är betydligt mindre än den som uppskattades för valutaunioner i allmänhet i Roses ursprungliga studie är att Rose och van Wijncoop tar hänsyn till hur integrerade länderna är i utgångsläget (se Genbergs kapitel för en mer utförlig förklaring).

I Glick och Rose (2002) tar författarna i viss mån hänsyn till kritiken om att det kan finnas icke-observerade faktorer som snedvrider resultaten. De använder ett dataset som går tillbaka till 1948, vilket innebär att det inkluderar observationer på länder som går in i och träder ut ur en valutaunion. Detta möjliggör en uppskattning av effekten på handeln för de länder som träder in i/ut ur en valutaunion i stället för en uppskattning av hur mycket mer länder som tillhör samma valutaunion handlar jämfört med länder som inte tillhör samma valutaunion. Enligt resultaten från denna studie ökar handeln av ett inträde (minskar av ett utträde) med ungefär 90 procent. Enligt de skattningar som Rose själv har presenterat i senare studier är således effekten på handeln väsentligt lägre än den trefaldiga ökning han presenterade i sin ursprungliga studie, men den är fortfarande anmärkningsvärt stor.

En studie som försöker komma ifrån problemet med att de flesta observationer av länderpar som ingår i samma valutaunion i ett tvärsnitt av länder är fattiga och små länder är en studie av Thom och Walsh (2002). Thom och Walsh studerar handeln mellan Irland och Storbritannien, vilka ingick i en valutaunion fram till 1979. De använder alltså

information om hur handeln mellan Irland och Storbritannien har utvecklats över tiden för att besvara frågan om hur handeln påverkats av ett utträde ur en valutaunion. De finner ingen signifikant effekt av upplösningen av valutaunionen och drar därmed slutsatsen att effekten i just detta fall var obefintlig. Huruvida resultaten ifrån denna fallstudie kan generaliseras kan naturligtvis ifrågasättas. Glick och Rose (2002) hävdar att deras analys kan ses som just en analys av frågan huruvida Thoms och Walshs resultat kan generaliseras till andra länder. Som framgår av det som tidigare nämnts är deras svar nekande.

En annan studie som baseras på data som inkluderar stora och rika länder som ingår i valutaunioner är López-Córdova och Meissner (2002). López-Córdova och Meissner använder information för perioden 1870–1910, dvs den period som guldmyntfoten var den dominerande monetära regimen. Detta var också en period med stark globalisering såtillvida att varor, kapital och arbetskraft rörde sig relativt fritt över nationsgränserna (se t ex Bordo, Eichengreen och Irwin, 2000a, 2000b). Enligt deras skattningar hade länder som tillhörde samma valutaunion ungefär dubbelt så hög handel med varandra jämfört med länder utanför valutaunionen. Deras resultat är alltså i stort sett konsistenta med dem som Rose presenterat för senare tidsperioder.

Det kan tyckas förvånande att studier som baseras på data från långt tillbaka i tiden genererar resultat av samma storleksordning som studier som baseras på data för de senaste decennierna. Det som tidigare sagts om den ökade betydelsen av vertikal specialisering under senare tid och den därmed ökade utväxlingen av sänkta handelskostnader på handelsvolymerna skulle få oss att tro att stora effekter på handeln är ett mer sentida fenomen. Å andra sidan skulle man förvänta sig att betydelsen av minskade valutakursfluktuationer som en följd av bildandet av en valutaunion var större i slutet av 1800-talet och början av 1900-talet. De finansiella marknaderna var då betydligt mindre välutvecklade och möjligheterna att försäkra sig mot valutarisker var rimligtvis mindre än vad de är i dag. Det kan dock noteras att López-Córdova och Meissner finner att valutakursvolatilitet faktiskt har en liten men statistiskt signifikant *positiv* effekt på handeln. Det är svårt att finna en intuitiv förklaring till detta resultat, och

författarna lägger ner en hel del möda på att leda i bevis att det inte är helt robust.

En möjlig invändning mot resultaten från dessa studier som är värd att ta upp är att en ökning av handeln mellan länder i samma valutaunion skulle kunna ske på bekostnad av minskad handel med andra länder, dvs länder som står utanför valutaunionen. Med den terminologi som används inom tullunionsteori skulle den *handelsalstrande* effekten av en valutaunion delvis kunna motverkas av en *handelsomfördelande* effekt. Handelsomfördelning sker när borttagande av handelshinder mellan två länder leder till att länderna börjar importera sådana varor ifrån varandra som de tidigare importerade ifrån ett tredje land.³ Rose (2000) försöker ta hänsyn till möjligheten till handelsomfördelning genom att uppskatta effekten på handeln mellan ett land som ingår i en valutaunion och ett land som står utanför. Hans skattning tyder på en positiv snarare än negativ effekt på handeln med tredje land, vilket leder till att han drar slutsatsen att hans resultat inte orsakas av betydande handelsomfördelning.

Sedan Roses ursprungliga studie har ett stort antal studier av effekten av en gemensam valuta på handeln genomförts. Antalet studier är nu så pass stort att Rose nyligen har genomfört en s k meta-analys, dvs en statistisk analys av alla de skattningar av effekterna av en valutaunion på handeln som presenterats i olika studier (Rose, 2002a, 2002b). Att genomföra en sådan meta-analys är ett sätt att sammanfatta resultaten från en omfattande empirisk litteratur. Rose finner att han kan förkasta hypotesen att medlemskap i en valutaunion inte skulle ha några effekter på handeln när han analyserar skattningarna ifrån alla studier. Den skattade effekt som följer av meta-analysen, och som kan betraktas som ett slags sammanfattande mått baserat på hela litteraturen, implicerar ungefär en fördubbling av handeln som en konsekvens av medlemskap i en valutaunion.

En fråga som är naturlig att ställa när det gäller bedömningen av huruvida Sverige bör införa euron eller inte är om det finns några studier av effekter på Sveriges handel av att Sverige varit medlem i en valutaunion. En studie av Flandreau och Maurel (2001) som bygger på data från 1800-talet skattar effekten på handeln av den skandinaviska valutaunionen som

var i kraft mellan 1873 och 1931. Resultaten från denna studie implicerar att den skandinaviska valutaunionen medförde en fördubbling av handeln mellan de skandinaviska länderna.

Det kan också nämnas av Andrew Rose för ett par år sedan fick i uppdrag av Svenskt Näringsliv att uppskatta effekterna av ett införande av euron i Sverige (Rose, 2001). I den rapport som han lämnade till Svenskt Näringsliv drar han slutsatsen att svensk handel troligtvis skulle öka med mer än 50 procent.

Nu när den europeiska monetära unionen är på plats kan det tyckas konstigt att fokusera så mycket på studier som använder information om tidigare valutaunioner för att förutsäga effekten av euron. Varför inte helt enkelt se efter om handeln verkligen har ökat mellan EMU-länderna efter det att unionen bildades? Ett skäl till denna fokus på studier av perioden före bildandet av EMU är att det har gått så pass kort tid sedan EMU bildades att det är svårt att genomföra några meningsfulla statistiska analyser. Vissa försök har emellertid gjorts under den allra senaste tiden. Micco, Stein och Ordoñez (2002) använder data för de industrialiserade länderna som täcker perioden 1980–2001. De finner att handeln ökade med mellan 12 och 19 procent för de länder som gick med i EMU 1999. Denna effekt är uppenbarligen mycket lägre än den som presenterats i de studier som Rose varit involverad i, men den är samtidigt statistiskt signifikant och uppenbarligen mer än försumbar. Det är dessutom den effekt som författarna hittar för tidsperioden 1999–2001, en period under vilken euron som valutaslag inte cirkulerades.

En annan studie som använder information från samma tidsperiod är Bun och Klaassen (2002). Deras datamaterial inkluderar data för EU-länderna samt Canada, Japan och USA 1965–2001. Bun och Klassen tar hänsyn till att det kan finnas trögheter i handelsmönstren så att den bilaterala handeln under ett år är starkt korrelerat med den bilaterala handeln under föregående år.⁴ Denna specifikation möjliggör en uppdelning av de skattade effekterna på kortsiktiga och långsiktiga effekter. Enligt resultaten från deras studie medförde bildandet av EMU en ökning av handeln mellan medlemsländer med ca 4 procent under det första året och med ca 10 procent under hela perioden 1999–2001. Den senare siffran kan jäm-

föras med resultaten i studien av Micco m fl (2002), som är i samma storleksordning. De uppskattar den totala långsiktiga effekten av ett euroinförande till en 40-procentig ökning av handeln. Hälften av denna effekt förväntas uppnås fram till 2006, vilken implicerar en förhållandevis snabb ökning av handeln.

Resultaten från de studier som har genomförts på information från perioden efter att EMU bildades ger således visst stöd för de resultat som presenterats av Glick och Rose (2002) och Rose (2002) såtillvida att de finner att handeln mellan euroländerna ökat som en konsekvens av valutaunionen. Storleken på effekten tycks dock vara avsevärt mindre än den som återfinns i Roses studier.

Valutaunioner, handel och välfärd

Efter en genomgång av de studier som gjorts av effekten av valutaunioner på handeln är det rimligt att fråga sig vad man egentligen ska dra för slutsats när de olika studierna använder så olika specifikationer, metoder och dataset. I och med att olika forskare kommer fram till olika resultat finns det stort utrymme för att välja att tro på de resultat som är förenliga med ens egen förutfattade uppfattning. De som tror att införandet av euron kommer ha en stor betydelse för omfattningen av svensk handel kan peka på resultaten i Roses studier, vilken som helst av dem. De som å andra sidan inte tror att det kommer att få någon betydande effekt på svensk handel kan peka på att den skattade effekten i studier som Persson (2001) och Thom och Walsh (2002) statistiskt sett inte är skild från noll. Enligt min uppfattning utgör det faktum att i princip alla studier på området skattar en positiv och förhållandevis stor effekt ett tungt vägande skäl till att tro att införandet av euron skulle medföra en ökning av svensk handel med övriga euroländer. Det är emellertid svårt att tro att ökningen skulle bli i storleksordningen 100 procent för ett land som Sverige, utan det verkar rimligare att tro att ökningen blir väsentligt lägre.

Ytterst så är vi emellertid mest intresserade av att få en uppskattning av effekterna av att gå med i valutaunion på välfärden. Finns det något sätt

som vi kan få ett kvantitativt mått på hur stor effekten via en handelsökning är på välfärden? Ett försök görs av Frankel och Rose (2002) som för in de skattade effekterna av en valutaunion på handeln i en analys av effekterna av handels omfattning på ett lands per-capitainkomst. De finner att en enprocentig ökning av handeln leder till en ökning av per-capitainkomsten med en tredjedels procent över en tjugofemårsperiod. En fördubbling av handeln till följd av medlemskap i en valutaunion skulle således innebära en 30-procentig ökning av per-capitainkomsten efter 20 år.

Upplägget i studien av Rose och van Wijncoop (2002), där skattningarna baseras på en väl-specifierad teoretisk modell, möjliggör också att effekten på handel direkt omsätts till en effekt på landets välfärd. Effekten på välfärden uppskattas i denna studie till en ökning på 11 procent. Det ska dock sägas att en svaghet med denna analys är att resultaten är känsliga för antaganden som görs om storleken på vissa kritiska parametrar, så detta resultat ska troligtvis tas med en nypa salt.

Valutaunioner, handel och konjunkturspridning

Avslutningsvis ska frågan om huruvida en ökad handel till följd av en valutaunion leder till en högre grad av synkronisering när det gäller medlemsländernas konjunkturcykler behandlas kortfattat. Det finns en del stöd för hypotesen att ökad integration mellan länder leder till mer synkroniserade konjunkturcykler, såväl teoretiskt som empiriskt (se t ex Frankel och Rose, 1998, Gruben, Koo och Millis, 2002). Ju mer integrerade länderna är desto snabbare spillover en produktivitetsschock över på andra länder genom att det påverkar exportutbud och importefterfrågan. I den mån mer integrerade länder också blir alltmer lika i termer av deras produktionsstruktur kan man också förvänta sig att de i allt större grad drabbas av samma typer av chocker.

Emot dessa faktorer står dock det faktum att en förväntad effekt av ökad handel mellan länder är en ökad specialisering i produktionen. Som påpekas i John Hasslers kapitel kan ökad specialisering leda till ökade olikheter i industristrukturen och därmed till en ökad risk för asymmetri.

riska chocker. Detta är fallet när specialiseringen sker mellan branscher så att olika länder specialiserar sig på att producera i olika branscher. En stor del av den specialisering som skett inom ramen för den europeiska integrationen tycks emellertid ha skett *inom* snarare än mellan branscher. Det kan finnas två skäl till detta. Dels utgör samtidig import och export av differentierade färdigvaror ett betydande inslag i handeln mellan EU-länderna (ett exempel är handeln i bilar). Dels innebär en vertikal specialisering av det slag som diskuterats tidigare att det uppstår handel i komponenter och insatsvaror inom branscher. Båda dessa källor till handel inom snarare än mellan branscher kan ha bidragit till att EU-ländernas industristruktur inte förändrats i olika riktningar och att de chocker som länderna drabbats av blivit mer symmetriska under de senaste decennierna.

När vi tar hänsyn till att den fördjupning av den europeiska integrationen som skett under den allra senare tiden medfört en högre grad av integration av faktormarknaderna finns det dock en del som talar för att fortsatt integration av varumarknaderna kan få större effekter på specialiseringsmönstret. Det finns åtminstone i den teoretiska litteraturen en del som tyder på att sänkningar av handelskostnaderna mellan länder med hög faktormobilitet kan leda till en stark koncentration av industrier i vissa regioner (se t ex Krugman, 1991, Fujita, Krugman och Venables, 1999).

Det finns för närvarande mycket få empiriska studier av industrilokalisering i Europa. En intressant studie är Midelfart-Knarvik, Overman, Redding och Venables (2002), som undersöker hur specialiserade de europeiska länderna är och hur geografiskt koncentrerade olika branscher inom tillverkningsindustrin är i Europa. De finner att graden av specialisering och koncentration är lägre inom EU än i USA, som ju utgör ett område som har både gemensam valuta och en hög grad av arbetskraftsmobilitet. Utvecklingen i USA går dock mot minskad specialisering och koncentration. När det gäller EU-länderna finner författarna att de blev alltmer lika från början av 1970-talet till början av 1980-talet, men att de sedan dess blivit alltmer olika. Det ska dock sägas att den förändring de hittar för EU är mycket liten.

Den slutsats som kan dras utifrån detta är att det knappast är motive-

rat att förvänta sig annat än små effekter på industristrukturen av ökad handel mellan euroländerna. Det är därför troligt att de effekter som har att göra med att produktivitetsschocker spillover via handel kommer att dominera effekten på konjunkturcyklerna så att de blir mer synkroniserade.

Avslutande kommentar

Detta kapitel har tillhandahållit en bred genomgång av den nationalekonomiska litteratur som behandlar effekten av en valutaunion på ett lands handelsvolym. Utifrån de studier som har genomförts kan man, enligt min bedömning, förvänta sig att ett svenskt införande av euron skulle leda till en betydande ökning av svensk handel. Det är inte rimligt att tro att denna ökning skulle hamna i storleksordningen ett par hundra procent, som en del studier implicerar, men det kan sannolikt handla om en ökning om flera tiotals procent. Denna slutsats kan tyckas förvånande mot bakgrund av att Sverige redan har en mycket omfattande handel i förhållande till ekonomins storlek. Enligt min mening finns det emellertid fortfarande stort utrymme för ökad vertikal specialisering i produktionen där olika led förläggs till olika länder.

En ökning av handeln skulle vara bra för Sverige eftersom handel medför ett bättre utnyttjande av våra begränsade resurser, skapar ökad valfrihet för konsumenterna och ökar deras köpkraft när företagens priser pressas på av ökad konkurrens. Ökad handel kan också vara bra för att det leder till en ökad synkronisering av konjunkturcyklerna och därmed minskad risk för att landet ska drabbas av asymmetriska chocker. Sammantaget innebär alltså en ökning av handeln en potentiellt sett stor vinst av införandet av euron. Denna vinst ska ställas mot eventuella makroekonomiska kostnader för förlusten av en nationell penningpolitik för att avgöra huruvida införandet av euron är samhällsekonomiskt motiverat eller inte. Som framgår av John Hasslers diskussion om hur synkroniserad den svenska konjunkturcykeln är med konjunkturcyklerna i euroländerna kan kostnaderna för förlusten av en nationell valuta vara ganska små. I ljuset av detta framstår de potentiella vinsterna av ökad handel som

direkt avgörande för bedömningen av de samhällsekonomiska konsekvenserna av att införa euron i Sverige.

Noter

- ¹ Studien baseras på sk input-output-tabeller för tio OECD-länder samt Irland, Korea, Taiwan och Mexico.
- ² Enligt standardteorin för internationell handel, den sk Heckscher-Ohlin-teorin, är det t o m så att ersättningen till insatsfaktorer som används intensivt i den importkonkurrerande sektorn minskar av handel.
- ³ För att detta ska ske måste priset på varan när den importeras ifrån ett land inom tullunionen vara lägre än priset på varan plus tullen när den importeras från det tredje landet.
- ⁴ Ett skäl till detta kan vara att det krävs upprättandet av distributionsnät och riktad marknadsföring för att kunna exportera till ett land och när väl dessa investeringar gjorts är sannolikheten stor att exporten fortsätter.

Referenser

- Berman, E., J. Bound och Z. Griliches (1994), "Changes in the Demand for Skilled Labor within US Manufacturing: Evidence from the Annual Survey of Manufacturers", *Quarterly Journal of Economics* 109, 367–397.
- Bordo, M., B. Eichengreen och D. Irwin (2000a), "Is Globalization Today Really Different to Globalization a Hundred Years Ago? Part I: Commercial Integration", *Wirtschaftspolitische Blätter*, 47: 3–12.
- Bordo, M., B. Eichengreen och D. Irwin (2000b), "Is Globalization Today Really Different to Globalization a Hundred Years Ago? Part II: Financial Integration", *Wirtschaftspolitische Blätter*, 47: 121–129.
- Bun, M. J. G. och F. J. G. M. Klaassen (2002), "Has the Euro Increased Trade?", stencil, University of Amsterdam.
- Desjonqueres, T., S. Machin, och J. van Reenan (1999), "Another Nail in the Coffin? Or Can the Trade Based Explanation of Changing Skill Structures be Resurrected?", *Scandinavian Journal of Economics* 101, 533–554.
- Glick, R. och A. Rose (2002), "Does a Currency Union Affect Trade? The Time-series Evidence", *European Economic Review*, 46, 1125–1151.
- Gruben, W. C., J. Koo och E. Millis (2002), "How Much Does International Trade Affect Business Cycle Synchronization", Working Paper nr 0203, Federal Reserve Bank of Dallas.
- Flandreau, M. och M. Maurel (2001), "Monetary Union, Trade Integration and Busi-

- ness Fluctuations in 19th Century Europe: Just Do It”, Working Paper nr 3087, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London.
- Frankel, J. och A. Rose (1998), ”The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criterion”, *Economic Journal* 108, 1009–1025.
- Frankel, J. och A. Rose (2002), ”An Estimate of the Effect of Currency Unions on Trade and Growth”, *Quarterly Journal of Economics* 117, 437–466.
- Fujita, M., P. R. Krugman och A. J. Venables (1999), *The Spatial Economy: Cities, Regions and International Trade*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Hummels, D., J. Ishii, K.-M. Yi (2001), ”The Nature and Growth of Vertical Specialization in World Trade”, *Journal of International Economics* 54, 75–96.
- Krugman, P. R. (1991), *Geography and Trade*, Cambridge, MA: MIT Press.
- López-Córdova, E. och C. M. Meissner (2002), ”Exchange-Rate Regimes and International Trade: Evidence from the Classical Gold Standard Era”, under publicering i *American Economic Review*.
- Mendizábal, H. R. (2002), ”Monetary Union and the Transaction Cost Savings of a Single Currency”, *Review of International Economics*, 10, 263–278.
- Micco, A., E. Stein och G. Ordoñez (2002). ”The Current Union Effect on Trade: Early Evidence from the European Union”, stencil, Research Department, Inter-American Development Bank, Washington.
- Midelfart Knarvik, K. H., H. G. Overman, S. Redding och A. J. Venables (2002), ”The Location of European Industry”, under publicering i *European Economy*.
- Persson, T. (2001), ”Currency Unions and Trade: How Large is the Treatment Effect?”, *Economic Policy*, 16: 433–462.
- Rodriguez, F. och D. Rodrik (2000), ”Trade Policy and Economic Growth: A Sceptic’s Guide to the Cross-National Evidence”, i B. Bernanke och K. S. Rogoff (red.), *Macroeconomics Annual 2000*, MIT Press for NBER, Cambridge, MA.
- Rose, A. K. (2000), ”One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade”, *Economic Policy* 15, 7–46.
- Rose, A. K. (2001), *EMU and Swedish Trade*, Stockholm: Svensk Näringsliv.
- Rose, A. K. (2002a), ”The Effect of Common Currencies on International Trade: A Meta-Analysis”, stencil, Haas School of Business, University of California (se <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/>).
- Rose, A. K. (2002b), ”The Effect of Common Currencies on International Trade: Where do we Stand?” stencil, Haas School of Business, University of California (se <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/>).
- Srinivasan, T. N. och J. Bhagwati (2001), ”Outward-Oriented and Development: Are the Revisionists Right?”, i Deepak Lal och Richard Shape (red.), *Trade, Development and Political Economy: Essays in Honour of Anne Kruger*, London: Palgrave.
- Yi, K.-M. (2001), ”Can Vertical Specialization Explain the Growth of World Trade?”, under publicering i *Journal of Political Economy*.

Leder euron till lägre priser?

Richard Friberg och Mattias Ganslandt

Inledning och huvudslutsatser

Det klassiska argumentet för att två områden ska ha samma valuta är att handel mellan dem underlättas. En nära besläktad tanke är att en monetär union leder till marknadsintegration. Om så är fallet leder medlemskap i valutaunionen EMU till att Sverige blir del av en stor europeisk marknad snarare än att vara en egen nationell marknad.

En direkt följd av denna marknadsintegration är att hårdare konkurrens och effektivare produktion resulterar i lägre priser för konsumenterna och ett effektivare användande av resurser. Dessutom är det intressant att notera att Sverige är ett högprisland i EU, så även om euron inte bidrar till att stärka konkurrensen i Europa skulle en svensk anpassning till EU-snittet ge svenska konsumenter mer köpkraft. För ett litet land med jämförelsevis höga priser är därför marknadsintegrationseffekten ett potentiellt kraftfullt argument för ett deltagande i den gemensamma valutaunionen.

I denna uppsats kommer vi att först gå igenom var EU:s marknadsintegrationsprocess står i dag och konstatera att mycket återstår. Efter detta analyserar vi de olika mekanismer genom vilket ett svenskt deltagande i valutaunionen kan leda till att den svenska marknaden blir en del av en gemensam europeisk marknad. Anhängare av euron lyfter ofta fram ökad transparens som en viktig marknadsintegrerande mekanism. Priser blir lättare att jämföra då de uttrycks i samma valuta och detta leder till marknadsintegration. Skeptiker å andra sidan frågar sig om det verkligen är så svårt att multiplicera ett utländskt pris med en växelkurs att detta i sig kan

spela någon avgörande roll. Vår tro är att den marknadsintegrerande effekten av euron är mycket betydande på lång sikt. De mekanismer vi lyfter fram är främst tre: att uppenbara prisskillnader minimeras av företagen i Europa eftersom de vill undvika att störa sina kundrelationer, att parallellimport underlättas och, slutligen, ”endogen integrering” genom att många av incitamenten för företagen att betrakta euroländerna som separata marknader försvinner när växelkursfluktuationerna mellan länderna upphör.

Segmenterade marknader i dag

Trots att det har gått drygt tio år sedan EU:s inre marknad formellt trädde i kraft den 1 januari 1993 och snart ett decennium sedan Sverige blev medlem i EU den 1 januari 1995 lider konkurrensen i Europa av många brister på grund av marknadssegmentering och etableringshinder. I jämförelse med exempelvis USA framstår EU:s medlemsstater fortfarande som femton separata, segmenterade och i många avseenden statiska ekonomier.

För det första är prisspridningen i EU påtagligt högre än i USA, vilket i sig är en indikation på att de europeiska marknaderna är segmenterade.¹ Om vi exempelvis studerar varumärkesskyddade produkter som är fysiskt identiska och producerade av samma tillverkare i både USA och EU och som dessutom kan handlas mellan olika länder så kan vi konstatera att detaljhandelspriserna har minst spridning inom de nationella marknaderna i EU. Prisspridningen är något större i USA, förmodligen till stor del på grund av landets storlek.² Samtidigt är prisspridningen påtagligt större mellan de nationella marknaderna i EU. Tabell 1 visar exempelvis att prisspridningen inom Sverige år 2001 för ett urval av 133 varumärkesprodukter var 10–30 procent. Motsvarande prisspridning var i stort sett 30–40 procent för USA medan prisspridningen *mellan* EU-länderna Sverige, Tyskland, Frankrike och Storbritannien var cirka 50–60 procent.³ Dessa data visar således att de nationella marknaderna i EU är tämligen integrerade samtidigt som den

europiska marknaden är relativt segmenterad, åtminstone för konsumentprodukter.

Tabell 1. Prisspridning för varumärkesprodukter, 2001.

Kategori	Sverige	Fyra EU-länder	USA
Hemelektronik, foto, TV	30,3 %	56,1 %	32,3 %
Kläder och skor	12,8 %	38,0 %	37,9 %
Kök och vitvaror	24,2 %	57,6 %	32,0 %
Kosmetika och parfym	12,3 %	48,0 %	31,3 %
Leksaker och dataspel	21,6 %	50,2 %	38,0 %
Musik och film	26,4 %	66,3 %	58,1 %
Sport och fritid	16,9 %	53,3 %	34,8 %

Not: De fyra EU-länderna som inkluderas är Sverige, Frankrike, Tyskland och Storbritannien.

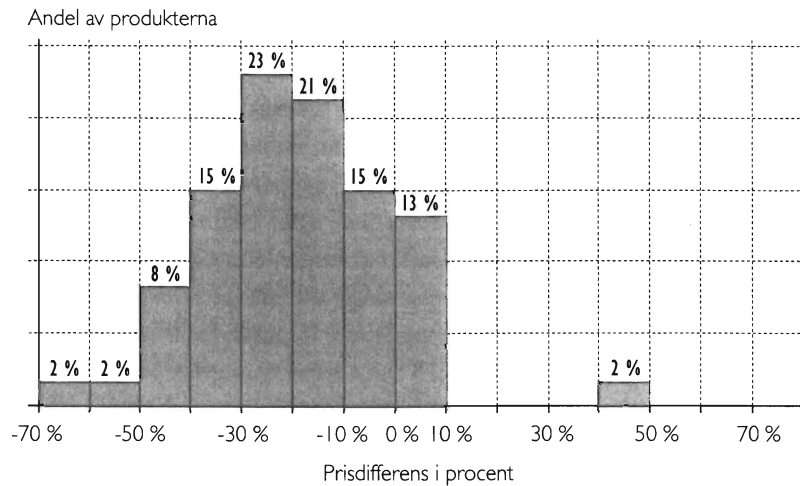
Källa: Ganslandt och Nyberg (2002), *Konkurrens på nya villkor*, SNS Förlag, Stockholm.

En annan indikation på att EU består av ett antal segmenterade nationella marknader är att en rad empiriska studier visar att nationella gränser spelar en mycket stor roll för prisskillnader mellan städer som ligger i olika länder. I en studie av priser i elva EU-länder visar Charles Engel och John Rogers (2000) att en betydande del av prisskillnaderna mellan städer i olika EU-länder kan förklaras av att växelkurserna fluktuerar mycket medan konsumentpriserna är relativt stabila i lokal valuta.⁴ Enligt denna studie varierar priserna mellan städer som ligger i olika EU-länder på grund av en kombination av verkliga handelsbarriärer (skillnader i standards m m) och av trögrörliga konsumentpriser i kombination med volatila valutakurser. Den senare effekten är enligt deras studie kvantitativt viktigast.

Detta resultat stämmer väl med en tidigare banbrytande studie från 1996 där Engel och Rogers finner att prisskillnader mellan nordamerikanska städer kan förklaras bland annat av det geografiska avståndet mellan de aktuella städerna. Men om städerna ligger på olika sidor om gränsen mellan USA och Kanada så påverkar själva gränsen prisvariationen lika mycket som ett avstånd på 2 500 US miles (cirka 400 mil) inom USA:s eller Kanadas gränser. Gränseffekten är alltså betydande.

En omfattande empirisk litteratur har också visat att producenter och varumärkesinnehavare endast i begränsad omfattning anpassar konsumentpriserna i lokal valuta när växelkurserna fluktuerar. Överföringen av växelkursfluktuationer till konsumenterna är endast partiell och i många fall obefintlig. Robert Feenstra och Jon Kendall (1997) visar exempelvis att en stor del av den internationella variationen i konsumentpriser som kan observeras även för identiska konsumentprodukter beror på att lokala priser endast i liten omfattning justeras efter växelkursförändringar.⁵ De flesta producenter beaktar i stället den lokala köpkraften och prissätter optimalt i lokal valuta (s k pricing-to-market).

Nu beror prisskillnader mellan EU-länderna inte enbart på växelkursvariation utan också på en rad andra faktorer (såsom skillnader i tekniska regleringar, preferenser och regleringar). Ofta samverkar dessa faktorer dock med växelkursvariationen på ett sätt som skapar betydande segmentering i Europa. Exempelvis har nationella prisregleringar på läkemedelsområdet i kombination med växelkursvariation skapat omfattande prisskillnader mellan de flesta av EU:s medlemsländer även för identiska läkemedel. Figur 1 illustrerar exempelvis prisskillnaderna mellan Sverige och Spanien år 1998 för ett stort antal receptbelagda läkemedel.⁶ Drygt 85 procent av alla läkemedel är billigare i Spanien än i Sverige och cirka hälften av alla läkemedel är mer än 20 procent billigare. Värt att notera är att växelkursfluktuationer medfört att det både finns produkter som är billigare och dyrare i Spanien jämfört med Sverige.

Figur 1. Prisdifferens mellan Spanien och Sverige för läkemedel, 1998.

Även tekniska regleringar bidrar i kombination med växelkursvariationen till att Europas konsumentpriser varierar mycket från det ena landet till det andra. Exempelvis visar Frank Verboven och Pinelope Goldberg i en studie av den europeiska bilmarknaden att en gemensam valuta eliminerar en betydande del av de prisvariationer som under 1980- och 1990-talet har observerats mellan olika EU-länder för jämförbara personbilar⁷. Samtidigt har en fullständig integration hindrats av det hittillsvarande regelverket med en lång rad kvarvarande skillnader i teknisk standard, exklusivitetsavtal med återförsäljare samt lokala verkstads- och serviceorganisationer m m. Även andra studier finner att vertikal integration av distributionskedjan tycks spela en stor roll för graden av segmentering i Europa.⁸

En sista grupp av empiriska belägg för att EU består av ett antal nationella marknader snarare än en integrerad gemensam marknad kommer från EU:s egen praxis inom konkurrensrätten, i första hand praxis från fusionskontrollen men även vid tillämpningen av artikel 81 och 82 i Romfördraget.⁹ Kommissionen har själv konstaterat att Merger Task Force (MTF) i sin prövning av fusioner och förvärv lika ofta finner att

konkurrensen sker på nationell nivå som att man finner att den sker på europeisk nivå. I de 371 fusionsärenden i vilka kommissionen tog ställning till den geografiska marknadens avgränsning under perioden 1996–2000 så kom man fram till att i 49,5 procent av fallen var marknaden nationell eller lokal.¹⁰ I resterande 50,5 procent av fallen var marknaden vidare än nationell, oftast europeisk eller global. Ett likartat mönster framträder för fusioner mellan nordiska företag där kommissionen fann att den geografiska marknaden var nationell i 24 av sammanlagt 54 fall.¹¹

Mer allmänt kan man konstatera att kommissionen ofta har ansett att konkurrensen i detaljhandeln huvudsakligen är ett lokalt eller nationellt fenomen. Något som formulerats explicit av Kommissionär Mario Monti i ett tal 2001:

Let me point out, in relation to this issue, that retail markets tend to be normally of a local or, at maximum, of a national nature. This is the case for retail banking, but also for the retail of consumer products in general.¹²

Ett antal indikatorer tyder alltså på att det finns möjlighet att väsentligt förbättra förutsättningarna för konkurrens och marknadsintegration i Europa. Man kan därför fråga sig vilken effekt euron får på marknadsintegrationen i Europa. Kan euron bidra till att skapa en gemensam marknad med effektiv konkurrens på europeisk nivå i stället för dagens konkurrens på nationella och lokala marknader?

På vilket sätt bidrar en gemensam valuta till marknadsintegration?

Att en gemensam valuta medverkar till marknadsintegration är en spridd uppfattning bland diverse beslutsfattare, skribenter och företag. Ett viktigt motiv för införandet av den ekonomiska och monetära unionen (EMU) har just varit att den antas bidra till att integrera de europeiska marknaderna för varor och tjänster. I ”One Market, One Money” konstaterar exempelvis kommissionen att:

Without a completely transparent and sure rule of the law of one price for tradable goods and services, which only a common currency can provide, the single market can not be expected to yield its full benefits – static and dynamic.

Den mekanism som man ofta pekar på i detta sammanhang är att prisjämförelser underlättas då priser uttrycks i samma valuta. Det är lättare för en holländare att jämföra priset på en vara i Nederländerna uttryckt i euro med priset på motsvarande vara i Tyskland då detta också uttrycks i euro än att jämföra priser på den tiden de var satta i gulden och D-mark. Denna större enkelhet att jämföra priser gör arbitrage lättare. Således kommer fler konsumenter att köpa där det är billigt och därmed sätta en press neråt på priserna i länder där samma vara har ett högre pris.

Prisjämförelser och arbitrage

Många ekonomer ställer sig frågande till om mekanismen ovan verkligen kan vara viktig för graden av marknadsintegration. Att köpa en vara eller tjänst utomlands är ofta förknippat med betydande kostnader för framförallt transport samt i viss mån kostnader för att *de facto* ta reda på vad varan kostar i ett annat land och vilka försäljningsvillkoren är. Detta gör att arbitrage av enskilda konsumenter blir relevant som prispressare först på varor som är riktigt dyra.

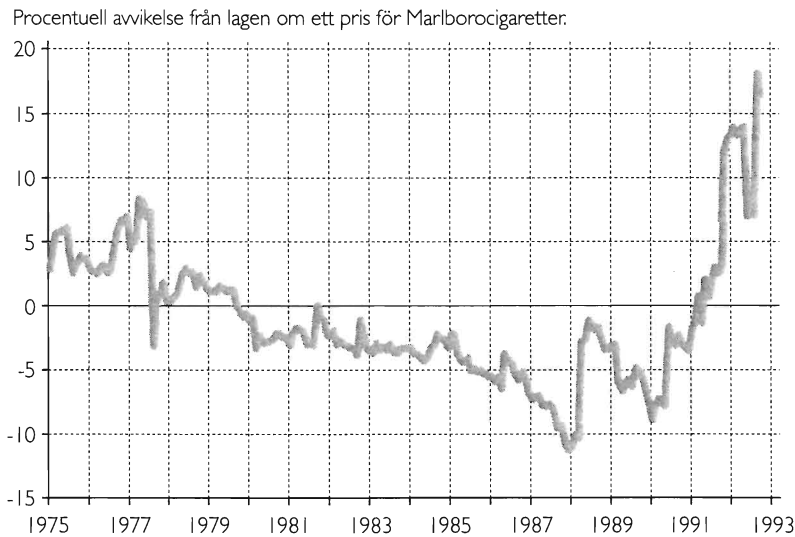
Det blir därigenom svårt att tänka sig att just svårigheter att multiplicera är av betydelse för de prisskillnader som vi trots allt observerar i Europa; allt som kunden behöver när man väl vet priset i utlandet är att multiplicera med den aktuella växelkursen för att räkna ut vad varan skulle kosta om man betalar i den egna valutan. Säg att en begagnad Audi A6 i Bremen kostar 12 000 euro. Är det billigare eller dyrare än att köpa en annan Audi A6 som du sett i Motorbörsen för 117 000 kronor? Det blir uppenbart att det finns många kostnader förknippade med en sådan affär och det är väl känt att de potentiella vinsterna av att jämföra priser och köpa utomlands kan vara betydande. Att säga att svårigheter att läsa tidningen och sedan multiplicera är avgörande för prisskillnader är att till-

skriva folk en grad av irrationalitet som är svår att tro på för en ekonom. Vi kan bland annat konstatera att omfattningen på exempelvis bilimport från Tyskland verkar vara kraftigt avhängigt av det regelverk som styr sådan parallellimport, men det är ont om tecken på att svårigheten att jämföra priser är särskilt betydelsefull i sammanhanget.

Samtidigt är det uppenbart att det ligger något i argumentet. Det är svårare att jämföra priser som är uttryckta i olika valutor och det kräver ett visst mått av ansträngning. Hur mycket betyder detta? I Asplund och Friberg (2001)¹³ studeras prissättning i tax-freebutiker, i vilka en given produkt prissätts i flera valutor men inga andra faktorer segmenterar marknaderna. För konsumenten gäller att en viss produkt finns tillgänglig vid en viss tid en viss plats och med full information om vad den kostar i olika valutor. På denna marknad kan vi alltså isolera valutaeffekten. Hur mycket skiljer sig priser åt mellan olika valutor, hur stora är prisskillnaderna innan relativpriset anpassas och ser vi uttryck för systematisk prisdiskriminering? Som exempel låt oss titta på en tax-freebutik där varje vara har en prislapp i kronor och en i finska mark. Om lagen om ett pris håller så ska det gälla att

$$P_{\text{SEK}} = E \cdot P_{\text{FIM}}$$

där P_{SEK} är priset i kronor, P_{FIM} är priset i mark och E är den aktuella växelkursen (hur många kronor behöver jag betala för att köpa en finsk mark?). Då detta håller så är det pris jag som konsument betalar oberoende av i vilken valuta jag betalar, priset i kronor är detsamma som om jag gick till banken, växlade mina kronor till mark och köpte varan på detta sätt i stället. I figur 2 visar vi prisskillnaden $((P_{\text{SEK}} - E \cdot P_{\text{FIM}}) / P_{\text{SEK}})$ på en limp Marlboro i ombordbutiken på Birka Line från 1975–1992, då Birka Line upphörde med prissättning i två valutor.



Källa: se Marcus Asplund och Richard Friberg (2001), "The Law of One Price in Scandinavian Duty-free Shops", *American Economic Review* 91, 1073–1082.

Som synes är det nästan alltid billigare i den ena valutan. Priser som är fixa under långa perioder kopplat med växelkursrörlighet leder till avvikelser från lagen om ett pris. Ofta är avvikelserna betydligt större än vad som motiveras av växlingskostnader och det verkar finnas mycket begränsade tecken på arbitrage. Avvikelseerna är också mycket långlivade. Då vi summerar ser vi dock endast små indikationer på systematisk prisdiskriminering, ibland är det billigare i den ena valutan och ibland i den andra valutan. Sett över de studerade perioderna som helhet är avvikelserna i de flesta fall i stort sett noll.

Resultaten från denna studie kan därför sammanfattas i tre punkter. För det första att prissättning i olika valutor leder till avvikelser från lagen om ett pris även då andra faktorer som segmenterar marknader saknas. För det andra att valutafluktuationer skapar ett betydande brus vid prisjämförelser. Avvikelse kan vara både långvariga och icke-triviala. För det tredje att det i detta fall knappast finns några tecken på att kunders obehågenhet att jämföra priser utnyttjas för att systematiskt prisdiskriminera mellan kunder från olika länder.¹⁴

Prisjämförelser och rättvisa

Icke desto mindre finns det ett antal mekanismer som kan göra att en gemensam valuta bidrar till att skapa en integrerad marknad. En första potentiellt viktig mekanism knyter nära an till transparens: euron kan leda till mindre prisspridning och mer likartade villkor för konsumenterna eftersom sådana villkor uppfattas som mer ”rättvisa” än när företagen uppfattas diskriminera mellan kunder på ett godtyckligt eller orimligt sätt.

Att vi människor bryr oss om hur bra vi får det jämfört med andra ses lätt genom lite introspektion. Sedan ett antal år tillbaka har detta också manifesterats genom en stor litteratur inom det fält som kallats experimentell ekonomi. En vanlig typ av experiment är det så kallade ”diktatorspelet” där två experimentdeltagare spelar mot varandra. De får gemensamt en penningssumma att dela på, säg 200 kronor. Den ene – ”diktatorn” – får föreslå ett sätt att dela denna gemensamma kaka och motparten kan säga ja eller nej. Om hon säger nej får ingen av dem något medan om hon säger ja får de vardera den tilldelning som föreslogs av diktatorn. Traditionell nationalekonomi förutspår att den som har rätten att föreslå erbjuder motparten så lite som möjligt, säg en krona, och behåller resten själv. Motparten kommer att tacka ja så länge som det hon får är större än noll – det kan ju kännas trist att bara får en krona men det är ändå bättre än ingenting. En uppsjö experiment visar dock att experimentdeltagare tackar nej till en delning som upplevs som orättvis och exempelvis en 60–40 delning är ett vanligt utfall. Detta har inskräppt att individer bryr sig om rättvisa – de är beredda att ge upp en penningssumma för att straffa någon, oftast okänd, kontrahent för att hon inte betett sig ”rättvist”.

På samma sätt säger de enklaste teorierna att en handlare ska höja priset på snöskyfflar då det råder snökaos eller paraplyer då det regnar. Att de flesta handlare trots allt inte betar sig så utan hellre låter lagret ta slut till ett onödigt lågt pris kan förklaras med rättviseaspekter.

Detta pekar på att samma mekanismer kan vara viktiga i ett europaperspektiv. Även då priserna på bilar varit som högst i Storbritannien jämfört med kontinenten har strömmen av kunder som åker över till konti-

nenten för att köpa bil varit relativt liten. Däremot har påtryckningar från konsumentorganisationer och uppmaningar till köpbojkott varit bland de tydligaste svaren på prisskillnaderna. Även i diskussionerna med tax-free-butikerna (Asplund och Friberg, 2001)¹⁵ framgick att oro för negativa kundreaktioner på stora prisskillnader var avgörande faktorer då relativpriser anpassades. Även enkätundersökningar av företags prissättningsbeteende så som Blinder et al (1998)¹⁶ och Apel et al (2001)¹⁷ lyfter fram oro för att störa kundrelationer genom omotiverade prisförändringar.

För att förstå varför en gemensam valuta kan spela roll kan vi vända på resonemanget och diskutera varför inte skillnader uppfattas som lika orättvisa när konsumentpriserna sätts i olika valutor. En viktig orsak till detta är att om priser sätts i olika valutor och kursen dessutom inte är helt fast måste en konsument studera en längre tidsserie av priser för att utröna om hon systematiskt blir diskriminerad eller inte. Då valutan är helt fast så räcker det att titta vid ett ögonblick i tiden och är priser dessutom uttryckta i samma valuta så blir prisdifferenser omedelbart uppenbara (och en objektiv grund för internationella prisvariationer har dessutom försvunnit). För företag som säljer samma produkt i flera länder med lätt observerbara priser kan denna rättviseaspekt vara en viktig faktor.

Parallellimport och växelkursstabilitet

Arbitrage av grossister, distributörer och återförsäljare (i praktiken kommersiell parallellimport)¹⁸ är en mycket viktigare prisutjämnande faktor än arbitrage av enskilda konsumenter. Att pristransparens skulle vara viktigt för dessa verkar inte troligt. Däremot kan växelkursvariationer och den osäkerhet som är förknippad med växelkursens långsiktiga utveckling spela större roll. Det finns således andra mekanismer än transparens som kan göra det mer attraktivt att investera i dessa verksamheter om det saknas potential för växelkursvarians.

För att parallellimportera en produkt krävs typiskt sett investeringar i någon form av distributionssystem och man måste investera i ett sätt att organisera sin verksamhet. Teoretiskt är inte sambandet mellan investeringar och osäkerhet entydigt – osäkerhet kan stimulera investeringar, den

lättaste analogin är till en aktieoption vars värde ju stiger ju mer osäkert¹⁹ den underliggande tillgångens värde är. Investeringar kan också påverkas negativt av osäkerhet, detta är mest troligt då det gäller relativt små företag som huvudsakligen finansieras av (dåligt diversifierade) ägare. Detta är beskrivningar som ofta passar in på företag och individer som ägnar sig åt parallellimport. Detta skulle följaktligen peka på att en gemensam valuta gör att parallellimport blir en viktigare prisutjämnande faktor än när länderna använder nationella valutor.

Endogen segmentering – endogen integration

Hittills i diskussionen har vi tagit alla faktorer som segmenterar marknader som av naturen givna och sökt utröna vad effekten skulle bli av att ta bort en segmenterande faktor, prissättning i olika valutor. Man kan emellertid också konstatera att många av de förhållanden som gör att priser skiljer sig åt mellan länder påverkas av företagens egna strategier. Ett företag bestämmer om det ska använda samma eller olika varumärken och produktspecifikationer i olika länder exempelvis. Att som Libero skriva texten på förpackningarna i alla tänkbara europeiska språk underlättar givetvis arbitrage jämfört med om man använt olika varumärken på olika marknader. På exempelvis den europeiska läkemedelsmarknaden har det varit vanligt att företagen introducerat något olika produkter på olika marknader för att förhindra eller försvåra handel vid sidan av de auktoriserade kanalerna.²⁰

Vid sidan av dessa direkta handelshinder har företagen också möjlighet att påverka hur distributionen sköts. Att som IKEA eller H&M bara sälja i egna butiker blockerar effektivt parallellimport av kommersiella distributörer och bidrar till att segmentera marknader. Besparingen skulle förmodligen behöva bli mycket stor innan en vanlig konsument finner det lönsamt att exempelvis köpa Billy eller Sultan någon annanstans än i den lokala IKEA-butiken eller via IKEA:s postorderförsäljning.²¹

Man kan också inom parantes konstatera att europeisk bilindustri under ett antal år haft ett så kallat gruppundantag som tillåtit dem att hålla sig med en återförsäljarstruktur som försvårat arbitrage. Något som

också inbjudit till marknadssegmentering, vilket ett antal rättsfall pekar på (exempelvis Volkswagen I²² och Opel Nederland²³). Att förekomsten av detta gruppundantag påverkats av lobbying från bilindustrin torde vara oomtvistligt.

Detta är bara ett par exempel för att lyfta fram att många av de mekanismer som segmenterar marknader är endogena – det vill säga de bestäms av de strategier som företag följer. Företagens strategier i dessa sammanhang påverkas av många faktorer men det är troligt att valutan är en.

En tanke som utvecklas i Friberg (2001, 2003)²⁴ är att de förväntade vinsterna av att segmentera marknader beror på växelkursvariabilitet. Vi vet att ju större skillnaderna är mellan de optimala priserna till två grupper, desto större är vinsten av att kunna segmentera dem. Vi vet också att prisanpassningen till konsumenter som svar på växelkursrörelser är mycket liten. Konsumentpriset i lokal valuta justeras med andra ord bara marginellt även om en förändring av växelkursen gör att varan blir betydligt billigare eller dyrare att importera. En översikt av den omfattande litteratur som studerar detta återfinns exempelvis i Goldberg och Knetter (1997)²⁵. Om priserna i lokal valuta är relativt opåverkade av växelkursförändringar betyder det att relativpriset mellan två geografiska marknader påverkas kraftigt av växelkursen. Ju större potential för framtida växelkursvariabilitet, desto större är därför den förväntade vinsten av att kunna segmentera marknader. Eftersom en valutaunion är förknippad med mycket lägre förväntad real växelkursvariabilitet än en "fast" växelkurs²⁶ ger den mer betydande incitament för att "endogen" integrera marknader. Värt att poängtera är att vi här rör oss med mycket långsiktiga beslut som rör hur försäljningen organiseras, produktspecifikation och så vidare. Logiken kan tyckas invecklad men är i själva fallet mycket enkel – tänk på Storbritannien då pundet stärktes drastiskt under de senaste åren. Givetvis har det varit värt en hel del för ett företag att kunna hålla ett annat pris i Storbritannien än i exempelvis Nederländerna.

Det är intressant att notera att en lång rad företag uppges ha ägnat flera år åt att förändra sin europeiska prissättning för att minska prisskillnaderna mellan euroländerna och åt att förbereda en enhetlig europeisk pris-

sättning vid introduktionen av den gemensamma valutan den 1 januari 2002²⁷. Exempelvis uppger tidskriften *The Economist* att företaget redan 1999 fattade det strategiska beslutet att minska de europeiska prisskillnaderna för att kunna övergå till ett enhetligt ”europris” den 1 januari 2002.

Vi kan också konstatera att incitamenten för företagen att övergå från nationella till europeiska strategier för sin försäljning till konsumenter tycks bli allt starkare. Vi ser bland annat att flera konsumentvaruföretag som exempelvis Electrolux, Danone och Nestlè koncentrerar sig på färre varumärken och i ökande grad använder samma varumärken i flera länder. Exempelvis skriver Electrolux dåvarande verkställande direktör Michael Treschow i mars 2002 om företagets konsolidering av varumärken:

*Numerous acquisitions, particularly in the fragmented European market, have given us too many brands ... Electrolux is our most important brand. It will be used for all product categories and in all markets.*²⁸

Hur mycket bidrar euron till europeisk marknadsintegration?

Vi har pekat på ett antal mekanismer genom vilka euron antas bidra till marknadsintegration. Ett svenskt medlemskap i valutaunionen bidrar till att integrera den svenska marknaden för många produkter. Riktningen på effekten är klar men det är mycket svårt – för att inte säga omöjligt – att förutsäga hur stor denna marknadsintegrerande effekt är. Som vi såg inledningsvis finns det mycket potential för djupare integration i Europa. Det är samtidigt uppenbart att de integrerande effekterna av en gemensam valuta hänger intimt samman med en rad andra viktiga åtgärder som kan komma att vidtas för att åstadkomma fördjupad europeisk marknadsintegration. EMU bör således ses som en del i en mer omfattande integrationspolitik som även omfattar en gemensam konkurrenspolitik, ett standardiserings- och harmoniseringsprogram, restriktioner för statsstöd, fortsatt liberalisering av tjänstesektorn m m.

Vår bedömning är att EMU är en mycket betydelsefull faktor för att fördjupa integrationen mellan euroländerna. Vi vill dock betona att detta är en kvalitativ, långsiktig bedömning snarare än en kvantitativ förutsä-

gelse eftersom det i stort sett saknas tidigare förändringar av detta slag som vi kan använda för att jämföra med. Som vi precis såg så kan man peka på ett antal företag som tagit euron till intäkt för att betrakta Europa som en marknad. Ett antal studier pekar också på att prisskillnader inom Europa minskat under 1990-talet (centrala studier är Goldberg och Verboven, 2001 och Rogers m fl 2001). Här bör det dock noteras att under samma period implementerades EU:s 1992-program, ett målinriktat nedmonterande av interna handelshinder. Om den kommande valutaunionen varit av egen betydelse vet vi inte. Vi vet att marknader ofta avgränsas längs nationella gränser och att nationer också brukar ha sin egen valuta men samtidigt egna tekniska standards, egen konsumentlagstiftning m m. Att isolera valutaeffekten är därför mycket svårt.²⁹ Det är dock värt att poängtera att EU:s marknadsintegrationprojekt verkar ha effekt och att denna effekt sker gradvis. Vi ska inte förvänta oss förändringar över en natt.

En indikation som pekar på att den marknadsintegrerande effekten kan vara betydande kommer från den litteratur som studerar handelseffekter av valutaunioner. Ett antal uppsatser av bland annat Andrew Rose med diverse medförfattare har på senare år visat att valutaunioner har en mycket stor positiv effekt på handelsflöden mellan de deltagande länderna (se Ekholms respektive Genbergs bidrag till denna volym för en diskussion).

Vilka effekter har marknadsintegration på priser och effektivitet?

Så här långt har vi argumenterat för att det finns ett antal skäl till att förvänta sig att euron kommer att leda till en djupare marknadsintegration i Europa (rättviseskäl, parallellimport och endogen integrering). Vilka effekter kan vi då förvänta oss att marknadsintegrationen har på priser och effektivitet?

Vi kan börja diskussionen med att dela in priseffekterna av euron i två kategorier: integrationseffekter och övergångseffekter. Låt oss därför diskutera dessa i tur och ordning.

Integrations effekter

Marknadsintegrations effekterna är av två slag – den första relaterar till prisskillnader mellan länder. Om marknader integreras inom euroområdet så kommer priserna för en typisk vara att anpassas mot något slags vägt genomsnitt av priserna i de olika länderna. Priser i relativt dyra länder tenderar att falla och priser i billiga länder tenderar att stiga. Självfallet spelar köpkraft här en roll, om vi slår samman Grekland och Tyskland förväntar vi oss att det slutliga priset hamnar närmare det tyska än det grekiska.³⁰ Det är måhända mot bakgrund av detta som man ska se de protestaktioner mot priset av euron som förekommit inte minst i Grekland och Portugal. För Sveriges vidkommande pekar denna typ av argument på att prisnivån skulle pressas neråt. Bland annat konstaterade Konkurrensverket 2002 att det finns ett betydande utrymme att pressa priserna neråt inom många svenska branscher och att vår prisnivå är hög även jämfört med relativt närliggande euroländer som Tyskland och Nederländerna. Det höga prisläget har direkt bidragit till att ge svenska konsumenter lägre välfärd eftersom man tvingas betala mer än vad som hade varit fallet om de svenska priserna legat närmare en genomsnittlig europeisk nivå.³¹

Den andra effekten av marknadsintegration är att den kan bidra till lägre konsumentpriser och bättre köpkraft generellt genom hårdare konkurrens eller bättre utnyttjande av skalfördelar. Noterbart är att denna effekt i viss utsträckning kan förväntas komma svenska konsumenter till del även om Sverige inte är med i EMU. Som regel gäller dock att vinsterna av marknadsintegration enligt denna analys är störst för små länder och något mindre för länder som redan har stora hemmarknader.

Vi kan dra en hel del slutsatser av empiriska studier som belyser sambandet mellan marknadsstorlek, konkurrens och effektivitet. För det första leder integration till att koncentrationen, dvs ledande företags marknadsandelar, på marknaden minskar och en omfattande litteratur visar att lägre koncentration i normalfallet är förknippade med lägre konsumentpriser. Weiss (1989) sammanfattar exempelvis en lång rad empiriska studier som bekräftar att en mindre koncentrerad marknad typiskt sett har lägre priser.³² Ett mer direkt belegg för att internationell integration leder

till hårdare konkurrens är att import i normalfallet är en disciplinerande faktor för inhemska företag. Empiriska studier pekar på att minskade handelshinder leder till hårdare konkurrens, se Tybout (2001) för en översikt.³³ Incitamenten att investera i produktdesign, marknadsföring och forskning och utveckling kan också i många fall öka då marknader integreras. Detta studeras teoretiskt och i ett antal fallstudier av John Sutton i två banbrytande arbeten (1991 och 1998).³⁴ En större marknad är förknippad inte bara med hårdare priskonkurrens utan också med hårdare konkurrens i andra dimensioner, såsom den av konsumenterna uppfattade kvaliteten.

Empirin tyder också på att produktionen blir effektivare då handelshinder minskar och marknader integreras, se återigen Tybout (2001) för en översikt³⁵. Effektiviteten ökar dels på grund av bättre utnyttjande av skalfördelar, men också på grund av produktionen skiftar över till de mest effektiva företagen och genom att produktionen inom företagen struktureras bättre. Exempelvis har Kommerskollegium visat att Sveriges medlemskap i EU har påverkat vad som tidigare var skyddade sektorer i den svenska ekonomin. Enligt en studie år 2000 har Sveriges integrering i EU lett till att antalet anläggningar har minskat och det förmodas att detta har lett till lägre kostnader genom ett ökat utnyttjande av stordriftsfördelar.

I detta sammanhang kan det också vara intressant att notera att valutaunionen kan underlätta den europeiska strukturomvandlingen genom att euron kan komma att leda till att den relevanta geografiska marknaden oftare kan avgränsas till euroområdet. Som vi konstaterade inledningsvis leder Kommissionens analys av geografiska konkurrensförhållanden till att man i cirka hälften av alla fusionsärenden kommer fram till att företagen konkurrerar på nationella eller lokala marknader.³⁶ Eftersom storföretag tenderar att ha betydande marknadsandelar på sina hemmamarknader (även om de har en relativt blygsam marknadsandel på europeisk eller global nivå) så förhindras en gynnsam strukturomvandling på grund av att de fusionerande företagen blir dominerande på en eller flera nationella marknader. Om företagen i stället konkurrerade på en integrerad europeisk marknad skulle Kommissionen i betydligt färre fall komma fram till

att en fusion eller ett förvärv ger upphov till eller förstärker en dominerande ställning. Det är därför särskilt intressant att konstatera att i och med att prisskillnaderna mellan olika geografiska områden minskar så kommer sannolikheten att Kommissionen kommer fram till en nationell eller lokal marknadsavgränsning att minska. Betydande prisskillnader eller liten samvariation i priserna mellan geografiska områden har av tradition varit en mycket viktig faktor för att definiera de relevanta marknaderna som nationella eller lokala. Vid prövningen av Volvo/Scania³⁷ fann exempelvis Kommissionen att betydande prisskillnader mellan olika medlemsländer i sig tydde på att marknaden var nationellt avgränsad snarare än europeisk eller global. På motsvarande sätt fann kommissionen att prisskillnader på 200 procent för elektriska komponenter talade för en nationell marknadsdefinition i Schnedier/Legrand³⁸. Eftersom införandet av en gemensam valuta kan förväntas leda till mindre prisspridning och större samvariation i nationella priser torde därför euron även påverka fusionskontrollen så att industriell omstrukturering underlättas.

Övergångseffekter

Efter att ha diskuterat marknadsintegrationseffekterna av euron ganska utförligt är nästa fråga vad som har hänt med euroländernas konsumentpriser före och efter det att den gemensamma valutan börjat cirkulera. En del indikationer tyder nämligen på att priserna i vissa länder har stigit i samband med själva konverteringen från nationella valutor till euro den 1 januari 2002³⁹. I detta sammanhang är det viktigt att vara noga med vad vi diskuterar eftersom man bör skilja på utjämnningseffekter och generella prishöjningar. Som vi tidigare har påpekat är prishöjningar i vissa länder och prissänkningar i andra en naturlig följd av att marknaderna integreras. Att vissa prishöjningar i lågprisländer därför kan vara en naturlig följd av integrationsprocessen är uppenbart, men hur förklarar man generella prishöjningar som drabbar även högprisländer som exempelvis Nederländerna?

En första hypotes skulle kunna vara att euron minskar konkurrensen – snarare än att öka den. Enligt vissa ekonomiska modeller av fåtalskon-

kurrens finns det en teoretisk möjlighet att en gemensam valuta i vissa situationer kan bidra till högre (snarare än lägre) priser på de berörda produktmarknaderna. Denna teoretiska möjlighet beror på att euron leder till större transparens, stabilitet och symmetri som åtminstone i teorin gör det lättare för producenter och distributörer att samordna sin prissättning.⁴⁰ Å andra sidan bidrar marknadsintegration till att destabilisera de tysta och explicita karteller som finns på den europeiska marknaden genom att antalet konkurrenter ökar och inträdesbarriärerna reduceras.⁴¹ Dessa destabiliserande effekter torde i praktiken vara avsevärt mer betydelsefulla än samordningseffekterna på lite längre sikt. Det är därför vår sammantagna bedömning att risken för att euron skulle leda till högre priser som ett resultat av större samordning mellan företagen i Europa är relativt liten. Den låga prisnivån i USA pekar också på att prissamarbete är svårare på en större marknad.

Trots detta kan vi preliminärt konstatera att det inte kan uteslutas att producenter, grossister och återförsäljare kan försöka justera priserna uppåt i samband med en övergång till en ny valuta. Vi menar dock att en rad skäl talar för att dessa effekter torde vara både små och temporära. Det troligaste är därför att de prisjusteringar som har uppmärksammats i media under 2002 är av kortsiktig karaktär och i vissa fall beror på försäljarnas försök att experimentera med nya priser.

Det viktigaste skälet för denna bedömning är att det egentligen inte finns någon grund för en annorlunda slutsats. Enligt ekonomisk teori bestäms priserna av villkoren för konkurrens och nyetablering samt av företagets produktionskostnader och efterfrågans priskänslighet. Det finns ingenting som talar för att förutsättningarna för konkurrens och nyetablering skulle ha blivit sämre efter införandet av den gemensamma valutan. Det är också osannolikt att produktionskostnaden på lång sikt skulle ha blivit högre eller att efterfrågan skulle ha blivit mindre priskänslig. En rimlig bedömning är därför att de prisökningar som kan observeras i samband med övergången med stor sannolikhet kommer att vara temporära och att priserna på lång sikt i stället bestäms av strukturella faktorer.

Många priser i detaljhandeln är psykologiska (ex 19,90 kronor), jämna (10 kronor) eller åtminstone jämt delbara (12,50). Anta att exempelvis

Sverige anslöt sig till valutaunionen och att konverteringskursen var 9,156; en burk läsk från Handelshögskolans kafeteria som i dag kostar 10 kronor skulle då kosta cirka 1,09217991 euro. Det är tydligt att avrundning kommer att ske åt något håll och det är också troligt att konverteringskursen spelar roll för denna avrundning. Det land som verkar ha bland de största konverteringseffekterna är Nederländerna och effekterna har studerats i detalj i en uppsats av Carsten Folkertsma (2002)⁴². Priseffekterna har koncentrerats till relativt billiga konsumtionsvaror som en kopp kaffe, en läsk, en hårklippning. Folkertsma uppskattar att introduktionen lett till en engångshöjning av priserna med 0,2–0,4 procent av konsumentprisindex, där ungefär en tredjedel kan härledas till kostnader för genomslaget och två tredjedelar till att handlare höjde sina marginaler. Fenomenet har föga förvånande rönt stor medial uppmärksamhet.

Ur ett ekonomiskt perspektiv är det däremot värt att betona tre ting. För det första är dessa effekter av engångskaraktär och de marknadsintegrerande priseffekterna är med all sannolikhet viktigare på lång sikt. För det andra spelar konverteringskursen troligen roll. Detta är en faktor att ta i beaktande då riktkurs sätts – det lär finnas ett intervall inom vilket ett stort antal kurser är möjliga, det finns anledning att fundera över hur man kan minimera konverteringseffekten, under bivillkoret att det ska vara en växelkurs som är vettig ur ett makroekonomiskt perspektiv. För det tredje lär effekten klinga ut relativt snabbt. Ur ett strikt ekonomiskt perspektiv är synen på företag som alltid villiga att höja priserna inte logisk. För företagets lönsamhet är det lika skadligt med ett för högt pris som ett för lågt.

Slutsatser

Vi har i denna uppsats konstaterat att EU i många avseenden består av femton segmenterade nationella ekonomier. Utrymmet för fortsatt marknadsintegration, inte minst av konsumentmarknaderna, torde därför vara betydande.

Euron kan bidra till europeisk marknadsintegration, både i form av mer likartade priser och villkor för konsumenterna och i form av större handelsflöden mellan de deltagande länderna. Det är vår uppfattning att effekten troligen är betydande, särskilt på lång sikt.

Det är vår bedömning att euron kommer att resultera i större transparens och en indirekt effekt på priserna genom att konsumenterna i större utsträckning kan identifiera och reagera på skillnader som uppfattas som orättvisa. Dessutom kommer en betydande del av prisspridningen att försvinna i takt med att växelkursvariationerna försvinner. Barriärerna för kommersiell parallellimport kommer att minska. Fördelarna med att tillämpa mer likartade strategier på hela den gemensamma marknaden ökar eftersom incitamenten för företagen att segmentera marknaderna försvagas. Fördelarna med enhetlig marknadsföring, prissättning och service förstärker denna integrerande effekt.

Den marknadsintegrerande effekten av euron har i förlängningen betydelse för priser, produktion och dynamisk utveckling i EU-länderna. För det första finns det ett betydande utrymme för bättre utnyttjande av skal-fördelar, vilket kan förväntas leda till lägre priser och större investeringar i FoU och marknadsföring. Dessutom kan marknadsintegrationen förväntas pressa priserna i högprisländer som exempelvis Sverige men också mer allmänt på den europeiska nivån på grund av hårdare konkurrens på den integrerade marknaden.

Eurons marknadsintegrerande effekter samverkar intimt med en rad andra faktorer, bland annat

1. variationer i standard och kvalitet mellan medlemsländerna,
2. distributions- och handelskostnader som leder till att handel över gränserna blir relativt kostsam för enskilda konsumenter,
3. regionalt och nationellt begränsad produkt- och prisinformation.

Euron ska därför ses som en integrerad del av EU:s inre marknadsprogram och därmed som ett viktigt komplement till harmoniseringspolitiken, konkurrensreglerna, handelspolitiken och statsstödsreglerna. Euron är således en viktig del av en bredare och mer omfattande process för att skapa en gemensam marknad för Europas konsumenter och producenter.

Noter

- ¹ På den amerikanska marknaden är prisspridningen mindre än 20 procent för nästan vart tredje varumärke (29 procent). Mellan de fyra EU-länderna Sverige, Tyskland, Frankrike och Storbritannien är det bara ett av trettio varumärken (3 procent) som har en så liten prisspridning. Samtidigt har nästan en tredjedel (31 procent) av alla varumärken en prisspridning på 60 till 100 procent i de fyra EU-länderna. Motsvarande andel i USA är ungefär en tiondel (9 procent). Källa: Ekonomirådets rapport 2002, *Gränslös konkurrens*, SNS Förlag.
- ² USA:s bruttonationalprodukt är ca 40 gånger så stor som Sveriges BNP.
- ³ Prisspridning definieras som maxpris minus minpris dividerat med genomsnittspris på den aktuella marknaden. Samma huvudmönster framträder om man i stället definierar prisspridning som standardavvikelse dividerat med genomsnittspris på den aktuella marknaden.
- ⁴ Charles Engel och John H. Rogers (2000), "Deviations from Purchasing Power Parity; Causes and Welfare Costs", Nr 66 i *International Finance Discussion Papers from Board of Governors of the Federal Reserve System*.
- ⁵ Robert C. Feenstra och Jon D. Kendall (1997), "Passthrough of Exchange Rates and Purchasing Power Parity", *Journal of International Economics*, vol 43, nr 1/2, augusti 1997, 237–261.
- ⁶ Beräkningarna är baserade på data från Rfv, våren 1998.
- ⁷ Frank Verboven och Pinelopi K. Goldberg (2001), "The Evolution of Price Dispersion in the European Car Market", *Review of Economic Studies*, 68(4), 811–848.
- ⁸ Jonathan Haskel och Holger Wolf (2001), "The Law of One Price – A Case Study", NBER Working Paper 8112.
- ⁹ Speech by Commissioner Mario Monti European Commissioner for Competition Policy Market Definition as a Cornerstone of EU Competition Policy Workshop on Market Definition – Helsinki Fair Centre Helsinki, 5 oktober 2001, nedladdad från <http://www.europa.eu.int/comm/competition/>.
- ¹⁰ Man bör notera att i 971 fall tog inte kommissionen ställning till om marknaden var nationell, europeisk eller global. I dessa fall ansågs fusionerna oproblematiske ur konkurrenssynpunkt oavsett vilken geografisk marknadsdefinition som användes, varvid kommissionen nöjer sig med att konstatera att någon geografisk marknadsdefinition inte anses nödvändig för att fatta beslut i det aktuella ärendet.

- ¹¹ Kommissionen tog inte ställning till den geografiska marknadens avgränsning i 174 fall.
- ¹² Speech by Commissioner Mario Monti European Commissioner for Competition Policy Market Definition as a Cornerstone of EU Competition Policy Workshop on Market Definition – Helsinki Fair Centre Helsinki, 5 oktober 2001, nedladdad från <http://www.europa.eu.int/comm/competition/>.
- ¹³ Marcus Asplund och Richard Friberg (2001), "The Law of One Price in Scandinavian Duty-free Shops", *American Economic Review* 91, 1073–1082.
- ¹⁴ Se fotnot 13.
- ¹⁵ Då tax-freebutiker bjuder ut relativt billiga varor som det sällan skulle löna sig för en enskild konsument att köpa i ett annat land kan man spekulera i att data från tax-freebutikerna sätter en övre gräns för hur stora prisskillnader som förklaras av prissättning i olika valutor.
- ¹⁶ Blinder, A.S., E.D. Canetti, D.E. Lebow och J.B.Rudd (1998), *Asking about Prices – A New Approach to Understanding Price Stickiness*, Russell Sage Foundation, New York.
- ¹⁷ Apel, Mikael, Richard Friberg och Kerstin Hallsten (2001), "Micro Evidence of Macroeconomic Price Adjustment", Working Paper nr 128, Sveriges Riksbank.
- ¹⁸ Med parallellimport menas internationell handel med immaterialrättsligt skyddade produkter vid sidan av auktoriserade kanaler, dvs utan medgivande av patent-, upphovsrätts- eller varumärkesinnehavaren.
- ¹⁹ Osäkerhet definieras här som volatilitet, vanligtvis den genomsnittliga standardavvikelsen på dagsbasis.
- ²⁰ Exempelvis introducerade läkemedelsbolaget AstraZeneca produkten Losec MUPS som uppföljare till Losec på ett antal högprismarknader i Europa, vilket var tänkt att motverka incitamenten för parallellimport av Losec från lågprisländer (i grunden orsakade av betydande skillnader i prisregleringar mellan Sydeuropa och exempelvis Skandinavien och Storbritannien).
- ²¹ I detta sammanhang är det viktigt att observera att företagen i EU inte får träffa avtal med sina återförsäljare som förhindrar dessa från att sälja till konsumenterna från andra medlemsländer (så kallad passiv försäljning). Viss typ av aktiv marknadsföring (så kallad aktiv försäljning) kan dock i undantagsfall vara förenlig med artikel 81 i Romfördraget. Företag som anses vara dominerande får inte heller vägra konsumenterna från ett medlemsland från att köpa i andra medlemsländer eftersom detta kan anses utgöra missbruk av dominerande ställning (artikel 82).
- ²² Volkswagen I. Kommissionens beslut 28 januari 1998 avsåg brott mot Art 81 (f d Art 85) i Romfördraget. OJL124/60 of 25.4.98. Bötesbelopp 90 miljoner euro. EG-domstolens första instans bekräftade den 6 juni 2000 Kommissionens beslut från 1998. Volkswagen bröt mot artikel 81 i Romfördraget genom att hota italienska återförsäljare med att de skulle förlora rätten att sälja VW och Audi om de sålde till konsumenterna som kom från andra medlemsländer än Italien och dessutom genom att betala betydligt lägre bonus till återförsäljare som sålde bilar till kunder

utanför det geografiska område som återförsäljaren hade tilldelats. Kommissionen fann också att VW hade ransonerat tillgången på bilar i Italien samt övervakat återförsäljarna och en lista på utländska kunder. Volkswagens åtgärder medförde att parallellimporten till Tyskland och Österrike minskade betydligt.

- ²³ Opel Nederland. Kommissionens beslut 20 september 2000 avsåg brott mot Art 81 (f d Art 85) i Romfördraget (case Comp/36.653). Bötesbelopp 43 miljoner euro. Opel i Nederländerna hade under perioden september 1996 till januari 1998 vidtagit åtgärder som syftade till att minska försäljningen av bilar till konsumenter från andra medlemsländer. Den regionala ledningen för Opel gav direkta instruktioner till ett antal återförsäljare att sluta med all export av bilar till konsumenter utanför Nederländerna. Dessutom genomförde Opel i Nederländerna ett stort antal försäljningskampanjer under perioden oktober 1996 och januari 1998 och samtliga innehöll förbehållet att bonus inte skulle betalas till de återförsäljare som sålde bilar till slutkunder från andra medlemsländer. Kommissionen fann att dessa åtgärder strider mot artikel 81 (1) som förbjuder alla avtal som syftar till att förhindra handel mellan medlemsstaterna och som snedvrider konkurrensen på den inre marknaden.
- ²⁴ Richard Friberg (2001), "Two Monies, Two Markets? Variability and the Option to Segment", *Journal of International Economics* 55, 317–327. Richard Friberg (2003), "Common Currency, Common Market?", under utgivning, *Journal of the European Economic Association*.
- ²⁵ Penelopi K. Goldberg och Michael M. Knetter (1997), "Good Prices and Exchange Rates, What Have We Learned?", *Journal of Economic Literature*, 35(3): 1243–1272.
- ²⁶ "Fasta" väselkurser är snarare "justerbara" än "fasta" i praktiken, vilket bland annat svensk 1970- och 1980-talshistoria lärt oss.
- ²⁷ "The Common Good", Survey: European Business and the Euro, *The Economist*, 29 november 2001.
- ²⁸ Electrolux Annual report 2001, report by the president and CEO.
- ²⁹ Det är inte självklart att det är intressant eller ens meningsfullt att separera effekter av olika integrationsåtgärder. I flera avseenden kan EMU ses som en viktig del i en bredare politik för att åstadkomma europeisk integration – snarare än som en isolerad företeelse. Man kan också konstatera att olika integrationspolitiska åtgärder (såsom harmonisering, konkurrenspolitik och EMU) kan vara viktiga komplement för att undanröja kvarvarande segmentering på Europas konsumentmarknader.
- ³⁰ Som så ofta då vi studerar marknader under imperfekt konkurrens så är inte effekterna alltid entydiga, se exempelvis Corts (1998), "Third-Degree Price Discrimination in Oligopoly", *RAND* 29, 306–323, för en analys.
- ³¹ Litteraturen om prisdiskriminering visar att välfärdseffekterna för konsumentkollektivet i EU (det vill säga konsumenterna i samtliga länder) inte är lika entydliga. Enkelt uttryckt kommer minskad prisdiskriminering att ha en sammantaget positiv effekt på konsumenterna så länge den totala konsumtionen inte minskar som en följd av marknadsintegrationen (för en mer detaljerad analys av dessa välfärdsdefekter se exempelvis Varian (1988) eller Tirole, J. (1988), *The Theory of Industrial Organization*, Mass. och London: MIT Press.)

- ³² Weiss, L.W. (red)(1989), *Concentration and Price*, MIT Press, MA, USA.
- ³³ James Tybout (2001), "Plant and Firm Level Evidence on New Trade Theories", NBER Working Paper 8418.
- ³⁴ Sutton, J. (1991), *Sunk Costs and Market Structure; Price Competition, Advertising, and the Evolution of Concentration*, Cambridge, Mass. och London: MIT Press, 1991, och Sutton, J. (1998), *Technology and Market Structure: Theory and History*, Cambridge och London: MIT Press 1998.
- ³⁵ Se Tybout (2001) i NBER wp 8418.
- ³⁶ Speech by Commissioner Mario Monti European Commissioner for Competition Policy Market Definition as a Cornerstone of EU Competition Policy Workshop on Market Definition – Helsinki Fair Centre Helsinki, 5 oktober 2001, nedladdad från <http://www.europa.eu.int/comm/competition/>.
- ³⁷ Fusionsärende M.1672 – Volvo/Scania – 15.03.2000, beslutet nedladdat från Kommissionens officiella hemsida <http://europa.eu.comm/competition/mergers/cases/>.
- ³⁸ Fusionsärende M.2283 – Schneider/Legrand – 10.10.2001, beslut nedladdat från Kommissionens hemsida <http://europa.eu.comm/competition/mergers/cases/>.
- ³⁹ Beuc Euro Study 2002, <http://www.beuc.org>.
- ⁴⁰ Ett exempel på att ökad transparens kan leda till högre priser kan hämtas från den danska cementmarknaden. När den danska konkurrensmyndigheten i syfte att stärka konkurrensen på cementmarknaden sökte öka transparensen genom att publicera de olika producenternas priser ledde detta snabbt till en minskad prisvariation och en högre prisnivå på marknaden som endast tycks kunna förklaras av koordinerat beteende mellan producenterna, se Albæk, Møllgaard och Overgaard (1997), "Government-Assisted Oligopoly Coordination? A Concrete Case", *Journal of Industrial Economics*, vol 45, nr 4.
- ⁴¹ När antalet konkurrenter ökar så kommer den strategiska osäkerheten att öka och dessutom minskar möjligheterna att disciplinera samtliga aktörers beteende så att ingen "fuskar" på den gemensamma överenskommelsen, se Carlsson, H, och Ganslandt, M, (1998), "Noisy Equilibrium Selection in Coordination Games", *Economic Letters*, v 60, n 1 (juli 1998): 23–24. I en kartell med många medlemmar kan företagen dessutom ha svårt att enas om vad som är gruppens gemensamma intresse på grund av intressekonflikter och incitamentsproblem. Vinsten för ett enskilt företag av att avvika från ett koordinerat beteende blir allt större ju flera företag som deltar i det koordinerade beteendet. Denna inre motsättning leder normalt till att karteller är svårare att upprätthålla när det är många företag som deltar i ett koordinerat beteende, se exempelvis Tirole, J. (1988), *The Theory of Industrial Organization*, Cambridge, Mass. och London, MIT Press.
- ⁴² Folkertsma, Carsten (2002), "Smooth Euro Changeover, Higher Prices?" *De Nederlandse Bank, Quarterly Bulletin*, mars.

Euron och kapitalmarknaden¹

Pehr Wissén

Om Sverige inför euron får vi en hemmavaluta som används av drygt 300 miljoner människor. Detta underlättar för oss i våra roller som konsumenter, placerare och låntagare. Som konsumenter kan vi använda vår hemmavaluta i ett stort antal länder. Låntagare och sparare får tillgång till en mycket större kapitalmarknad i sin hemmavaluta.

Den som vill placera pengar kan köpa statspapper, bostadsobligationer, industriobligationer eller aktier utgivna i vilket euroland som helst utan någon växelkursrisk. Såväl hushåll som professionella placerare gynnas av detta. Den som behöver låna kan likaså göra detta i en stor marknad utan växelkursrisk. Upplåning på den europeiska kapitalmarknaden gör huvudsakligen professionella aktörer som bostadsfinansieringsinstitut, banker och företag. Euromarknaden är avsevärt större än marknaden för svenska kronor. Den är också mer effektiv. En effektiv marknad kännetecknas av att man kan genomföra stora transaktioner utan att priset på tillgången förändras.

Pengar brukar beskrivas som en vara med tre egenskaper: pengar är ett transaktionsmedel (means of transaction) en värdebevarare (store of value) samt en räkneenhet (unit of account). Olika valutor uppfyller dessa egenskaper olika väl.

Om Sverige byter valuta från kronan till euron kommer vi att få en valuta som är gångbar i ett område med drygt 300 miljoner invånare i stället för knappt nio miljoner. Dess värde som transaktionsmedel blir högre. Euron är även en bättre värdebevarare då de kapitalmarknader i vilka eurodenominerade tillgångar handlas är större och därmed känne-

tecknas av ett större djup och en bättre likviditet. Det är mer effektivt att förvalta en förmögenhet eller låna pengar i euromarknaden än i den avsevärt mindre marknaden för svenska kronor. Egenskapen att vara räkneenhet påverkas inte av att vi byter valuta.

Ett viktigt argument för att bilda EMU var att en gemensam europeisk kapitalmarknad – med en enda valuta – har större förutsättningar att vara effektiv än 15 nationella och mindre kapitalmarknader, var och en med sin valuta. Denna gemensamma kapitalmarknad – med tolv deltagande länder – har nu funnits sedan 1999. En valutamarknad med enhetliga mynt och sedlar har funnits sedan 2002. Några av vinsterna med den gemensamma kapitalmarknaden börjar bli synliga. Kvarvarande hinder för att göra den effektiv är också uppenbara. Dessa får emellertid inte dölja det faktum att EU:s gemensamma kapitalmarknad varit en framgång så här långt.

Sverige står utanför valutaunionen men drar nytta av existensen av den nya kapitalmarknaden i euro. De länder som bildat valutaunionen har ett intresse av att Sverige kommer med. En stor integrerad kapitalmarknad i Europa blir bara starkare om Sverige, Danmark och Storbritannien kommer med.

Har Sverige ett intresse av att gå med eller kan vi nöja oss med att vara fripassagerare och dra fördelarna av vad de andra länderna skapat utan att själva gå med i valutaunionen? Det finns skäl för Sverige att gå med från ett kapitalmarknadsperspektiv. Ett medlemskap ger oss en djupare och mer likvid marknad för vår hemmavaluta och därmed en större stabilitet för såväl valuta som räntor. Marknaden för tillgångar i svenska kronor kan aldrig bli så likvid som marknaden för samma tillgångar utfärdade i euro. Värdet av likvida marknader består i såväl en större tillgänglighet till finansiering och placeringar som en bättre prissättning av aktier, obligationer och andra kapitalmarknadsinstrument.

Inte endast marknaderna för finansiella tillgångar kommer att bli bättre. Det finns goda argument för att hävda att vi får en mer stabil valuta. Den svenska kronan är för liten för att vara en självständig valuta i den värld med stora kapitalrörelser vi har fått de senaste decennierna. De senaste decennierna har kapitalflödena vuxit mycket snabbare än de han-

delsrelaterade flödena. Kapitalflöden kännetecknas av att vara stora med tvära kast – speciellt i samband med kriser av olika slag. En liten valuta kan då temporärt drivas långt från sin jämviktskurs. I stället för att fråga sig huruvida EMU är ett för stort valutaområde är det mer fruktbart att fråga huruvida inte vissa valutor – såsom den svenska – är för små och därför offer för en volatilitet som blir störande för den reala ekonomin.

Jag ska först gå igenom några argument för att bilda EMU från ett kapitalmarknadsperspektiv. Därefter ska vi se på några av de konsekvenser som bildandet av EMU hittills har lett till på Europas kapitalmarknader.

Att de deltagande länderna gärna vill att Sverige ska gå med kräver inte mycket argumentation. Däremot är frågan vilka vinsterna är för Sverige av att gå med ur ett kapitalmarknadsperspektiv – givet att euron redan existerar – viktig och kommer att avsluta kapitlet.

Argument för att bilda EMU – kapitalmarknadsaspekterna.

Om någon gavs möjlighet att välja mellan två olika valutor för sina dagliga transaktioner och den ena valutan gick att använda i ett område med 9 miljoner invånare och den andra valutan i ett område med 300 miljoner invånare skulle rimligtvis de flesta – allt annat lika² – välja valutan som går att använda i det stora området. Pengar – i likhet med exempelvis telefonnät – blir mer värdefulla ju fler som använder dem. Ju mer vi handlar med andra länder och ju mer vi reser desto större relevans har argumentet.

Tabell 1 visar storleken av EMU i termer av BNP och befolkning år 2001 jämfört med USA och Japan vilka representerar de två andra stora valutaområdena i världen.

Tabell 1. Befolkning och BNP i euroländerna, USA och Japan år 2001.

	Euroområdet	USA	Japan
BNP	6 824,4 mdr euro	8 700,0 mdr euro	2 919,6 mdr euro
Befolkning	306,6 miljoner	284,8 miljoner	127,3 miljoner

Källa: ECB

BNP mäts i tabell 1 i miljarder euro och befolkning i miljoner invånare. Av tabellen framgår att euroområdet är mindre än USA i termer av BNP men mer än dubbelt så stort som Japan. I termer av befolkning är euroområdet jämförbart med USA och mer än dubbelt så stort som Japan.

Införandet av euron år 1999 gav invånarna i de olika länderna en valuta som hade ett avsevärt större användningsområde än deras gamla hemmavalutor och som var stor nog att beskrivas som en världsvaluta.

En större valuta kan förväntas vara mer stabil än en mindre då den är mer likvid. En likvid valuta kännetecknas av att den kan köpas eller säljas i stora volymer till givna priser. Av detta följer att en större valuta kan hantera externa chocker bättre än en mindre valuta.³

Anta exempelvis att de tyska delstaterna hade haft egna valutor år 2002. De översvämningar som drabbade vissa tyska delstater är exempel på en extern chock som skulle kunna leda till växelkursjusteringar i syfte att återställa konkurrenskraften hos det drabbade området. Risken är emellertid överhängande att den lilla delstatliga valutamarknaden inte hade kunnat hantera den plötsliga störtfloden av försäljningar av valutan. Turbulens på den lokala valutamarknaden skulle ytterligare ha komplicerat en svår situation. Effekten av översvämningarna på eurons värde var emellertid små. En stor och likvid valutamarknad absorberar chocker bättre än små marknader.⁴

Om en chock drabbar en delmarknad i ett valutaområde kan kapitalmarknaden bidra till att dämpa effekten av chocken. Effekten av en chock lindras av såväl kapitalflöden till den drabbade regionen som av transfereringar. I en studie⁵ visas att effekten av chocker som drabbat ameri-

kanska delstater har dämpats av transfereringar från andra stater och av kapitalinkomster från ägande av produktionsmedel i andra delstater. Inkomsterna i delstaterna utvecklas jämnare över tiden än värdet av produktionen.

I USA har under perioden 1964–1990 – enligt studien – 39 procent av chocker som påverkat per capitaprodukten i enskilda stater absorberats av kapitalinkomster från investeringar i andra stater. 13 procent har jämnats ut av transfereringar, 23 procent av sparande eller utlåning och 25 procent av chockerna har inte absorberats. Utvecklingen i Europa förefaller – enligt författarna – gå i riktning mot den amerikanska.

En väl integrerad kapitalmarknad dämpar effekten av chocker mot enskilda regioner och gör att inkomsten för innevånare i regionen utvecklas jämnare över tiden än värdet av deras produktion. Mellanskillnaden utgörs av faktorinkomster och transfereringar.

En stor och likvid valuta har bättre egenskaper som investeringsvaluta. Olika investerare såsom försäkringsbolag, fonder och även centralbanker investerar gärna i tillgångar emitterade i en likvid och stabil valuta. Den amerikanska dollarn har länge varit en dominerande internationell reservvaluta. Detta har lett till att USA kunna finansiera sitt handelsbalansunderskott på den internationella marknaden i amerikanska dollar. Dollarns ställning som reservvaluta har sannolikt bidragit till att pressa ned kostnaden för finansieringen av underskottet.

Status som internationell reservvaluta får företrädesvis stora och likvida valutor. När den gemensamma valutan bildades var förhoppningen att euron skulle kunna uppnå denna status i kraft av sin storlek.

Bildandet av valutaunionen skapade emellertid inte endast en stor och likvid marknad för valutan. Det skapade också förutsättningar för att utveckla en effektiv marknad för olika finansiella instrument såsom aktier och obligationer denominerade i euro.

Kapitalmarknaderna i de europeiska länderna är mindre i relation till BNP än vad fallet är i USA. Tabell 2 illustrerar.

Tabell 2. Utestående skulder samt obligationer som andel av BNP i euroländerna och USA år 2001.

	Euroländerna	USA
Skulder som andel av BNP	138 %	117 %
Obligationer som andel av BNP	113 %	168 %

Källa: ECB

Av tabellen framgår att volymen utestående obligationer som andel av BNP var avsevärt större i USA än i euroområdet. Det omvända gäller andelen skulder (vanligtvis banklån). Användningen av värdepapper som låneinstrument ("värdepapperisering") har gått längre i USA än i euroområdet. När ett företag i Europa lånar pengar genom att ta upp ett banklån emitterar motsvarande företag i USA en företagsobligation. Det finns ett antal möjliga förklaringar till denna skillnad mellan USA och Euroland.

Frånvaron av en gemensam valuta i euroområdet fram till 1999 är en sådan möjlig förklaring. De olika valutorna bidrog till att hålla de olika kapitalmarknaderna i Europa åtskilda från varandra. En mekanism var därvid att många förmögenhetsförvaltare av sina uppdragsgivare inte tilläts investera i tillgångar utfärdade i andra valutor än hemmavalutan. Ett tyskt försäkringsbolag fick huvudsakligen investera i D-markstillgångar. När valutaunionen bildades blev hemmavalutan euro och det tyska försäkringsbolaget fick skriva om sitt placeringsreglemente. Det nya reglementet tillät placeringar i euro vilket innebar tillgång till en avsevärt större marknad. En diversifiering av försäkringsbolagets tillgångsportföljer över euroområdet har också skett efter valutaunionens bildande.

Skillnader i nationella regelverk i Europa kan även ha bidragit till att förhindra uppkomsten av en integrerad europeisk kapitalmarknad. Olika regelverk har – medvetet eller omedvetet – fungerat som hinder för transaktioner över gränserna. Detta är ett problem som i viss utsträckning kvarstår.

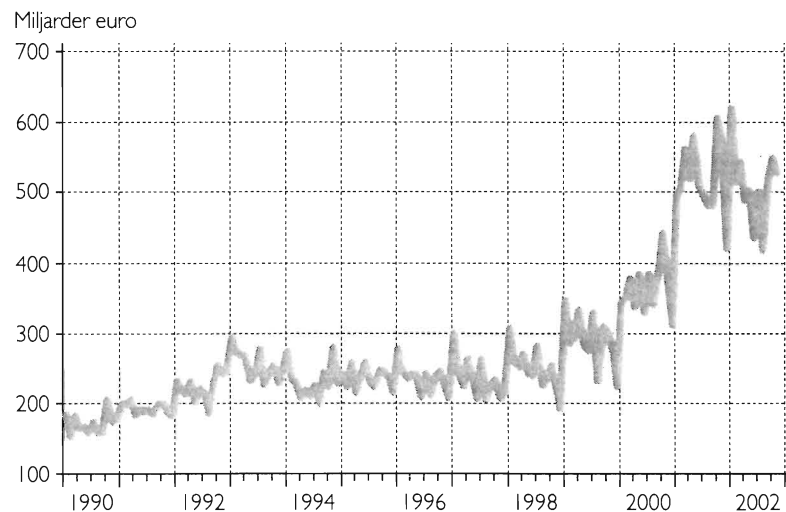
Företagslån via kapitalmarknaderna har andra egenskaper än direktlån i banker. I Boot (2001) diskuteras⁶ egenskaperna hos de olika formerna

för finansiering av företag. Det är inte utan vidare uppenbart att det är bättre med en större andel kapitalmarknadslån. Exempelvis argumenterar Boot för att direktlån i banker ("relationship banking" är den term som används) kan passa mindre företag bättre än större.

Således är det inte självklart att Euroland och USA kommer att få lika stora andelar utestående obligationer av BNP när den europeiska integrationen av kapitalmarknaderna är fullbordad. Det förefaller emellertid vara en rimlig bedömning att värdepapperiseringen kommer att öka i Europa.

Som framgår av tabell 3 har volymen emitterade obligationer i euroområdet ökat dramatiskt sedan valutaunionen bildades. Euron har snabbt etablerats som en ledande lånevaluta i världen.

Figur 1. Volymen emitterade obligationer i euro 1990–2002.



Källa: ECB

Vi ser av diagrammet att volymen emissioner låg på nivån 200–300 miljarder euro per månad under hela 1990-talet fram till 1999 då euron infördes. Därefter har emissionsvolymen varit drygt den dubbla eller 400–600 miljarder euro per månad. Uppgången kommer i allt väsentligt från den privata sektorn och speciellt från finansiella institutioner.

På den nya marknaden för eurodenominerade värdepapper är det – i kraft av den bättre likviditeten – lättare att snabbt anskaffa kapital och det blir bättre prissättning än vad fallet var på de gamla nationella marknaderna.

Den bättre prissättningen leder inte nödvändigtvis till att räntorna på olika tillgångar systematiskt blir vare sig högre eller lägre. Sannolikt har de fragmenterade nationella marknaderna i Europa lett till felprissättningar som slagit på båda hållen.

Exempelvis har svenska bostadsobligationer handlats till lägre räntor⁷ inom Sverige än vad motsvarande obligationer skulle handlats till utanför landets gränser. Fenomenet kan förklaras av att svenska placerare varit inlåsta av valutan. Marknaden har varit fragmenterad.

Om Sverige inför euron kommer dessa räntor sannolikt att stiga. Samtidigt inför Sverige emellertid en ny lagstiftning för bostadsobligationer som gör regelverket mer likt det som gäller i andra europeiska länder. (De obligationer som emitteras under det nya regelverket kallas ibland för ”gyllene obligationer”). Den nya lagstiftningen förväntas leda till att räntorna på bostadsobligationer faller. Nettot av de två förändringarna – euroinförandet och den nya lagstiftningen – kan förväntas bli nära noll.

Exemplet illustrerar hur prissättningen varit olika på olika delmarknader i Europa före bildandet av valutaunionen och hur harmoniseringen av regelverken leder till att marknaderna integreras med en enhetlig prissättning.

I en nyligen publicerad studie av effekterna av tillskapandet av euron på företagsvärderingen i Europa visas på ett antal intressanta effekter.⁸ I studien söker man mäta effekten på Tobins Q (kvoten mellan företagets marknadsvärde och dess bokföringsmässiga värde) av tillkomsten av euron.

De tolv länder som införde euron jämförs med en grupp av fem länder bestående av de tre som inte gick med (England, Danmark och Sverige) samt Norge och Schweiz.

Studien visar att Tobins Q ökade med 7,9 procent bland storföretag i euroländerna jämfört med de fem länderna utanför under perioden 1998–2000. Marknadsvärdet av företagen steg således snabbare hos företagen inom euroområdet än hos företagen i länderna utanför. Värdeök-

ningen var större hos företag som hade en större exponering för växelkursrisker före bildandet av den gemensamma valutan än de som hade en mindre exponering för växelkursrisker. Företag från länder som hade haft stora variationer i sin växelkurs – länder som gått igenom växelkurskriser – hade också en större värdeökning.

Uppsatsen visar även att de lägre kapitalkostnaderna lett till större investeringar för företagen i euroområdet än för företagen utanför. Företagen inom euroområdet investerade 3,3 procent mer än företagen utanför under perioden 1998–2000. Investeringarna har i allt väsentligt finansierats med lånekapital som i stor utsträckning tagits från den eurodenominerade marknaden för företagsobligationer.

Resultaten av studien är konsistenta med tolkningen att bildandet av valutaunionen sänkte investerarnas avkastningskrav på tillgångar emitterade av företag inom euroområdet. Riskexponeringen för företagen inom euroområdet föll. Framförallt blev deras exponering för växelkursrisker lägre. Samtidigt blev gruppen investerare som köpte aktier och obligationer från euroländerna större. Detta bidrog också till att driva ned avkastningskraven. Från företagets sida innebar detta att kapitalkostnaden föll. De lägre kapitalkostnaderna ledde till att företagen genomförde fler investeringar och även till att man kunde höja skuldsättningsgraden.

Slutligen förtjänar det noteras att den europeiska kapitalmarknaden fortfarande har kvar ett stort antal nationella lagar och förordningar som försvårar tillkomsten av en riktigt effektiv integrerad kapitalmarknad.

Kraven på ett prospekt är olika i olika länder, värdepapperena handlas på olika börser, skattereglerna är olika i olika länder, skyddet för investerare är olika i olika länder etc. En del av skillnaderna i regelverken avspeglar olikheter i nationella lagstiftningar som inte behöver utgöra ett hinder för en gränsöverskridande handel med finansiella instrument. En del skillnader i regelverken fungerar däremot snarare som handelshinder. Ett omfattande arbete pågår inom ramen för EU i syfte att undanröja så många skadliga hinder för gränsöverskridande handel som möjligt.⁹ Arbetet går emellertid trögt och har visat sig vara tidskrävande.

Har euroländerna ett intresse av att Sverige går med?

Av argumentationen ovan framgår det att de länder som redan har infört euron har ett intresse av att Sverige går med i valutaunionen. Euron blir lagligt betalningsmedel i ytterligare ett land den dagen Sverige går med vilket ökar värdet av att använda euron som betalningsmedel. Kapitalmarknaden denominerad i euro utökas med svenska statsobligationer, bostadsobligationer och aktier varför euron blir mer attraktiv inte endast som ett transaktionsmedel utan även som en värdebevarare.

Så länge som landet som läggs till valutaunionen inte riskerar valutans stabilitet förefaller det svårt att från ett kapitalmarknadsperspektiv argumentera emot en utvidgning utifrån intressena hos de redan deltagande länderna.

Har Sverige ett intresse av att gå med?

Nu finns euron. Sverige har fördelar av att valutaunionen är bildad även utan att gå med. Den som växlar till sig euro får en valuta som är lagligt betalningsmedel i tolv olika länder samtidigt. Svenska företag och banker använder euromarknaden för sin upplåning. Den är en effektiv låne-marknad där en obligationsemitent kan låna betydande belopp till villkor som tidigare endast var tillgängliga på den amerikanska kapitalmarknaden. Om låntagaren behöver använda det upplånade beloppet i svenska kronor finns det en marknad för att växla det upptagna lånet från euro till svenska kronor – den s k swapmarknaden. Att swappa ett eurolån till svenska kronor är förknippat med en kostnad på ett par räntepunkter.¹⁰ Det är dock en operation som är förbehållen mycket stora låntagare. Lånebeloppen mäts vanligtvis i hundratals miljoner kronor.

Trots att vi har fördelar av tillkomsten av euroområdet även när vi står utanför finns det ett antal argument för Sverige att gå med. Vi kan särskilja fyra olika argument:

1. Ett euroinförande minskar växelkursriskerna för svenska företag och privatpersoner.
2. Svenska företag och privatpersoner får en mer gångbar transaktionsvaluta.

3. Det blir billigare att låna på euromarknaden då vi slipper växlingskostnader.
4. Vi är med och formar euromarknaden och är inte längre fripassagerare.

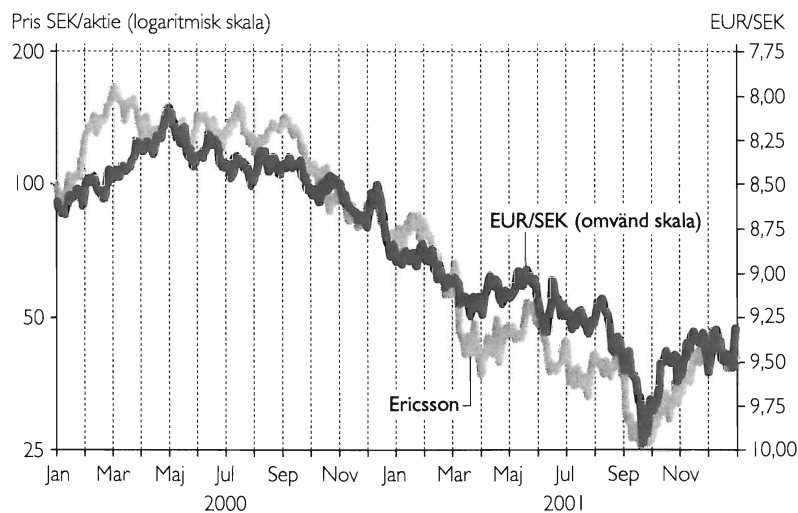
Låt oss se på argumenten i tur och ordning:

1. Växelkursriskerna.

Växelkursen bestäms av utbud och efterfrågan på svenska kronor i valutamarknaden. Utbudet och efterfrågan har sin bakgrund dels i handelsrelaterade flöden – export och import – och dels i kapitalmarknadsflöden. Växelkursen är viktig – inte minst för ett litet och starkt utrikeshandelsberoende land som Sverige – då den bestämmer konkurrensförutsättningarna på världsmarknaden för exportföretag samt importkonkurrerande företag. Alldeles speciellt har företagen ett intresse av en stabil och förutsägbar växelkurs då den har en avgörande betydelse för lönsamheten.

De senaste tjugo åren har kapitalrörelsernas betydelse för växelkursen ökat väsentligt. Förändringar i portföljsammansättningen hos svenska eller utländska försäkringsbolag eller värdepappersfonder leder till att stora volymer valuta köps eller säljs som ett resultat av att den förväntade avkastningen på aktier eller obligationer förändras. Detta leder i sin tur till kast i valutans värde. Kast som inte nödvändigtvis har någon bakgrund i de reala produktionsförutsättningarna. Snarare beror kasten i valutans värde på att de som agerar marknadsgaranter i svenska kronor (s k market makers) är relativt få och inte kan absorbera mycket stora köp eller försäljningar vid ett och samma tillfälle utan att ändra priset. En begränsad kapitalbas hos marknadsgaranterna leder till att priset på valutans värde korrigeras kraftigt vid stora flöden. Ju större valutans värde är, desto större belopp kan köpas eller säljas vid ett tillfälle utan att värdet förändras. En stor valuta är mer likvid.

Figur 2 illustrerar ett uppmärksammat exempel från perioden 2000 och 2001 när värdet på den svenska kronan samvarierade kraftigt med aktiekursen för Ericsson.

Figur 2. Kursen för Ericsson och värdet av den svenska kronan 2000–2001.

Under perioden sålde utländska investerare Ericssonaktier i stor skala som ett resultat av försämrade lönsamhetsförutsättningar för företaget. Samtidigt som de sålde aktierna sålde de också de svenska kronor de tidigare köpt för att finansiera innehavet. Resultatet blev en press nedåt på kronan.

I början av år 2000 kostade en euro ungefär 8,30 kronor och en Ericssonaktie handlades på nivån 150 kronor. Två år senare – hösten 2002 – kostade en euro cirka 9,70 och en aktie i Ericsson kostade 25 kronor. De två priserna hade varit anmärkningsvärt väl korrelerade under perioden.

Hösten 2002 upphörde korrelationen och kronan stärktes på förväntningar om att Sverige ska gå med i valutaunionen.

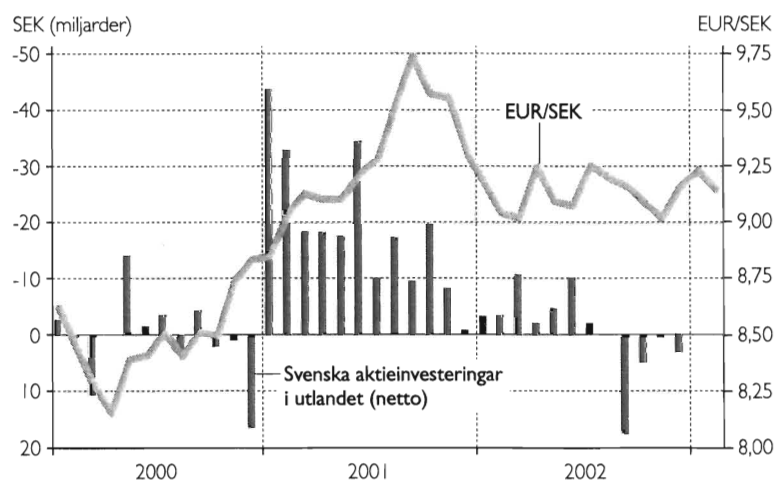
Huruvida samvariationen mellan växelkursen och aktiekursen uttrycker ett samband eller endast just en samvariation har vi inget underlag att bedöma här. Kursen på Ericssonaktien samvarierade med ett stort antal andra aktier på Stockholmsbörsen under den aktuella perioden varför det kan finnas skäl att göra tolkningen att utländska och svenska investerare sålde såväl Ericsson som andra svenska aktier och att detta bidrog till att sätta kronan under press.

Om det varit så att kursen på Ericssonaktien och andra telekom- och

dotcom-aktier föll därför att Sveriges konkurrensförutsättningar försämrats hade möjligen ett fall i växelkursen varit befogat. Ett fall i kronans värde hade kunnat återställa den förlorade konkurrenskraften och återställt balansen i handelsflödena. I det aktuella fallet ligger det dock närmare till hands att hävda att Ericssonaktien – och även andra aktier – först sett en betydande kursuppgång som ett resultat av en finansiell bubbla. Kursfallet kom när bubblan sprack. De växelkursrörelser som blev resultatet av först köp och senare försäljningar av svenska aktier och därmed svenska kronor hade således åtminstone delvis sin bakgrund i felslagna förväntningar på de finansiella marknaderna. På grund av valutans litenhet påverkade dessa förväntningar även växelkursen och därmed andra exporterande och importerande företags konkurrensförutsättningar.

Bland andra de svenska AP-fonderna har sålt svenska tillgångar för att i stället investera huvudsakligen i aktier denominerade i utländska valutor. Även detta har lett till ett utbud av svenska kronor. Figur 3 illustrerar perioden 2000–2002.

Figur 3. Svenska aktieinvesteringar i utlandet 2000–2003.

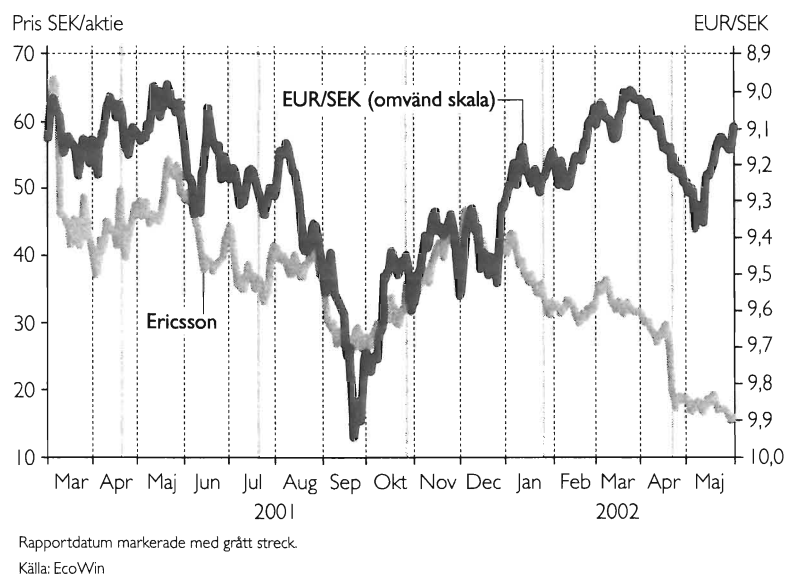


Under perioden har den svenska kronan av bl a den svenska Riksbanken bedömts vara för lågt värderad i förhållande till sitt jämviktsvärde. En vanlig bedömning har varit att portföljomfördelningarna har bidragit till pressen nedåt på kronans värde.

Även dag-till-dagvariationer i växelkursens värde har till och från kunnat förklaras med enstaka större transaktioner i värdepapper.

Figur 4 illustrerar de dagliga svängningarna, återigen med Ericsson som exempel.

Figur 4. Ericsson och den svenska kronan mars 2001–maj 2002.



I diagrammet är inlagt de dagar när Ericsson offentliggjorde en kvartalsrapport. Dessa dagar markeras med vertikala grå linjer. Av diagrammet framgår att det finns en samvariation mellan kursen på Ericssonaktien och värdet på den svenska kronan. De dagar då det publicerades kvartalsrapporter och kursen på Ericsson föll försvagades även den svenska kronan. Det som hände var att kvartalsrapporten var sämre än marknadens

förväntningar. Av den anledningen sålde utländska investerare hela eller delar av sina innehav i Ericsson och samtidigt sålde de svenska kronor som de tidigare förvärvat för att finansiera sitt aktieinnehav. Då bägge flödena var stora i förhållande till respektive marknader sjönk såväl aktien som valutan.

Dessa exempel illustrerar att marknaden för svenska kronor inte är tillräckligt likvid och djup för att kunna härbärgera dessa transaktioner utan att värdet på kronan flyttas. Omallokeringar i portföljer får konsekvenser för värdet på den svenska kronan.

Om Sverige vore med i valutaunionen skulle köp eller försäljning av Ericssonaktier inte nämnvärt påverka växelkursen eftersom euron är en så mycket större och mer likvid valuta. Svenska företag skulle få en mer stabil hemmavaluta och därmed en mindre exponering för växelkursrisk. Detta kan i sin tur förväntas sänka deras kapitalkostnad och leda till större investeringar på samma sätt som vi tidigare sett i de länder som redan är medlemmar av valutaunionen.

I debatten om ett eventuellt svenskt deltagande i eurosamarbetet har det hävdats att EMU inte skulle vara ett optimalt valutaområde.¹¹ Euroområdet skulle vara för stort för att vara ett optimalt valutaområde. Ett optimalt valutaområde kännetecknas av stor faktorrörlighet. Om en del av området förlorar i konkurrenskraft kan inte växelkursen förändras för att återställa konkurrenskraften. Då måste produktionsfaktorerna vara så rörliga att de flyttar till det område som vunnit i konkurrenskraft. Deras rörlighet ersätter frånvaron av en jämviktsskapande växelkurs.

Teorin skapades i en värld där handeln på valutamarknaderna dominerades av handelsrelaterade flöden. Värdet på valutorna avspeglade i någon mån konkurrensförutsättningarna i olika länder. I dag är kapitalflödena så mycket större.

Som exemplen ovan visar kan växelkursen för ett litet land flyttas därför att världens kapitalförvaltare gör omfördelningar i sina portföljer. Detta leder till växelkursrörelser – volatilitet – som inte nödvändigtvis har någon motsvarighet i de reala produktionsförhållandena. Ju mindre valutaområdet är – och följaktligen ju grundare och mindre likvid valutamarknaden är – desto större blir problemet. Man skulle således kunna

hävda att vi i dag har problem med för små valutaområden. Ju större valutaområde desto bättre prisbildning och mindre irrationella störningar för den reala produktionen.

För ett litet land som Sverige är problemet således snarast att vi i dag är ett för litet valutaområde. Ett större valutaområde med en väl fungerande kapitalmarknad erbjuder större stabilitet och en möjlighet till inkomstutjämnning via faktorinkomster i kapitalmarknaden. Vi bör således söka oss till ett större valutaområde.¹²

Huruvida euron utgör det enda ideala valutaområdet kan på mer teoretiska grunder diskuteras. En valutaunion med våra nordiska grannländer och det före detta D-marksblocket hade möjligtvis varit ett väl så attraktivt alternativ. Det finns emellertid inget alternativ för praktiska syften.

Slutsatsen är att ett införande av euron skulle ge Sverige en mer likvid hemmavaluta. Den skulle vara mindre benägen att förändras i värde därför att svenska tillgångar köps eller säljs vilket i sin tur innebär att den blir mer stabil och skapar bättre förutsättningar för beslut i den reala ekonomin.

2. En mer gångbar transaktionsvaluta

Om Sverige gör euron till sin hemmavaluta får medborgarna en hemmavaluta som är användbar som betalningsmedel i ett område med 307 miljoner invånare istället för ett område med nio miljoner invånare. Det finns uppenbarligen en välfärdsvinst i detta. Valutans roll som transaktionsmedel blir bättre.

Prisjämförelser underlättas inom euroområdet då alla priser är uttryckta i samma valuta. Detta kan förväntas öka konkurrensen på varumarknaderna. Även i detta avseende är en större valuta att föredra framför en liten.

3. Bättre tillgång till euromarknaden

Euroområdet har utvecklats till en mycket effektiv marknad för upplåning. Innan valutaunionen bildades var den amerikanska obligationsmarknaden den mest effektiva lånemarknaden i världen. I dag

går det att låna till lika fördelaktiga villkor i Euroland oavsett lånets storlek.

En svensk låntagare kan emellertid låna i Euroland oavsett om Sverige är med i valutaunionen eller inte. I själva verket är det så att såväl svenska staten som bankerna, hypoteksbolagen och i någon mån industriföretag redan lånar i euromarknaden. I den mån man behöver de upplånade beloppen i euro är detta självklart. Ofta är det emellertid så att låntagaren i slutändan behöver svenska kronor. Då lånar man euro och swappar¹³ lånet till svenska kronor. Låntagaren behöver således inte exponera sig för någon växelkursrisk för att kunna genomföra transaktionen.

Att euron inte är vår hemmavaluta innebär dock tre olika typer av hinder för en svensk låntagare på euromarknaden.

För det första måste den svenske låntagaren betala kostnaden för att genomföra swappen. Kostnaden är i normalfallet 2–3 räntepunkter.

För det andra har swapmarknaden en begränsad likviditet. Det finns tillfällen när en svensk låntagare kan få attraktiva villkor i euromarknaden men villkoren för swappen är så ofördelaktiga att transaktionen trots allt inte är värd att genomföra. Huruvida upplåningen är attraktiv för den svenske låntagaren beror ju inte endast på villkoren på lånemarknaden utan även på hur swapmarknaden fungerar. Den slutliga lånekostnaden i svenska kronor är en funktion av såväl lånekostnaden i euro som av swapkostnaden. Den senare kan variera över tiden varför marknaden för swappar mellan svenska kronor och euro blir avgörande för en svensk låntagare som vill utnyttja den nya euromarknaden.

För det tredje är swapmarknaden en marknad för professionella aktörer som handlar i mycket stora belopp. Normalt görs upplåningarna i belopp om 100 miljoner kronor och uppåt. Mindre och medelstora företag har begränsad eller ingen tillgång till marknaden. Dessa missgynnas således i detta avseende av det svenska utanförskapet.

Ett införande av den gemensamma valutan underlättar och förbilligar således tillgången till kapitalmarknaden i euro, även om vi har tillgång till den även när vi står utanför.

4. Inte längre fripassagerare

Marknaden i euro är inte färdig ännu. I syfte att förbättra marknadens effektivitet pågår ett omfattande arbete med att harmonisera reglerna som styr marknaden. Kraven på ett prospekt och konsumentskyddet vid handel med finansiella tillgångar över gränserna är två exempel på frågor som i sen tid har varit föremål för försök att skapa nya regler. Dessa regler ska förenkla handel med finansiella instrument över gränserna och göra det möjligt att fullt ut utnyttja fördelarna med en av världens största kapitalmarknader.

Så länge Sverige står utanför valutaunionen har vi svårt att med full trovärdighet och med inflytande över besluten delta i processen. De nya beslut som fattas kommer icke desto mindre att påverka Sverige. Ett medlemskap i valutaunionen ger oss det inflytande vi behöver för att ha en möjlighet att ta vara på Sveriges intressen i den vidare utvecklingen av valutaunionen.

Noter

- ¹ Jag vill tacka Ulf Jakobsson, Bengt Edholm, Jan Häggström, Peter Englund samt Ulf Wissén för synpunkter på tidigare utkast samt Johan Javeus för hjälp med diagrammen. Återstående oklarheter är mina egna.
- ² "Allt annat lika" innebär speciellt att de två valutorna är lika stabila. Om de är olika värdebeständiga kompliceras jämförelsen.
- ³ Denna argumentation finns hos exempelvis Mundell (1999).
- ⁴ Om man kastar en stor sten i en liten damm blir det sjögång. Samma sten kastad i Stilla Havet märks inte.
- ⁵ Se Kalemlı-Ozcan, Sörensen och Yosha (2003).
- ⁶ Se Boot, A. (2001).
- ⁷ I förhållande till statsobligationsräntan på motsvarande löptid.
- ⁸ Se Bris, Koskinen, Nilsson (2002).
- ⁹ The Financial Services Action Plan är ett exempel på ett sådant program som syftar till att skapa förutsättningar för en integrerad kapitalmarknad.
- ¹⁰ En räntepunkt är en hundraedels procentenhet.
- ¹¹ Begreppet är hämtat från Mundell (1961).
- ¹² Resonemanget har relevans för Sverige och även för Danmark. För Storbritannien som redan är ett förhållandevis stort valutaområde är argumentet inte lika starkt.

- ¹³ Att ”swappa” är en kapitalmarknadstransaktion som innebär att samtliga kassaflöden i en valuta – i exemplet euro – växlas till kassaflöden i en annan valuta – i exemplet kronor. Transaktionen gör således om ett eurolån till ett lån i svenska kronor vad gäller kassaflödesegenskaperna hos lånet.

Referenser

- Boot, A. W. ”Relationship Banking: What Do We Know?”, *Journal of Financial Intermediation* 9, 7–25 (2000).
- Bris, A, Koskinen, Y samt Nilsson, M: ”The Euro Is Good After All: Corporate Evidence.” Research Report from the Stockholm Institute for Financial Research, No 9, november 2002.
- Kalemlı-Ozcan, S., Sørensen, B.E. , Yosha O.: ”Asymmetric Shocks in a Monetary Union: Updated Evidence and Policy Implications for Europe.” Mimeo. Februari 2003.
- Mundell, Robert A.: ”The Euro and the Stability of the International Monetary System.” Mimeo. Columbia University, januari 1999.
- Mundell, Robert A. (1961): ”A Theory of Optimum Currency Areas,” *American Economic Review* 51: 657–65 (mars).

Småföretagens närmande till Europa¹ – vad betyder en övergång till euro?

Pontus Braunerhjelm

Inledning

De svenska storföretagen har sedan lång tid tillbaka anpassat sina system och sina rutiner till euron. Men hur ser det ut när det gäller de mindre företagen? Svenska småföretag är framför allt inriktade på lokala marknader, exportandelarna är jämförelsevis låga och produktionen domineras av enklare produkter och detaljhandel, även om också avancerade tjänstesektorer och högteknologisk nischproduktion finns representerad. Hur påverkas dessa företag av en övergång till euron? Vilka fördelar respektive nackdelar kan förväntas vid en övergång till euron? Och vad händer ifall Sverige hamnar utanför euroområdet? Dessa frågeställningar kommer att belysas i det följande kapitlet.

Ekonomisk teori ger ingen vägledning när det gäller just hur mindre företag påverkas av ett inträde i en valutaunion. De teoretiska utgångspunkterna för detta kapitel är snarare hur valutaunioner kan tänkas påverka företag oavsett deras storlek, lärdomar hämtade ur industriell organisation samt vilka drivkrafter som styr entreprenörskap och småföretagande.² I analysen nedan kommer konsekvenserna för de mindre företagen att indelas i företagsinterna effekter med vilket vi avser t ex förändringar i kostnader, växelkursrisker och konkurrenstryck, samt hur den ekonomiska politiken påverkas av ett inträde i valutaunionen och i vilken mån detta återverkar på småföretagens situation.

Det finns starka skäl till att småföretag skulle påverkas annorlunda än storföretag av ett inträde i valutaunionen. De större företagen är vana att hantera gränsöverskridande transaktioner, de har breda kontaktytor och en kompetensprofil som inte är lika inriktad på produktion som i småföretagen utan också innefattar specialistkompetens relaterad till finans- och valutamarknaderna. Rimligen bör därför anpassningskostnaderna vara lägre hos storföretagen, vanan att hantera valutarisker och bemöta internationell konkurrens finns redan. I detta avseende kan man förvänta sig att småföretagen skulle ha mest att vinna på införandet av en enhetlig europeisk valuta; valutarisken försvinner, transparensen ökar och behovet av specialistkompetens inom företagen minskar.

Samtidigt innebär småföretagens specialisering mot (genomsnittligt) enklare led i förädlingsvärdekedjan att just dessa kan tänkas vinna mest på en rörlig växelkurs. Det vill säga, leder stigande kostnader till att småföretagens konkurrensläge försämras kan en anpassning ske via växelkursen för att återställa konkurrenskraften. Detta resonemang bygger dock på att just småföretagens kostnadsläge återspeglas i växelkursen, vilket inte alls behöver vara fallet. Den svenska kronan påverkas av förväntningar generellt om vår ekonomiska utveckling gentemot andra länder, handelsbalansens utveckling och finansiella flöden som kan hänföras såväl till omviktningar i placerarnas portföljer som till Sveriges lånebehov. Inget talar för att växelkursen bestäms just med utgångspunkt i de mindre företagens kostnadslägen. Dessutom kan växelkursförändringar som inte förklaras av skillnader i priser och kostnader bestå under lång tid.

I ett längre perspektiv kan det dessutom förväntas att enklare produktion så småningom hamnar i andra länder med lägre kostnader, medan utvecklade länder specialiserar sig på mer avancerade och högförädlade produkter.³ Förmodligen är det så att andra faktorer är minst lika viktiga för småföretagens konkurrenskraft som växelkursen; tillgång på kompetens, fungerande arbetsmarknad, regleringar och skatter, ränteläget. Inte minst den sistnämnda faktorn är av betydelse för småföretag som i högre grad än storföretag är lånefinansierade.

Till detta ska läggas att småföretagen inom den del av ekonomin som är mer utsatt för importkonkurrens – tillverkningsindustri – ofta är län-

kade till storföretagen på ett eller annat sätt. Dessa har under senare år satt press på småföretag och underleverantörer att de ska bygga upp en egen utvecklings- och i vissa fall forskningskapacitet. En småföretagsstrategi som bygger på specialisering av enklare varor eller tjänster är knappast en långsiktig hållbar strategi, varken för det enskilda företaget eller för landet.

Det finns följaktligen inga enkla svar på hur småföretagen påverkas av Sveriges val rörande valutasamarbetet. Argument kan lanseras som stöder såväl ett svenskt innanför- som ett utanförskap. Efter att ha gått igenom tänkbara effekter kommer vi landa i slutsatsen att det är i de svenska småföretagens intresse att Sverige ansluter sig till euron.

Vi inleder med att i det följande avsnittet redogöra för den svenska småföretagsstrukturen i ett EU-perspektiv. Särskild uppmärksamhet riktas mot vårt grannland Finland på grund av dess stora likhet med svensk ekonomi. Därefter (s 138) redogör vi för småföretagarnas attityder och förväntningar på EMU och euron. Utifrån de likheter som vi noterat i jämförelsen med Finland kommer vi i det därpå följande avsnittet (s 141) att mer i detalj studera hur övergången till euro påverkat de finska småföretagen. I avsnitt fem (s 143) diskuteras de konsekvenser som ett inträde skulle innebära för den ekonomiska politiken, med tonvikt på effekterna för småföretagen. De huvudsakliga slutsatserna sammanfattas därefter.

Svenska småföretag i ett EU-perspektiv

Skiljer sig förutsättningarna för en övergång till euron i svenska småföretag jämfört med andra länder? För att få svar på den frågan inleder vi med att jämföra den svenska småföretagssektorn med övriga EU-länder. Skiljer sig Sverige från andra EU-länder beträffande andelen småföretag och sysselsättning? Är kostnaderna högre? Hur ser det ut med innovationsbenägenheten i de svenska småföretagen jämfört med andra länder? Särskild uppmärksamhet kommer att ägnas Finland som liknar Sverige vad gäller industristruktur, storleksfördelning, institutioner och värderingar. Samti-

digt har Finland varit en stark förespråkare av EMU och deltagit fullt ut i eurosamarbetet, vilket innebär att en jämförelse med svenska förhållanden kan ge värdefulla insikter i eventuella framtida anpassningsproblem. Innan vi går in på den ländersvisa jämförelsen ska vi definiera vad vi menar med småföretag.

Enligt Eurostatsdefinitioner delas företagen in i följande storleksklasser:

Mikroföretag, färre än 10 anställda och en omsättning på högst ca 9 miljoner kronor (1 miljon euro) eller en balansomslutning på högst ca 12,5 miljoner kronor (1,4 miljoner euro).

Småföretag, färre än 50 anställda och en omsättning på högst ca 80 miljoner kronor (9 miljoner euro) eller en balansomslutning på högst ca 90 miljoner kronor (10 miljoner euro).

Medelstora företag, färre än 250 anställda och en omsättning på högst ca 450 miljoner kronor (50 miljoner euro) eller en balansomslutning på högst ca 390 miljoner kronor (43 miljoner euro).

Små och medelstora företag (SME), företag med 0–249 anställda.

Storföretag, fler än 250 anställda.

Källa: Europeiska kommissionen 2003.

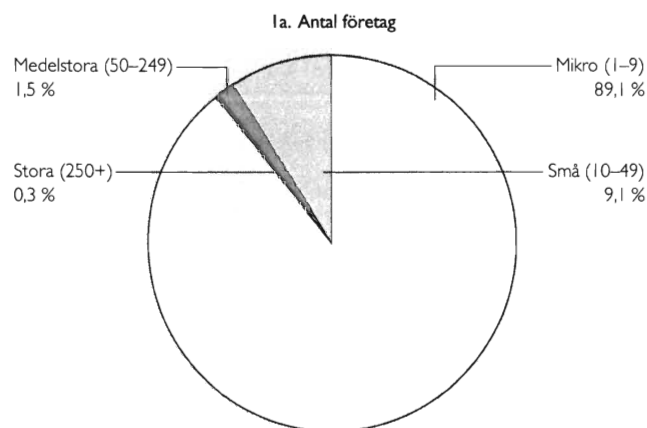
Småföretagens andel av EU-ländernas ekonomier

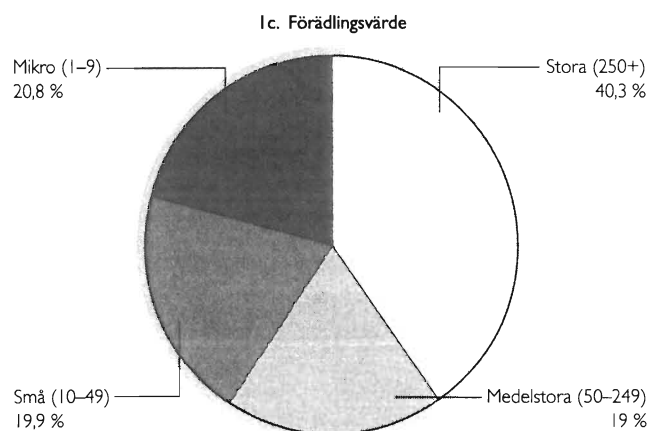
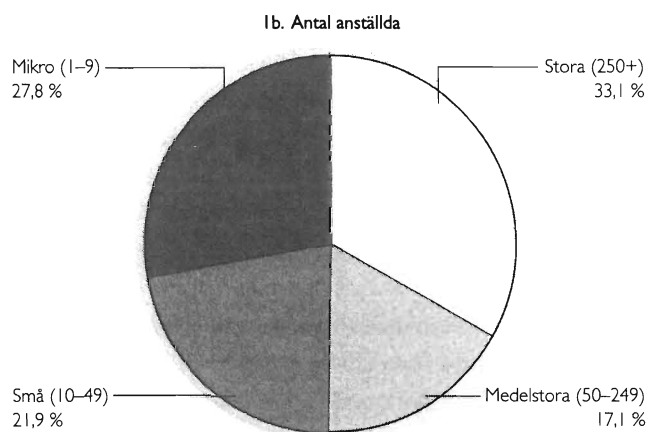
Låt oss först få en uppfattning om den svenska småföretagssektorn. I Sverige fanns år 1998 cirka 500 000 små och medelstora företag som svarade för 60 procent av sysselsättningen, 57 procent av förädlingsvärdet och 66 procent av investeringarna i näringslivet.⁴ Dessa andelar fördelar sig förhållandevis jämt på storleksklasserna 0–9 anställda, 10–49 anställda och 50–249 anställda (Nutek 2001). Små och medelstora företag svarar följaktligen för en betydande del av den svenska ekonomin, tillsammans är de viktigare än storföretagen. Det understryker vikten av att förstå hur dessa företag påverkas av Sveriges ställningstagande i förhållande till valutaunionen.

Enligt Eurostat utgör mikroföretagen (1–9 anställda) knappt 90 procent av totala antalet företag i EU-länderna och tillsammans med småföretagen uppgår andelen till hela 98,2 procent av företagen (figur 1a). Fördelat på sysselsättnings- och förädlingsvärdeandelar ser dock bilden radikalt annorlunda ut; mikroföretagens andel uppgår till knappt 28 procent av antalet sysselsatta och cirka 21 procent av förädlingsvärdet och inkluderas småföretag ökar detta till cirka 50 procent respektive 41 procent (figur 1b och 1c). Storföretagen (totalt 0,3 procent av företagen) svarar för hela 40 procent av förädlingsvärdet och en tredjedel av sysselsättningen. Inte desto mindre är småföretagen synnerligen viktiga för sysselsättning och produktion. Dessutom, som visats i studier internationellt och i Sverige, är småföretagen centrala för att skapa ny sysselsättning (Davidson m fl 1996, Loveman m fl 1991, Johansson 2001).

Figur 1 a–c. Fördelning av antalet företag, sysselsättning och förädlingsvärde på företagens storlek, EU, 2000.

Nedbrutet på storleksklasser redovisas inte företag med noll anställda (egenföretagare) i enlighet med direktiven för Eurostat.





Källa: Schmiemann 2002

Av den ländervisa fördelningen framgår att länderna skiljer sig åt betydligt (tabell 1). Även om andelen mikroföretag ligger runt 90 procent i de flesta länder, varierar deras sysselsättningsandelar från 41 procent i Spanien till 14 procent i Danmark. Storföretagens förädlingsvärdeandelar sträcker sig från 55 procent i Tyskland till 27 procent i Italien och Spanien. Notera också skillnaderna mellan Finland och Sverige. Småföretagsandelen uppgår till 98 (Finland) respektive 99 procent (Sverige), medan skillnaderna i sysselsättningsandelen är avsevärt större; 41 procent i Finland och

47 procent i Sverige. Svenska småföretag är följaktligen mer arbetskraftsintensiva än de finska. På ungefär motsvarande sätt skiljer sig också förädlingsvärdeandelarna mellan länderna – cirka 33 procent av förädlingsvärdet kan hänföras till finska småföretag medan andelen i svenska småföretag uppgår till knappt 38 procent. Här framstår Finland som något mer storföretagsberoende än Sverige.

Tabell 1. Fördelning av antal företag, anställda och förädlingsvärde på företagens storleksklasser, 12 EU-länder, 2000.

Storleksfördelning, andelar (%)	B	DK	D	E	F	I	NL	A	P	FIN	S	UK
Mikro (1–9)	92,1	79,7	81,4	93	92,1	94,9	91,3	83,2	93	90,2	93,3	85,5
Små (10–49)	6,7	16,4	15,5	6,2	6,7	4,5	7,3	14,2	5,9	8,1	5,6	12,2
Medelstora (50–249)	1,0	3,2	2,6	0,7	1,1	0,5	1,1	2,2	1	1,5	0,9	1,9
Storföretag (250–)	0,2	0,7	0,5	0,1	0,2	0,1	0,3	0,4	0,1	0,2	0,2	0,4
Sysselsättning, andel (%)	B	DK	D	E	F	I	NL	A	P	FIN	S	UK
Mikro (1–9)	30	13,9	19,1	40,6	24,5	47,8	22,3	22,4	43,4	22,5	28	21,7
Små (10–49)	21,4	23,8	22,5	24,4	21,2	21,9	24,3	24,2	21,3	18,4	19	18,1
Medelstora (50–249)	15,3	23,5	19,5	14,8	16,6	12,5	14,9	20,4	17,3	17,6	16,1	15,3
Storföretag (250–)	33,3	38,8	39	20,3	37,7	17,8	38,5	33	18	41,5	36,9	44,9
Förädlingsvärde, andel (%)	B	DK	D	E	F	I	NL	A	P	FIN	S	UK
Mikro (1–9)	19	13,1	8,5	30	19,5	32,5	–	16,7	30,6	17,5	20,1	20,9
Små (10–49)	20,9	20,7	16,4	23,9	19,1	23,4	–	21,7	20	15,6	17,7	20
Medelstora (50–249)	18,7	22,7	20,6	18,6	16,9	16,6	–	21,9	20,7	16,2	17,8	18,3
Storföretag (250–)	41,4	43,5	54,5	27,4	44,5	27,4	–	39,7	28,6	50,7	44,4	40,8

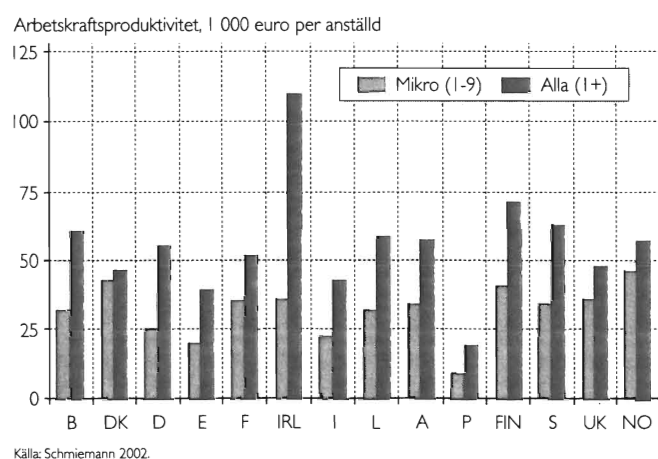
Källa: Schmiemann (2002).

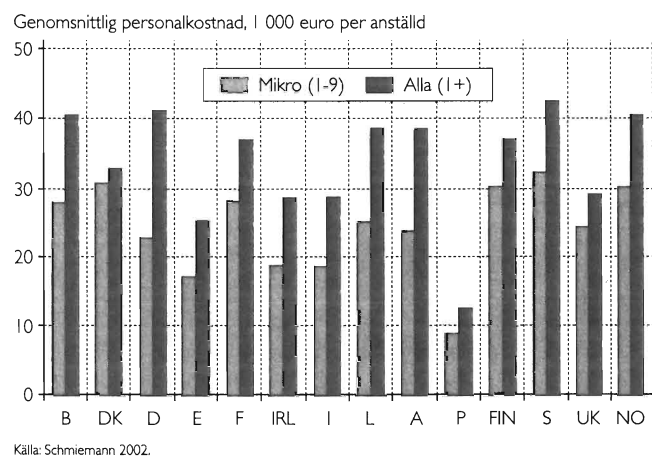
Not: Data saknas för Irland (IRL) och Luxemburg (L). För övriga datarestriktioner, se Schmiemann (2002).
B=Belgien, DK=Danmark, D=Tyskland, E=Spanien, F=Frankrike, I=Italien, NL=Nederländerna, A=Österrike,
P=Portugal, FIN=Finland, S=Sverige, UK=Storbritannien.

De problem som eventuellt kan uppstå vid en övergång till euro har bl a att göra med småföretagens produktivitet och kostnadslägen. Generellt kan förväntas att en hög produktivitet och relativt låga kostnadslägen ökar förutsättningarna för en smidig övergång till euron.

I figur 2a visas arbetsproduktiviteten i EU-länderna fördelade på samtliga företag och mikroföretagen medan figur 2b visar motsvarande arbetskraftskostnader för företagen. Sverige, liksom Finland, uppvisar en högre produktivitet när samtliga företag inkluderas. De svenska mikroföretagens nivå motsvarar ungefär EU-genomsnittet, medan Finlands nivå är något högre. Beträffande arbetskraftskostnaderna (figur 2b) kan noteras att Sverige ligger i topp när samtliga företag inkluderas. Nivån är något lägre när jämförelsen avgränsas till mikroföretagen men även här framstår en tydlig skillnad jämfört med övriga länder. Trots en produktivitet som inte är högre än i andra EU-länder, har svenska mikroföretag de i särklass högsta arbetskraftskostnaderna. Den höga kostnaden för just denna grupp av företag torde vara ett resultat av den solidariska lönepolitiken. Samtidigt kan konstateras att ungefär samma förhållanden råder i Finland, liksom i de andra nordiska länderna.

Figur 2 a–b. Jämförelse av arbetsproduktivitet och arbetskraftskostnader fördelade på företagsstorlek, 13 EU-länder och Norge, 2000.



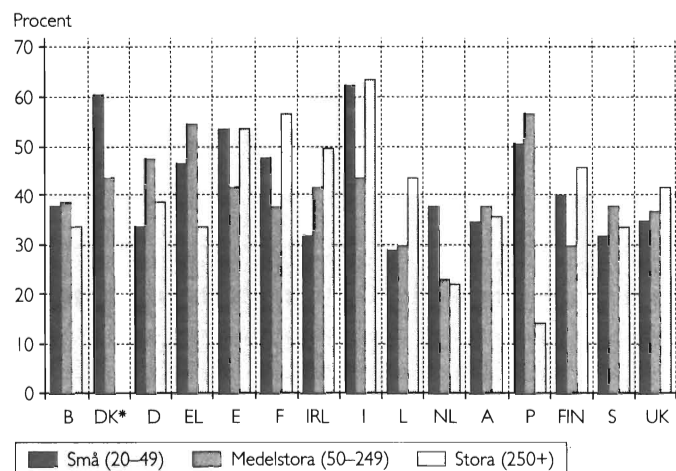


Ytterligare en viktig aspekt i detta sammanhang har att göra med förnyelsekrafter. Förutom genom pris konkurrens kan företagen också konkurrera genom att introducera nya produkter på marknaden, öka förädlingsvärdet och förbättra sina marginaler. Här spelar länkarna mellan företagen och samhällets (antingen det är företag eller offentliga institutioner) satsningar på forskning och utveckling (FoU) och en ekonomis förmåga att kommersialisera dessa satsningar en central roll. Vanligen brukar vi karakterisera detta med hur väl innovationssystemen fungerar. I Sverige har den så kallade FoU-paradoxen uppmärksamats i tidigare studier (Braunerhjelm 1998, Andersson m fl 2002). Trots stora investeringar i FoU under flera decennier har inte den svenska produktionens specialisering förskjutits mot mer högteknologisk produktion jämfört med andra länder. En förklaring som lanserats är det låga teknikbaserade nyföretagandet och de svaga länkarna mellan företagande och universitetsbaserad forskning.

I figur 3 visas hur stor andel företag som har mer än 10 procent av sin försäljning från nya produkter eller produkter som väsentligt modifierats, fördelat på olika företagsstorlekar. För den minsta storlekskategorin (20–49 anställda) som data finns tillgängliga för, framgår att av 15 länder så rankas Sverige på trettonde plats. Vi placerar oss klart efter Finland, samt betydligt efter EU:s mest innovativa småföretag som återfinns i

Danmark och Italien. Ungefär samma bild framträder beträffande kategorierna medelstora och stora företag.

Figur 3. Andel av näringslivets företag som erhåller mer än 10 procent av sin omsättning från nya, eller inom de två senaste åren förnyade, produkter, maj 2001.



Not: Respondenter som har svarat "vet ej" eller inte svarat alls är exkluderade. Data är hämtade från Flash Eurobarometers enkätundersökning till drygt 3 000 företag inom EU.

* Data över stora företag ej tillgängliga.

Källa: Schmiemann 2002.

De överlägset mest framträdande förklaringen till Sverige förhållandevis låga position är dålig tillgång till utbildad arbetskraft (humankapital). Däremot uppges förmågan att ta till sig ny teknik vara god liksom kontakter med innovativa kunder och inom nätverk. Detta gäller både i jämförelse med EU-snittet och med Finland (tabell 2).

Tabell 2. De största hinder för innovationer enligt småföretagens bedömningar, 2001, EUs genomsnitt, Finland och Sverige. Andel företag som uppgivit respektive faktor som hinder.

Land/region	EU-15	Finland	Sverige
Kapacitet att använda ny teknik	34	43	18
Tillgång till humankapital	49	57	64
Tillgång till finansiering	24	11	20
Immateriell lagstiftning	12	2	11
Nätverk	19	26	24
Innovativa kunder	40	35	24

Not: Data är hämtade från Flash Eurobarometers enkätundersökning till drygt 3 000 företag inom EU.
Källa: Schmiemann (2002).

Småföretag, EMU och internationell handel

Storföretagen svarar för huvuddelen av svensk export. Antalet företag som är involverade i handel ökade dock kraftigt under perioden 1987 till 1996 och likaså har handeln mer generellt ökat från mitten av 1980-talet.⁵ Delvis kan detta förklaras med att integrationen i Europa lett till såväl handelsstrande som handelsomfördelande effekter.

Ett inträde av Sverige i valutaunionen kan förväntas förenkla möjligheterna till handel för i första hand småföretagen.⁶ De svarar för knappt 10 procent av exporten (under senare hälften av 1990-talet). Ofta är emellertid importandelarna betydligt större, i Sverige uppgår de i snitt till cirka 25 procent. Det är därför alltför begränsat att utgå från småföretagens export när handelseffekter diskuteras; än viktigare är importen och att småföretagens kunder indirekt utsätter dem för internationell konkurrens. Notera att redan i början av 1990-talet riktades 40 procent av småföretagens försäljning i tillverkningsindustri till företag som på ett eller

annat sätt var internationellt verksamma (50 procent för mer avancerade produkter), en andel som sannolikt kvarstår eller har ökat något (Braunerhjelm 1991).

Frågan är hur utrikeshandeln kommer att påverkas av en valutaunion och särskilt hur de små företagen situation förändras. Det förefaller klart att valutaunioner mer generellt har betydande handelsalstrande effekter. Roses (2000) studie var bland de första som påvisade stora handelseffekter av valutaunioner – upp till tre gånger så stor handel jämfört med liknande länder som inte hade en gemensam valuta. Även efter att hänsyn tagit till tänkbara metodologiska problem (Persson 2001, Tenreyro 2002) visade det sig att effekterna av en valutaunion var avsevärda, omkring 60 procent större handel.⁷ Ett problem med dessa tidigare arbeten är att de avser små länder eller regioner, ofta belägna i utvecklingsländer eller under en tidsepok som på olika sätt markant skiljer sig från dagens förutsättningar inom EU.⁸

Nyligen har ett par studier analyserat hur euron påverkar – eller kan förväntas påverka – handeln mellan länder som ingår i en valutaunion. Rose och Wincoop (2001) hävdar att – givet vissa förutsättningar – de handelsalstrande effekterna kommer att vara betydande, utan att ha tillgång till den faktiska utvecklingen bland EMU-länderna. Mer intressant är en studie av Micco, Stein och Ordoñez (2002) som inkluderar handelsdata i sin analys under perioden 1980 till och med 2001. Det innebär att de kan inkludera den period då EMU formellt bestämdes och växelkurserna låstes mot varandra. När hänsyn tagits till ekonomiernas storlek, BNP per capita, avstånd mellan marknader, gemensamma gränser och om länderna är med i något frihandelsområde, visar författarna på betydande handelseffekter för de länder som beslutat sig för att ingå i valuta-samarbetet. De bilaterala handelsflödena mellan EMU-länderna beräknas ha ökat med mellan 12 och 19 procent under 1999–2001.⁹

Småföretag och växelkursrisk

Växelkursriskerna kan delas in i dels de som är av kortsiktig natur, dels de som verkar på lite längre sikt. Den förstnämnda risken hänför sig framför

allt till utrikeshandeln, medan långsiktiga avvikelser från växelkurser som kan räknas fram utifrån kostnader och relativpriser påverkar investerings- och lokaliseringsbeslut.¹⁰ Vi kommer kortfattat att gå igenom dessa olika typer av växelkursrisk.

Kortsiktiga valutafluktuationer påverkar intäkter respektive kostnader vid export och import, dvs risken ökar jämfört med om transaktionen skulle skett inom ett och samma valutaområde. Om ett företag säljer (eller köper) en viss mängd varor till ett givet pris i utländsk valuta, kan intäkterna (eller kostnaderna) i svenska kronor påverkas genom valutafluktuationer. Till viss del kan dessa valutarisker undvikas genom olika finansiella instrument som marknaden tillhandahåller (terminskontrakt etc). För detta finns dock en kostnad. För att fullständigt eliminera valutarisken måste företaget vidare antingen exakt veta tidpunkten för transaktionen eller så krävs avancerad specialistkompetens. För småföretagaren innebär en valutaexponering en ökad administration (ofta är företaget själv verksam i produktionen) och fördyringar (Wikner m fl 2003). Ofta används därför tumregler av olika slag.

Långsiktiga avvikelser i valutakurserna är ett väl dokumenterat fenomen (s k overshooting), t ex vad gäller den amerikanska dollarn under slutet av 1980-talet (och förmodligen även 1990-talet), men även i Japan och Schweiz. Dessa avvikelser är omöjliga eller mycket svåra att försäkra sig mot, finansiella instrument är helt enkelt illa rustade för att hantera en sådan utsträckning i tiden. Denna osäkerhet påverkar mer direkt företagets investerings- och lokaliseringsbeslut, och i stigande grad så beroende på hur stora transaktioner företaget har med omvärlden. Storföretagens strategier för att bemöta dessa risker har varit att decentralisera produktionen till olika valutaområden för att säkerställa att både kostnader och intäkter sker i samma valuta. De mindre företagen har inte den möjligheten, snarare riskerar denna osäkerhet att slå mot investeringarna hemma.

En viktig aspekt av växelkursrisken vid ett utanförskap är att det gör det mera kostsamt för mindre svenska företag att komma in på eurolånemarknaden. Så långt vi hittills har sett tenderar osäkerhet och förväntningar att leda till ett högre svenskt ränteläge än i euroområdet.¹¹ Små-

företagen, som i betydligt högre utsträckning är lånefinansierade än storföretagen, är de som drabbas hårdast och som är betydligt mer beroende av de nationella lånemöjligheter som står till buds jämfört med företag som är verksamma internationellt.¹²

I det tidigare avsnittet konstaterades att handeln har ökat mellan länder som ingår i en valutaunion, däremot förklaras inte vad detta beror på. En möjlig förklaring är att småföretagen funnit det lättare att importera från mer konkurrenskraftiga utländska leverantörer i näraliggande EMU-länder tack vare låsningen av växelkurser och införandet av euron. Utan att ha tillgång till data som visar handelsflödena fördelade på olika storlekskategorier kan vi bara spekulera i hur småföretagen påverkat handelsflödena. Men en sådan utveckling ligger väl i linje med att småföretagen utsätts för en högre konkurrens i ett valutaområde, och stöds också av uppgifter från finska företag (se nedan).

Hur ser småföretagen på ett inträde i valutaunionen?

Attitydundersökningar har genomförts regelbundet sedan åtminstone mitten av 1990-talet vad avser småföretagens syn på ett inträde i EMU. Ett mycket stort stöd kan överlag konstateras bland småföretagen för en övergång till euron. Och stödet har inte förändrats nämnvärt ju närmare vi kommit ett eventuellt ”skarpt” läge. I en undersökning genomförd av Företagarnas riksorganisation i slutet på 2002 framkommer t ex att 70 procent av småföretagen anser att Sverige bör gå med i EMU och endast 15 procent är motståndare till EMU.¹³ Samtidigt visar en tidigare undersökning från hösten 2001 att drygt 70 procent av småföretagen tror att ett inträde inte spelar så stor roll för företaget, medan en knapp tredjedel förväntar sig positiva effekter för deras verksamhet av ett inträde i valutaunionen. Särskilt positiva är de företag som är involverade i utrikeshandel, ofta belägna nära gränserna, samt företag i län med den bästa småföretagskonjunkturen. Företag som handlar över gränserna är också mest välförberedda, vilket tyder på att det är dessa småföretag som driver på utrikeshandeln som diskuterades ovan.¹⁴

En attitydundersökning som presenterades av Svenskt Näringsliv i februari 2003 visar att åsikterna kring en anslutning till euron i princip är oförändrade jämfört med 2001. I storleksklassen 1–9 anställda uppger 62 procent av de tillfrågade att de skulle rösta ja till euron, medan motsvarande andel i storleksklassen 10–49 är 76 procent. Av dessa är en överväldigande majoritet mycket säker eller säker på att de kommer att rösta för en övergång till euron och att detta är en fråga av betydande vikt för företaget. Likaså tror företagen – oavsett storlek – att införande av euron kommer att leda till högre tillväxt, lägre priser och en lägre ränta.

Det är också intressant att notera att 56 procent av mikroföretagen och 66 procent av småföretagen tror att det är bra för Sveriges ekonomi att euron införs. Motsvarande siffror när det gäller förutsättningar för företagande är 70 (mikroföretagen) och 77 (småföretagen) procent. Precis som tidigare ökar stödet från företag som är inbegripna i utrikeshandel.

Över lag är följaktligen stödet mycket starkt för att Sverige ska ersätta kronor med euro bland småföretagen. I flertalet länder har också stödet från småföretagen varit relativt högt. Ett land som avviker är dock Storbritannien (Forum of Private Business 2003). I princip är det praktiskt taget omvända siffror som gäller. I en rapport som också presenterades i februari 2003 visade det sig att cirka 60 procent av de tillfrågade företagarna uppgav att de skulle rösta nej till att införa euron, medan knappt 35 procent var positiva till att Storbritannien inträdde i valutaunionen. Dessa negativa stämningar förklaras inte av företagen enbart verkar på den lokala marknaden. Många av företagen handlar med företag i euroområdet och 25 procent av företagen hävdade att deras verksamhet direkt påverkats av euron medan 36 procent konstaterade att de indirekt påverkades. Eftersom småföretagen enligt rapporten haft ökade kostnader i sina relationer till företag i euroområdet (vilket borde tala för en mer positiv inställning till ett inträde i valutaunionen), får dessa negativa attityder hänföras den bredare skepticism som råder i Storbritannien beträffande euron.

Förberedelser och erfarenheter i andra länder av övergången till euro

Europeiska kommissionen har utrett – och i olika studier understrukt – vikten av att vara förberedd för en övergång till euro och uttalat oro för att småföretagen inte vidtagit tillräckliga åtgärder. Tänkbara problem som lyfts fram har att göra med anpassningen av IT-system, prissättning och det praktiska genomförandet av själva omställningen. Kostnadsmässigt utgör anpassningen av IT-systemen den tyngsta delen för företagen. För det enskilda företaget är det avhängigt hur mycket av IT-baserade verksamheter som finns inom företagen och hur mycket – t ex bokföring – som köps från externa leverantörer, ofta större företag.

Denna oro förefaller dock i stort sett ha varit ogrundad. Övergången tycks ha skett utan större problem enligt en utvärdering gjord av Europeiska kommissionen (Europeiska kommissionen 2002, FEE 2002). Per den 1 januari 2002 hade redovisningssystemen ställts om i 94,9 procent av undersökta fall, priserna var till 95,1 procent uttryckta i euro och 86,7 procent av IT-systemen var också anpassade till eurobaserade transaktioner. Även i den minsta företagsklassen (0–9 anställda) hade 85,3 procent av företagen ställt om sina IT-system. Andelen företag som uppgav sig ha stött på problem begränsades till 15 procent, framför allt relaterat till IT-anpassning och prissättning. Endast 4 procent av företagen framhöll att anpassningen varit svårare än väntat medan 35 procent tyckte att det gått enklare än vad man föreställt sig. De problem som uppstått drabbade dock till överväldigande del småföretagen.

Hur företagen klarat av övergången, och till vilka kostnader, beror att döma av erfarenheter från andra länder helt på förberedelserna inför euron. Viktigast är att företagen utser en euroansvarig och att datasystemen anpassas för euron (Nutek 2002). Olika undersökningar tyder på att ungefär en dryg fjärdedel av svenska småföretag förberett sig eller utarbetat planer för en övergång till euron. Oavsett Sveriges deltagande i valutaunionen förefaller det finnas anledning för småföretagen att fördjupa sina kunskaper om euron och dess effekter för verksamheten.

Hur klarade sig småföretagen i Finland?

Finland har ungefär samma industristruktur som Sverige, är också storföretagsberoende och delar i många avseenden de svenska ekonomisk-politiska värderingarna. Samtidigt avviker Finland i vissa avseenden. När det gäller strukturella faktorer är andelen småföretag lägre, och beroendet av skogs- och elektroniksektorerna är större i Finland än i Sverige. På ett mer övergripande plan har Finland haft en utrikes- och handelspolitisk situation som väsentligt skiljt sig från Sveriges ända fram till slutet på 1980-talet.

De finska småföretagen var – precis som de svenska – mycket positiva till att införa euron. Detta trots att kostnadsläget för finska småföretag var betydligt högre än för EU-snittet eller jämförbara länder i EU, samtidigt som detta inte motsvaras av en högre produktivitet. Likaså finns i både Sverige och Finland svårigheter när det gäller förnyelsen (definierad som införandet av nya produkter). Med andra ord, en bild tonar fram där förutsättningarna i finska småföretag var ungefär jämförbara med den rådande situationen för svenska småföretag. Frågan är därför hur finska småföretag upplevt anpassningen och övergången till euron. Har den varit svårare än förväntat? Har konkurrenssituationen försvårats och innebär övergången en hämsko med negativa effekter för den ekonomiska politiken?

En första slutsats av de analyser som hittills genomförts är att övergången skett på ett förväntat sätt och att detta inte lett till några dramatiska förändringar i småföretagens situation. Baserat på enkätdata som omfattar småföretag, medelstora och stora företag undersöker Rinkinen och Seristö (2003) hur företagen upplevt övergången till euro, vilka förändringar det inneburit i företagets verksamhet och vilka lärdomar andra länder kan dra från de finska erfarenheterna.¹⁵ Bland de positiva effekter som företagen (oavsett storlek) lyfter fram märks att det är enklare att jämföra priser, lättare att bedriva affärer inom euroområdet och att övergången till euron har varit okomplicerad. Man konstaterar också att övergången inte inneburit några större förändringar i företagets verksamhet – priser, kostnader och vinster har inte påverkats nämnvärt. Tillgången till kapital, och kostnaden för kapital, är också i princip oförändrade. Cirka 35 procent av företagen

uppger att valutariskerna har minskat, sannolikt i första hand de mindre företagen. Inte heller kan företagen – oavsett storlek – identifiera några speciella risker med att vara inlemmade i euroområdet.

Fördelat på olika storlekskategorier är bilden något mer splittrad. Bland större och internationaliserade företag hävdar 70 procent att övergången till euro inte har haft någon effekt alls. Detta är inte oväntat med tanke på att storföretagen varit verksamma internationellt tidigare och har en kompetens att se "igenom" olika valutor. En relativt stor andel av företagen (cirka 66 procent) hade dock upplevt någon form av problem i samband med övergången till euron, framför allt kopplad till olika konverteringskostnader. Huvudsakligen är det de mindre företagen som har upplevt dessa problem.

I tabell 3 specificeras skillnader mellan små och medelstora företag (SMEs) jämfört med storföretagen för ett antal faktorer. Intressant är att en tredjedel av SMEs anser att deras försäljning ökat tack vare valutaunionen, medan motsvarande siffra för storföretagen bara är en femtedel.¹⁶ De stora skillnader som enligt företagen finns vad gäller utbildningsbehov, effekter på kapitalkostnader och tillgång på kapital, speglar sannolikt mer allmänt dessa företagsgruppers olika förutsättningar.

Tabell 3. Finska företags bedömning av effekterna av EMU och euron, 2002.

	SMEs som håller med om uttalandet, procent	Stora företag som håller med om uttalandet
Medlemskap i Emu har haft positiva effekter på försäljningen	31	21
Medlemskap i Emu har ökat behovet av utbildning i företaget	35	50
Övergång till euro har minskat kapitalkostnaderna	28	50
Övergång till euro har ökat tillgången på kapital	7	27

Källa: Rinkinen och Seristö, 2002.

Det framgår också av studien att ju mer internationaliserade företagen är, desto större positiva effekter på försäljning och vinst. Övergripande drar författarna slutsatsen att företagen vunnit på Finlands inträde i EMU och övergången till euron främst på grund av elimineringen av valutarisker, att prisjämförelser förenklats, att transparensen blivit större och genom att det är lättare att göra affärer inom euroområdet. Ökad konkurrens anses inte heller vara något problem. Samtidigt påpekar man att det finns en tidsdimension i hur företagen påverkas. Det är för tidigt att i nuläget dra allt för starka slutsatser rörande effekten av EMU och euron på finska företags verksamhet.

Ekonomisk-politiska konsekvenser för svenska småföretag av euron

För det första kan konstateras att de svenska storföretagen redan finns på euromarknaden och att detta på olika sätt återverkar på småföretagens verksamheter, oavsett om Sverige som nation beslutar att inträda i det europeiska valutasamarbetet eller inte. Småföretagen utsätts indirekt för en internationell konkurrens genom att en så stor andel av deras avsättning antingen exporteras eller går till företag som har verksamhet i flera länder.¹⁷ Därmed exponeras också småföretagen för fluktuationer i växelkurserna.

De mindre företagen har följaktligen få möjligheter att ställa sig utanför EMU, oaktat det kommande politiska ställningstagandet. Mycket talar också för att svenska småföretag är förhållandevis väl anpassade för ett inträde i valutaunionen; IT-kunskapen är hög, det finns en vana att arbeta med internationellt verksamma företag och attityderna till – och förväntningarna på – euron är entydigt positiva.¹⁸ Dessutom finns möjlighet att dra nytta av andra länders erfarenheter, kanske särskilt Finlands. Samtidigt tyngs svenska småföretag av andra faktorer som främst kan hänföras till den ekonomiska politiken, eller kanske snarare brist på en offensiv och framtidsinriktad strukturpolitik.

Den största fördelen med en övergång till euron är att den ekonomis-

ka politiken i Sverige med nödvändighet kommer att skifta fokus; från traditionell makroekonomisk stabiliseringspolitik till mikroekonomisk strukturpolitik. Sett i ett längre perspektiv har den ensidiga inriktningen på stabiliseringspolitiken varit olycklig och skett på bekostnad av mikroekonomiska strukturåtgärder. Oförmågan att inse att förhållanden på mikroplanet har effekter på makronivå har hämmat förnyelsekrafterna och tillväxten i svensk ekonomi. Effekten har blivit att näringslivets struktur konserverats, konkurrensen försvagats och att svenska löner och köpkraft minskat relativt omvärlden. Indikationer på detta är bl a att efter WM-datas bildande 1969 har inga nya storföretag kommit fram och att svensk industri fortfarande är specialiserad på mellan- och lågteknologisk produktion trots att vi under lång tid investerat mer i FoU än något annat land i förhållande till vår storlek (Braunerhjelm 1998).

Den förda politiken skulle kunna sammanfattas som en "bevarandestrategi". Den har baserats på defensiva strukturåtgärder – dvs framtvingade av exceptionella yttre omständigheter (t ex krisen 1991–1993) eller teknologiska framsteg (t ex uppluckringen av olika monopol, TV, posten m m) – eller en anpassning av kronkursen när Sveriges inhemska problem lett till att vi kommit ur fas kostnadsmässigt jämfört med omvärlden.

Alternativet till en anpassning via växelkursen är en offensiv strukturpolitik. När svenska företags konkurrenskraft urholkats på grund av att den svenska kostnadsnivån rusat iväg, speglar detta brister i marknadsmekanismerna. Antingen är produktiviteten för låg på grund av en svag eller obefintlig konkurrens (som underblåsts av en försvagad krona), vilket leder till ineffektiva produktionsmetoder och en svag teknologisk utvecklingskraft (Braunerhjelm m fl 2002). Eller också är kostnaderna för höga som en följd av politiska beslut som ligger utanför marknaderna. Regelverk och skatter, som driver upp kostnaderna och påverkar fördelningen av resurser, är produktivitetshämmande faktorer (Lindbeck 1995, Henrikson och Persson 2001, Du Rietz 2002).

Ett inträde i valutaunionen kräver därför en offensiv förnyelsepolitik som tar sikte på regelverk och skatter som berör entreprenörskap och småföretagande. Svenskt entreprenörskap är vid en internationell jämförelse lågt. Detta gäller särskilt det s k möjlighetsnyföretagandet (till skillnad

från "levebrödsföretagandet"), dvs nyföretagande som bygger på förhoppning om att kunna utveckla och bygga upp en framgångsrik verksamhet (Reynolds m fl 2002). För att komma till rätta med dessa problem krävs bland annat av- och omregleringar på arbetsmarknaden, reformer av socialförsäkrings- och kompensationssystem samt en reformering av skattesystemet. Problemen har belysts i en rad andra studier. Den nuvarande utformningen gör att särskilt mindre svenska företag ofta hamnar i en sämre konkurrenssituation än utländska företag.

De strategiska valen som svenska politiker står inför sammanfattas i tabell 4. Antingen "tar man befälet" och slår in på en offensiv förnyelsepolitik där entreprenörskap, nyföretagande och småföretag – tillsammans med ett inträde i valutaunionen – utgör en av hörnpelarna. Föredrar politikerna att hålla fast vid "bevarandestrategin", dvs den hittills dominerande strategin, kommer vi även fortsättningsvis få se genomförandet av strukturella reformer "under galgen" som skedde i början av 1990-talet. Utvecklingen kommer att präglas av ett defensivt tänkande och kronan kommer – precis som under de senaste decennierna – att parera misstag i politiken genom att köpkraft och löner urholkas, samtidigt som befintliga strukturer gynnas i ekonomin. Vi lägger oss på en tillväxtnivå som underskrider den faktiska potential som finns i svensk ekonomi.¹⁹

Tabell 4. Strategiska vägval för den ekonomiska politiken.

	Förnyelsestrategi	Bevarandestrategi
Strukturpolitik	"Ta befälet" (offensiva strukturreformer)	"Under galgen" (defensiva strukturreformer)
Valutapolitik	EMU	Krona (passiv anpassning)

En framgångsrik och välståndshöjande ekonomisk politik förutsätter att makro- och mikropolitiken kompletterar varandra. De viktiga förbättringar som skedde på makroplanet under 1990-talet – låg inflation, låga räntor och statsfinansier som är i balans – var välkomna och nödvändiga.

Samtidigt är inte dessa åtgärder tillräckliga för att få igång en uthållig, bestående tillväxt. De måste kompletteras med insatser på mikroplanet, dvs en politik som utgår från företagande och entreprenörskap i vid bemärkelse (Acs, Audretsch, Braunerhjelm och Carlsson 2003). Hur de svenska förutsättningarna utformas i detta avseende kommer att vara en avgörande faktor för vår framtida tillväxt och vårt välstånd.

Slutsatser

Vi har konstaterat att enligt Eurostats data är andelen små- och medelstora företag ungefär lika stor i Sverige som i flertalet EU-länder. Sverige, precis som Finland, avviker så till vida att produktiviteten är lägre och personalkostnaderna högre. Likaså visades att innovationsbenägenheten i svenska småföretag var lägre än i flertalet andra EU-länder, vilket tyder på brister i de svenska innovationssystemen. Detta kommer att ställa krav på en förnyelse av den ekonomiska politiken.

Samtidigt har svenska småföretag en odelat positiv syn på ett inträde i den europeiska valutaunionen; det anses viktigt för företaget, investeringar och handel förväntas öka, man bedömer att det kommer innebära en högre tillväxt för Sverige. Ett inträde i valutaunionen skulle bidra till att minska den osäkerhet som i dag präglar företagets agerande, vilket i sin tur sannolikt ökar företagets vilja att investera och nyanställa. Man har – till skillnad från storföretaget – inte lika stora möjligheter att ”rösta med fötterna”, dvs förlägga verksamheten till ett annat land. Den ökning i utrikeshandeln som de flesta studier pekar på att valutaunioner leder till, tyder på att småföretagens positiva förväntningar är berättigade.

Vi konstaterade också att de finska småföretagen, som uppvisar stora likheter med de svenska, inte upplevt några större problem med övergången till euro. Tvärtom var det övergripande omdömet att anslutningen till euron fungerat bra och att de positiva erfarenheterna hittills dominerat.

De företagsinterna effekterna – förändringar i kostnader eller konkurrens – talar således i detta skede för att småföretagen skulle gynnas av ett

inträde i valutaunionen. En anslutning till EMU skulle därtill kunna utgöra grunden för en kraftfull förnyelsepolitik, helt i linje med EUs ambitioner i den så kallade Lissabondeklarationen: dvs att EU fram till 2010 ska bli världens ledande kunskapsregion, präglad av entreprenörskap samt stigande förädlingsvärden, löner och tillväxt.

En gemensam valuta innebär att olika verksamheter utsätts för en betydligt hårdare konkurrens. Priser på insatsvaror kan jämföras på ett annat sätt, importkonkurrensen ökar, företag från andra länder kan lättare etablera sig i Sverige.²⁰ Inom större företag blir det enklare att jämföra lönsamhet och kostnader i olika länder vilket påverkar investeringar och länkar till lokala småföretag.²¹ En mer dynamisk framtida utveckling förutsätter därför fungerande innovationssystem och att Sveriges konkurrenskraft i högre utsträckning än i dag baseras på nya produkter och inte lika mycket på låga prisnivåer.

Den tilltagande konkurrensen drabbar emellertid inte bara ekonomiska aktiviteter – också politiken utsätts för konkurrens när det blir lättare att jämföra utvecklingen inom euroländerna. Detta kan, i takt med att kapital, företag och individer blir allt rörligare, avgöra var det framtida kunskapskapitalet och de framtida entreprenörerna hamnar. Det är detta som bestämmer hur tillväxt och välstånd fördelas mellan regioner och länder.

Noter

- ¹ Den politiska principen bakom EU – och i förlängningen EMU – uttrycks i Romfördraget i en välciterad passus som ”folkens närmande till Europa” för att uppnå fred och välstånd.
- ² Vi kommer inte att presentera några modeller eller gå igenom teorin. För den intresserade hänvisas till Acs och Audretsch (2002) när det gäller entreprenörskap samt till Calmfors (1996) för en genomgång av valutaunioners mer generella effekter.
- ³ Jämför produktcykelteorin (Vernon 1966).
- ⁴ Exklusive jordbruk, skogsbruk, fiske, offentligt ägda företag och ej branschredovisade företag. Tillsammans uppgår dessa till cirka 250 000 företag (Nutek 2001).
- ⁵ Olsson (1996) visar att antalet företag som var inbegripna i internationell handel stadigt ökade mellan 1985 och 1994. Mätt som andel av BNP ökade utrikeshandeln från 33 procent 1996 till 45 procent 2002 (Wikner 2003).

- ⁶ Se Bergström (2003) för en detaljerad genomgång av hur handelsströmmarna mellan Sverige och euroländerna utvecklats 1996 och 2002. Han konstaterar att Sveriges handel (särskilt importen) med euroländerna utvecklats svagare jämfört med handeln mellan länder som ingår i valutaunionen (Bergström 2003).
- ⁷ En av Perssons skattningar hamnar på en lägre nivå, cirka 13 procent.
- ⁸ Estevadeordeal m fl (2002) och Løpes-Córdova och Meissner 2002) har studerat handelseffekter av valutaunioner (guldmyntfoten) i industrialiserade länder före andra världskriget. De finner effekter ungefär i samma storleksordning som i Glick och Roses (2002) analys för perioden 1948 till 1997, dvs en valutaunion fördubblar handeln för tillkommande länder (se vidare Ekholms och Genbergs kapitel i denna volym). Notera också den studie som gjordes 1995 med syfte att studera hur handelns omfattning påverkades av gränsen mellan Canada och USA. Det visades att handeln mellan två kanadensiska provinser var 20 gånger större än handel mellan en motsvarande, näraliggande amerikansk stat och en kanadensisk provins, vilket bl a förklaras av olika valutor (McCallum 1995).
- ⁹ De skattar en s k gravitationsmodell som innefattar dels 22 länder, dels enbart 15 EMU-länder. Efter olika test för robustheten i resultaten kommer de fram till att valutaunionen – efter att ha isolerat för andra faktorer som påverkar utrikeshandel – i sig haft dessa effekter på handelsflödena.
- ¹⁰ Assar Lindbeck gjorde mig uppmärksam på skillnaden mellan korta och långa växelkursrisker i ett småföretagssammanhang. Se Jakobsson m fl (1999) för en närmare redogörelse av dessa effekter.
- ¹¹ I USA har det visat sig att ränteskillnaderna kan vara betydande, vilket varit kopplat till delstaternas olika skuldsättningsgrad (Bayoumi m fl 1995).
- ¹² Räntedifferensen mellan Sverige och Tyskland på tioåriga statspapper uppgick under 1990 och 1997 till mellan 1 och 5 procentenheter.
- ¹³ Småföretagsbarometern hösten 2002.
- ¹⁴ Undersökningen avser 4 707 företag med 1–49 anställda. Siffran hämtad från Bergström (2001).
- ¹⁵ Mikroföretagen (1–9 anställda) finns följaktligen inte representerade i denna undersökning.
- ¹⁶ Notera att detta är samma andel småföretag som i den svenska attitydundersökningen uppgav att man förväntade sig positiva effekter. Tyder på att finska småföretag ökat sin utrikeshandel.
- ¹⁷ Som påtalats ovan uppgick redan i början av 1990-talet den andel av småföretagens produktion som antingen exporterades eller levererades till multinationella svenska eller utländska företags enheter i Sverige till ca 40 procent av deras totala försäljning (Braunerhjelm 1991). Andelen har snarare ökat än minskat under 1990-talet.
- ¹⁸ Fördelen med en bred och jämförelsevis djup IT-kunskap berör inte enbart anpassning av fakturerings-, bokföringssystem och liknande. Det innebär också att svenska företag står väl rustade att ingå i datorbaserade produktions- och leveranssystem med andra företag.

- ¹⁹ Ett aktuellt förslag som går i motsatt riktning handlar om att övervältra ytterligare delar av kostnaderna för sjukförsäkringssystemet på arbetsgivarna. Visserligen kommer företagen att kompenseras för dessa ökande kostnader men effekten blir att nyanställningar försvåras i de mindre företagen, resursallokeringen försämras och "svaga" individers situation på arbetsmarknaden kommer att undermineras i än högre grad.
- ²⁰ En diskussion uppstod efter eurons införande om huruvida företagen utnyttjat detta för att höja sina priser. Emellertid visas i en rapport från Europeiska kommissionen att ungefär lika många företag höjt respektive sänkt sina priser (mellan 6 och 8 procent), medan det stora flertalet företag bibehållit sina gamla priser (EU 2002). Notera också Calmforsutredningens mycket njugga inställning till eurons konkurrensstärkande effekter (Calmfors 1996).
- ²¹ För en beräkning av tänkbara kostnads- och intäktseffekter på företagsnivå, se Bergström (2000).

Referenser

- Acs, Z. och Audretsch, D., 2003, *Handbook of Entrepreneurship*, kommande, Kluwer Academic Publishers.
- Acs, Z., Audretsch, D., Braunerhjelm, P. och Carlsson, B., 2003, *The Missing Link: The Knowledge Filter and Growth*, Mimeo, SNS, Stockholm.
- Andersson, T., Asplund, O. och Henrekson, M., 2002, *Betydelsen av innovationssystem: utmaningar för samhället och den ekonomiska politiken*, Vinnova, Stockholm.
- Bayoumi, T., Goldstein, M. och Woglom, G., 1995, "Do Credit Markets Discipline Sovereign Borrowers? Evidence From the U.S.", *Journal of Money, Credit and Banking*, nr 27.
- Bergström, K.-J., 2000, *Euron har landat*, Företagarnas Riksorganisation, Stockholm.
- Bergström, K.-J., 2001, "7 av 10 småföretagare säger JA till EMU", rapport Företagarnas Riksorganisation, Stockholm.
- Bergström, K.-J., 2003, "Har EMU och euron bidragit till ökad handel inom EMU?", uppsats, Företagarnas riksorganisation.
- Braunerhjelm, P., 1991, "Svenska underleverantörer och småföretag i det nya Europa", *Forskningsrapport 38*, IUI, Stockholm.
- Braunerhjelm, P., 1998, "Varför leder inte ökade FoU-satsningar på till mer högteknologisk export?", *Ekonomiska Samfundets Tidskrift*, 51, 113–122.
- Braunerhjelm, P., Ganslandt, M., Nyberg, S., Stennek, J. och Wahl, N., 2002, *Gränslös konkurrens*, SNS Ekonomiråd, SNS Förlag, Stockholm.
- Calmfors, L., 1996, SOU 1996:158, *Sverige och EMU: EMU-utredningen*, Fritzes förlag, Stockholm.
- Davidsson, P., Lindmark, L. och Olofsson, C., 1996, *Näringslivsdynamik under 90-talet*, Nutek Förlag, Stockholm.

- Du Rietz, G., 2002, "Skatterna och den ekonomiska tillväxten", *Utredningsrapport 2000:6*, Skattebetalarnas förening, Stockholm.
- Estevadeoardal, A., Frantz, B. och Taylor, A., 2002, "The Rise and Fall of World Trade. 1870–1939", NBER WP, No. 9318, Cambridge.
- Europeiska kommissionen, 2002, Generaldirektoratet för näringsliv, "Flash EFS 122 – SMEs and the Euro", EOS Gallup Europé, Bryssel.
- Europeiska kommissionen, 2002, "The Introduction of Euro Banknotes and Coins: One Year After".
- Europeiska kommissionen, 2003, http://europe.eu.int/comm/enterprise/index_eu.htm
- FEE (Fédération des Experts Comptables Européens), 2002, "Report on the Initial Result of the FEE Survey on What Happened to Business on the Changeover of the Euro", Bryssel.
- Forum of Private Business, 2003, "SMEs Still Says No to the Euro", www.opionmaker.com, UK.
- Glick, R. och Rose, A., 2002, "Does a Currency Union Affect Trade? The Time-series Evidence", *European Economic Review*, 46, 1125–1151.
- Henrekson, M. och Persson, M., 2001, "The Effects on Sick Leave of Changes in the Sickness Insurance System", Working Paper, 697, IIES, Stockholm.
- Jakobsson, U., Bergman, L., Braunerhjelm, P., Fölster, S. och Genberg, H., 1999, *Vägen till välstånd*, SNS Förlag, Stockholm.
- Johansson, D., 2001, "The Dynamics of Firm and Industry Growth: The Swedish Computing and Communications Industry", doktorsavhandling, KTH, Stockholm.
- Lindbeck, A., 1995, "Hazardous Welfare-State Dynamics", *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 85, 9–15.
- López-Córdova, J. och Meissner, C., 2002, "Exchange-rate Regimes and International Trade: Evidence from the Classical Gold Standard", *American Economic Review*, kommande, Inter American Development Bank.
- McCallum, J., 1995, "National Borders Matter: Canada-U.S. Regional Trade Patterns", *American Economic Review*, 85, 615–623.
- Micco, A., Stein, E. och Ordoñez, G., 2002, "The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence From the European Union", uppsats, Inter American Development Bank.
- Nutek, 2000, "Arbetskraftens rörlighet – ett smörjmedel för tillväxt", R 2002:7, Nutek, Stockholm.
- Nutek, 2001, *Små och medelstora företag i Sverige. Strukturell förändring och näringspolitisk utveckling*, Nutek, Stockholm.
- Olsson, L., 1996, "EMU och småföretagen", i Bergström, V., Magnusson, L., Olsson, H. och Österberg, G. (red.), *Skall Sverige ansluta sig till valutaunionen EMU?*, Utbildningsförlaget Brevskolan, Stockholm.

- Persson, T., 2001, "Currency Unions and Trade: How Large is the Treatment Effect?", *Economic Policy*, 16, 433–462.
- Reynolds, P., Camp, M., Bygrave, W., Autio, E. och Hay, M., 2001, *Global Entrepreneurship Monitoring*, Babson College and Kaufmann Foundation.
- Rinkinen, L. och Seristö, H., 2002, "The Impact of EMU Membership and Euro Currency on Business – Experiences of Finnish Firms", uppsats, Helsinki School of Economics, Helsingfors.
- Rose, A., 2000, "One Money, One Market: The Effect of Common Currencies on Trade", *Economic Policy*, 30, 7–46.
- Rose, A. och van Wincoop, E., 2001, "National Money as a Barrier to Trade: The Real Case for Currency Union", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 91, 386–391.
- Schmiemann, M., 2002, "Enterprises in Europe – Does Size Matter?", *Statistics in Focus*, Theme 4–39/2002, Eurostat.
- Sengenbergh, W., Loveman, G. och Piore, M., 1990, *The Re-emergence of Small Enterprises: Industrial Countries*, ILO, Genève.
- Småföretagarbarometern*, hösten 2002, FöreningsSparbanken och Företagarnas Riksorganisation.
- Tenreiro, S., 2002, "Comment on Andrew Rose's 'The Effect of Common Currencies on International Trade: A Meta-Analysis'", Federal Reserve Bank, Boston.
- Vernon, R., 1966, "International Investment and International Trade in the Product Cycle", *Quarterly Journal of Economics*, 80, 190–207.
- Wikner, G., 2003, "Småföretag och euron", uppsats, Svenskt Näringsliv, Stockholm.

Euro bättre än rörlig krona

Klas Eklund

Sverige har haft rörlig växelkurs sedan november 1992. Ekonomin har hämtat sig efter det tidiga 1990-talets depression – mer så än vad jag själv för tio år sedan trodde möjligt. Ändå finns goda skäl att överge den rörliga kronan för euron. En betydande majoritet av landets ekonomiprofessorer – 60 procent – stödjer förslaget att gå in i valutaunionen, enligt en opinionsundersökning i en av våra affärstidningar. Men professionen är inte enig. 20 procent av professorerna skulle enligt den nämnda opinionsundersökningen rösta nej. Flera av dessa menar att den rörliga växelkursen tjänat Sverige väl.

Syftet med den här uppsatsen är att studera erfarenheterna av rörlig växelkurs utifrån ett praktiskt finansmarknadsperspektiv. För min egen del har ett decenniums yrkesverksamhet på den finansiella marknaden medfört en växande skepsis mot valutamarknadens sätt att fungera. Avreglerade finansiella marknader tenderar att svänga på ett sätt som inte alltid är rationellt. Växelkursen kan under långa perioder helt frikopplas från ekonomiska ”fundamenta”. För kronans del kommer dessa problem att tillta om vi väljer ett utanförskap.

Det som medfört stadga i Sverige de senaste åren är inte den rörliga växelkursen utan att Riksbanken blivit mer självständig med ett trovärdigt inflationsmål, samt att mer robusta ramar satts upp för budgetpolitiken. Även efter dessa stabiliserande ingrepp har emellertid kronkursen varit högeligen instabil. Här skulle euron betyda en stor förbättring. Går Sverige med i unionen, försvinner ungefär hälften av valutavolatiliteten, eftersom handeln med euromedlemmar uppgår till ca hälften av vår utrikeshandel. Min slutsats blir att fördelarna att gå över till euron är större än att hålla fast vid en allt mer marginaliserad krona.

Men det finns ändå skäl att ta till vara erfarenheterna av perioden med rörlig kurs. I synnerhet gäller att finanspolitiken – som får axla ett större ansvar på nationell nivå, när räntebesluten flyttas till Frankfurt – bör dra lärdom av hur penningpolitiken bedrivits under senare år. Den bör få ett stramare regelverk och en mer ändamålsenlig och stabil institutionell ram. Om vi på det sättet förmår generalisera lärdomarna från de senaste årens penningpolitik till stabiliseringspolitik i allmänhet finns goda förutsättningar att en övergång till euron medför ökad stabilitet.

Tre imperfekta valutaregimer

Sverige har under senare år upplevt tre olika valutaregimer. Stabiliseringspolitiken före 1992 utformades i ett skede med fast men justerbar valutakurs. Perioden 1993–2003 är en fas med en annan regim, nämligen rörlig växelkurs. Om Sverige väljer att byta kronan mot euron träder vi in i en tredje regim; en valutaunion där kronan går upp i en större valuta.

Sverige har således under ett drygt decennium växlat mellan tre olika stabiliseringspolitiska regimer. Ingen av dem är perfekt. Alla har sina problem och sina fördelar – och under olika epoker väljer vi att tackla somliga problem framför andra.

Ekonomer brukar säga att valutasystemet ska lösa tre huvuduppgifter.

– För det första ska det ge stabilitet och trovärdighet. Växelkurserna bör inte svänga alltför häftigt, eftersom det skapar osäkerhet i företagets planering (när det gäller att uppskatta exportintäkter och inköpskostnader) och för den ekonomiska politiken (en snabb valutaförsvagning medför att landets invånare måste betala mer av den egna valutan för att köpa importvaror, varför inflationen stiger).

– För det andra ska det kunna förse handeln med likviditet och fungera effektivt med fria kapitalrörelser. Dagens multinationella företag, omfattande handel och stora kapitalflöden gör det omöjligt att reglera de internationella kapitalmarknaderna. Valutasystemet måste därför kunna hantera mycket stora och snabba kapitalflöden.

– För det tredje ska valutasystemet göra det möjligt att klara vissa

nationella makroekonomiska justeringskrav. Stabiliseringspolitiken bör kunna anpassas till den enskilda nationens behov. Konkret betyder det att centralbanken bör kunna justera räntan och regering/riksdag justera budgetpolitiken utifrån vad som är bäst för nationen.

Tyvärr finns inget känt system som löser alla tre uppgifterna samtidigt.

System såsom guldmynnfot, dollarisering eller sedelfond innebär att den nationella valutan oåterkalleligen knyts till en ankarvaluta med fast kurs. Det ger stabilitet och likviditet – men tillåter inte nationell suveränitet. Penningpolitiken måste inriktas på att följa politiken i ankarlandet för att hålla växelkursen fast.

En valutaunion ses ofta som en starkare variant av fastkurssystem. Där knyts den egna valutan till en annan valuta (eller en grupp av andra valutor) via en oåterkallelig konverteringskurs och slopas därefter helt. Det ger stabilitet i meningen inga valutafluktuationer (inom unionen) och likviditet via tillgången till den nya, stora valutan. Det är dock missvisande att tala om valutaunionen som ett system för fast växelkurs; de nationella valutorna försvinner ju helt och de finansiella systemen växer efter hand samman. Snarare handlar det om att nationen blir en region i en större union med flytande växelkurs. Euron flyter mot omgivande valutor, och de valutor som förenas i euron flyter därför också mot andra valutor utanför unionen. Nackdelen med unionen är att den nationella penningpolitiken upphör att existera. Räntan sätts av den gemensamma centralbanken utifrån vad som är bäst för unionen som helhet.

Fasta men justerbara kurser à la Bretton-Woods – det system som Sverige levde med i omgångar under efterkrigstiden och slutligen gav upp 1992 – gav stabilitet och (viss) suveränitet, men inte likviditet. Växelkursen var fast, men för att den skulle kunna hållas krävdes betydande disciplin. Valutaregleringar höll tillbaka valutaflödena; centralbankerna och IMF hade avgörande inflytande över växelkursrelationerna. Devalveringar tilläts då kurserna kommit ”fundamentalt” ur led, men inte annars. Systemet tillät med andra ord inte att privatpersoner eller företag själva genomförde de transaktioner de ville; likviditeten var dålig och systemet kunde inte hantera avreglerade kapitalrörelser. Efter hand visade det sig också, som vi ska se, att systemet inte var så stabilt; försök att försvara en

växelkurs som spikats på fel nivå kunde leda till kostsamma valutakriser.

Rörlig kurs ger likviditet och (viss) suveränitet – men inte stabilitet. Med rörlig växelkurs har centralbanken makt att sätta styrräntan utifrån vad den nationella ekonomin kräver. Men avreglerade kapitalrörelser medför att växelkurserna kan svänga kraftigt, vilket ofta utsätter bräckligare nationer för hårt tryck; exempelvis kan utlandsskuld och räntebetalningar på densamma skjuta i höjden om valutan försvagas. För att den rörliga kursen inte ska medföra stora störningar i den reala ekonomin, måste den inhemska ekonomin stadgas genom förtroendeskapande åtgärder såsom tydliga regler för budgetstabilitet och låg inflation.

Inget system är perfekt. Jag ska kort beskriva problemet med den fastkursregim som rådde fram till 1992, innan jag går över till dagens – och morgondagens? – system.

Fastkursens dilemma i en avreglerad värld

Sverige försökte under 1970- och 80-talen i omgångar hålla kronan fast mot D-marken och olika valutakorgar. Varje gång misslyckades det – spektakulärt så 1992 – på grund av alltför hög inflation. Tanken var att den fasta kursen skulle fungera som ett ankare för penningpolitiken. Om alla accepterade den fasta växelkursen, skulle både lönekrav och prissättning anpassas, så att inflationen hölls på låg nivå.

Tanken var god – men den fungerade inte. Därom kan jag ge besked, ty jag var med. För det första fick inte växelkursmålet trovärdig status som ankare. Varken fackföreningar eller företag såg fast växelkurs som något som borde hålla tillbaka lönekrav eller priser. Varje gång politikerna ställdes inför valet att hålla fast vid växelkursnormen eller att ”ackommodera” lönekraven med devalvering, valde de det sistnämnda. Resultatet blev, som bekant, hög inflation under 1970- och 80-talen, upprepade devalveringar och ytterligare inflation.

För det andra underskattade såväl Riksbanken som finansdepartementet de krafter som släppts loss med avregleringarna av kreditmarknaderna vid mitten av 1980-talet. Den tekniska utvecklingen i form av bl a elek-

tronisk handel gjorde de gamla övervakningssystemen alltför stela; de gamla regleringarna blev obsoleta och slopades efter hand i de flesta västländer. Erfarenheterna av avregleringarna var dock inte bara av godo. Visserligen flödade kapitalet friare till lönsamma investeringsobjekt, och gamla ålderdomliga företagsstrukturer bröts ned. Men när regleringarna släpptes, följde också i många länder en fas av alltför lättsinnig kreditgivning – varpå bankkriser följde. Detsamma gällde som bekant också Sverige.

Vårt land var inte ensamt om att stöta på problem. Under 1992–93 utsattes växelkurssamarbetet ERM i Europa för kraftiga störningar, i efterdyningarna av den tyska återföreningen. D-marken framstod som felvärderad, och de avreglerade marknadernas reaktion blev att stötvis och våldsamt tvinga fram en rad devalveringar gentemot marken. Valutakriserna i Europa under dessa år blev de första av en serie kriser som under det senaste decenniet klart demonstrerat hur riskfyllt det är att välja en fast växelkursregim och samtidigt avreglera valutamarknaden.

Med stora och snabba valutaflöden kan det bli dyrt för centralbanken att försvara växelkursen. Den normala metoden är att stödköpa den egna valutan samt höja räntan. Men i en avreglerad värld räcker inte alltid ”normala” räntehöjningar eller stödköp. Om landet i fråga driver en ekonomisk politik som väcker mistroende – för svag tillväxt, för hög inflation, för stora budgetproblem, för stora handelsunderskott, eller en kombination av alla åkommorna samtidigt – kan följden i en avreglerad värld bli mycket stora valutautflöden, som kräver extremt hög ränta för att stoppas.

Utfloendet av valuta kan bli självförstärkande. Om placerarna börjar tro att valutan kommer att devalveras, säljer de i ett första skede för att rädda sig undan förluster vid kursfall. Men växande valutautflöden får valutahandlarna att vittra blod. Ju större sannolikheten är för devalvering, desto fler kommer då att söka pressa fram en dylik, genom att aggressivt agera för ännu större valutautflöden. Sådana flöden kan bli långt större än landets valutareserv eftersom handlarna inte behöver äga valutan de säljer; de kan sälja valuta som de lånar och ingå kontrakt om att betala tillbaka efter det att valutan fallit i värde. Om centralbanken i ett sådant läge höjer rän-

tan för att slå tillbaka spekulanterna brukar det snarast få motsatt effekt: det signalerar att obalanserna är stora och att kostnaderna för att försvara valutan är på väg att bli ohållbara – vilket lockar ännu fler spekulanter att sälja valutan i fråga. Dessutom medför den höga räntan en avkylning av ekonomin som kan bli nog så kännbar för såväl skuldsatta privatpersoner som företag.

Paul Krugman har noterat att alla stater som ger sig in i den avreglerade världsekonomin och försöker hålla fast växelkurs måste spela "the confidence game". De måste bevara finansmarknadernas förtroende, vilka offer detta än kan kräva. Det svenska exemplet är långt ifrån unikt. Det kan förefalla trist att reducera vår egen dramatiska valutakris till blott en i raden av många. Men så är det. Bara under det senaste decenniet har samma typ av kris ägt rum i bl a Storbritannien och Finland (1992), Mexico (1995), Thailand och Indonesien (1997), Ryssland (1998), Brasilien (1999), Turkiet (2001) och Argentina (2002).

Hösten 1992 tilltog utförsäljningen av svenska kronor. Inledningsvis berodde detta framför allt på att företag ville bevara värdet på sina tillgångar även efter en hotande nedskrivning av kronan. Men allteftersom en devalvering framstod som alltmer oundviklig, tog allt fler aktörer aktiv position för en svagare krona. De valutaflöden som uppstod var långt större än väntat. Under veckan före den 19 november uppgick valutaflödet till ca 160 miljarder kronor. Att försöka stoppa det med nya räntehöjningar skulle ha fördjupat krisen i det finansiella systemet.

Läxan blev hård. Men den har hamrats in ordentligt. I dag är det en etablerad sanning att en liten centralbank i ett litet land med avreglerade marknader inte kan gå emot den internationella valutamarknaden. De egna resurserna är långt mindre än marknadens. Valutaregimen "fast men justerbar" kurs på avreglerade marknader är således numera misskrediterad.

Den rörliga kursens utmaningar

Ekonomerna drar ofta slutsatsen att risken för valutakriser tvingar ett litet, utrikeshandelsberoende och avreglerat land (som Sverige) att göra ett tydligt val: *antingen* låter man växelkursen vara helt rörlig *eller* så låser man sig så hårt fast vid någon annan ankarvaluta att marknaden inte kan tvivla på trovärdigheten. I ytterlighetsfallet ger man helt upp den egna valutan. Det betyder sedelfond, dollarisering – eller valutaunion.

För Sverige fanns 1992 inget annat alternativ än rörlig kurs. Sverige var ju inte ens medlem i EU och hade vid denna tidpunkt inte undertecknat Maastrichtfördraget om den planerade gemensamma valutan. Medan de flesta andra länder i Europa såg ERM-kriserna som en bekräftelse av problemen med valutavolatilitet och intensifierade ansträngningarna att bilda den europeiska valutaunionen, drog Sverige motsatt slutsats: kronkollapsen medförde därför en övergång till rörlig kurs – till den andra typ av regim som diskuterades i inledningen.

Enligt denna analysram medför rörlig valutaregim med avreglerade marknader finansiell volatilitet. Rörlig kurs innebär att valutan rör sig varje gång utbud och efterfrågan på valutamarknaden förskjuts. Till skillnad från spekulationsvågor som syftar till att bända loss valutan från en fast kurs handlar det under rörlig kurs om ständiga, dagliga rörelser – både upp och ned. Om valutan är liten räcker det med förhållandevis små flöden för att ge betydande kursrörelser. Om valutasvängningarna är små kan de uppfattas bara som ”brus”, men om volatiliteten blir hög finns en risk för återverkningar på produktion och priser – större ju mindre och öppnare ekonomi är. Dels kan både export och import påverkas när valutan svänger, dels kan deprecieringar ge importerad inflation. Det sistnämnda kan i sin tur ge högre ränta och därmed störa investeringarna.

Osäkerheten om effekterna av en dylik valutavolatilitet var efter det dramatiska kronfallet inledningsvis stor, i synnerhet som valutamarknadens prissättning ofta ter sig nyckfull och under långa tider starkt kan avvika från vad jämviktsväxelkurser. Efter hand stagades emellertid den svenska ekonomin upp med inflationsmål, självständig Riksbank och striktare regler för budgetpolitiken. Därigenom har både inflation och räntenivå kunnat bringas ned.

Men den låga inflationen och de stabilare räntorna har inte alls medfört motsvarande lugn på valutamarknaden. Trots överskott i bytesbalans och budget och dessutom låg inflation fortsatte kronan under senare delen av 1990-talet att åka jojo, samtidigt som den trendmässigt försvagades. Här ligger, tycker jag själv, ett problem med rörlig växelkurs. Det är också på denna punkt jag själv blivit mer agnostisk efter ett decenniums praktisk erfarenhet av valutamarknaden. Låt mig därför beskriva, mer konkret, hur valutamarknaden fungerar och hur växelkursrörelserna bestäms.

Snabbt växande valutahandel

En första iakttagelse är att valutamarknaden är gigantisk. Omsättningen på den internationella valutamarknaden har vuxit snabbt – långt snabbare än vad någon kunde föreställa sig för 30 år sedan, då Bretton-Woods-systemet föll samman och den rörliga växelkursregimen blev dominerande. Omsättningen på den globala valutamarknaden har sedan dess nästan 100-faldigats, och uppgår i dag till runt en och en kvarts biljon dollar om dagen. Den största delen av uppgången har berott på kraftigt växande handel med värdepapper. Den totala omsättningen på de finansiella marknaderna är i dag 60–70 gånger större än omsättningen på varumarknaderna. Inte förrän i samband med eurons introduktion 1999 bröts den snabba uppgången av omsättningen, i samband med att en rad mindre, nationella valutor slogs samman till en valuta.

Att den totala valutamarknaden blivit så enorm, innebär att varje valuta kan utsättas för mycket stora flöden. Det gäller även förhållandevis små valutor. Plötsligt kan en störning äga rum på börser, obligationsmarknader eller varuhandeln i just den valutan. Eller så kan något – helt orelaterat till denna valuta – hända med andra valutor, som medför att valutamarknadens aktörer plötsligt bestämmer sig för att diversifiera sina risker och öka (eller minska) sin exponering mot just den valutan. Poängen är att man aldrig i förväg kan veta hur en liten valuta kommer att röra sig på en stor, avreglerad marknad. Mer om detta strax.

Valutan som buffert ger nya problem

Flera av de ekonomer och politiker som argumenterar för att Sverige bör bevara den rörliga växelkursen gör det med två argument. För det första, säger de, är det bra att ha en buffert, om ekonomi skulle råka ut för störningar. Då kan ett fall i valutan fånga upp en del av stöten; problemen för produktion och sysselsättning blir mindre. Deras andra argument är att marknadens prissättning av kronan skulle vara att föredra framför en framförhandlad, administrativt satt konverteringskurs (då kronan går upp i euron).

Det första argumentet låter bestickande, men det förbiser att sjunkande valuta också medför att svenska folket blir fattigare, relativt sett, då vi måste sätta av en allt större del av våra inkomster för att ha råd att köpa allt dyrare importvaror. I själva verket är den fortskridande försvagningen av den svenska kronan under de senaste decennierna en orsak till att svenskarnas köpkraft fallit i internationella jämförelser.

Till yttermera visso tyder mycket på att de goda vinster som exportföretagen onekligen – inledningsvis – kan göra då valutan försvagas, på längre sikt undergräver näringslivets drivkrafter att omvandlas, utveckla nytt och investera. Den produktivetsutredning (SOU 1991:82) jag ledde 1990–91 drog just slutsatsen att de upprepade nedskrivningarna av kronan under 1970- och 80-talen sänkte ”omvandlingstrycket” i ekonomin, vilket drabbade tillväxtkraften.

Fallande valuta tenderar också att höja inflationen. Dels stiger importpriserna, vilket i sig driver upp priserna. Dels finns risker för att stigande priser utlöser kompensationskrav och högre lönekostnader.

Argumentet att valutaförsvagningar kan och bör användas vid problem med konkurrenskraften innebär dessutom att man godtar att en del av anpassningen vältras över på andra, nämligen konkurrenter i andra länder som nu får se sin export fördyras i förhållande till den som gynnas av en svagare valuta. Förutom att det är moraliskt dubiöst att låta andra betala för egna problem, bäddar den inställningen också för konkurrerande valutaförsvagningar och internationella friktioner.

Slutligen ska man minnas att nödutgången valutaförsvagning också minskar trycket på politikerna att genomföra strukturreformer och

modernisering av stela institutioner som drar upp kostnader och stelheter. I stället för att tvingas göra obehagliga prioriteringar ger en svagare valuta möjligheten att skjuta upp anpassningen, vältra över den på andra och dölja problemen med lite högre inflation. Min egen uppfattning – grundad bl a på ett årtiondes verksamhet i kanslihuset – är att denna mekanism i hög grad låg bakom de svenska ekonomiska strukturproblemen under 1970- och 80-talen.

Hur sätts priserna på valutamarknaden?

Argumentet att marknadspriset på kronan innehåller viktig information och därför är mer rättvisande än priset på euron skulle vara förtjänar en utvikning. Växelkursen bestäms i den ekonomiska teorin genom spelet mellan utbud och efterfrågan. De som agerar på marknaderna antas vanligen vara rationella och välinformerade, och priserna inkluderar all tillgänglig information.

I makroekonomernas jämviktsmodeller är därför rörlig växelkurs sällan något problem, snarare tvärtom. Växelkursen avspeglar marknadernas värdering av valutan – och framför allt av bytesbalansens utveckling. Underskott i utrikeshandeln skulle då ge svagare valuta, överskott en starkare. Med väl informerade och rationella aktörer finns ingen anledning att misströsta om felprissättning eller farliga konsekvenser av sådana. Tvärtom utgör marknadens prissättning av valutan en viktig signal till politiker och centralbankirer, framför allt vad gäller hållfastheten i externbalansen.

Tio års praktisk erfarenhet av finansiella marknader har fått mig att misstänka att verkligheten inte är fullt så harmonisk. Förväntningar, gruppträck och kortfristiga belöningsystem gör att valutamarknaderna kan svänga kraftigt, också av skäl som ligger långt från ”fundamenta”. I synnerhet gäller att utrikeshandeln inte längre spelar samma viktiga roll som enligt äldre uppfattning. I stället är det kortsiktiga rörelser på värdepappersmarknaderna som styr växelkursen. Länder med underskott i bytesbalansen kan numera – till skillnad från vad äldre teorier spådde –

uppleva att deras valuta stärks, nämligen om omvärlden är villig att köpa aktier eller obligationer som kompenserar för handelsunderskottet. Detta gällde t ex USA under andra hälften av 1990-talet. Utrikeshandeln gick med stora underskott, men under börsboomens dagar gjorde det ingenting, eftersom omvärlden – inklusive svenska pensionsfonder – gladeligen köpte amerikanska aktier för ännu större belopp och därigenom stärkte dollarn.

En valuta vars värde hänger på börsens utveckling och på omplaceringar i värdepappersportföljer blir emellertid ganska skakig. Ett skäl är att informationen är osäker och ofullständig. Det är inte dagens ekonomiska läge som avgör hur priserna på finansmarknaderna utvecklas. Finansiella tillgångar är en fordran på framtiden; aktier och obligationer ger ett flöde av inkomster i form av utdelning och ränta under kommande år. Därför är det främst *förväntningarna* om framtiden som styr prisbildningen på finansmarknaderna. Det gäller konjunkturprognoser, vinstförväntningar och bedömningar om den ekonomiska politiken framöver. Eftersom alla prognoser är osäkra blir också prisbildningen präglad av osäkerhet – och av ryckighet.

Olika marknader svänger olika mycket

Olika finansiella marknader uppvisar olika grad av osäkerhet. Skillnaden mellan aktiemarknaden och räntemarknaden är betydande. En akties pris avgörs av det diskonterade nuvärdet av alla framtida utdelningar. Osäkerheten om dessa är mycket stor. Optimism respektive pessimism om det enskilda företags affärsidé och ledning samt det allmänna affärsklimatet kan därför medföra stora svängningar i värderingen av dess aktie.

Räntemarknaden svänger däremot i normalfallet – när det inte handlar om spekulativa rörelser inför en växelkursjustering – betydligt mindre. Det gäller i synnerhet för statsobligationer i länder med stabil ekonomi. Skälet är att en obligation är ett fastförräntande papper med specificerad löptid. Avvikelser från den åsatta avkastningen bestäms

därmed, förenklat uttryckt, av risken för betalningsinställelse (vilken är låg för dagens utvecklade västländer) och för oväntad inflation som urholkar realvärdet av fordran (även den risken är låg i länder med låg och stabil inflation, kompetenta och trovärdiga centralbanker). Räntemarknaden är därför mindre utsatt för nyckfull prissättning och stora kast.

Valutemarknaden påminner mer om aktiemarknaden än om räntemarknaden. Handeln med valutor influeras av fler osäkra faktorer. Den påverkas av utrikeshandelns utveckling, men i långt högre grad av handeln med värdepapper och på kort sikt av hur denna handel ger upphov till en rad följdväxlingar och flöden. De ekonomer som argumenterar för fördelarna med den rörliga kursens signalsystem grundar sig ofta på föråldrade förhållanden, då omsättningen på valutamarknaden var mindre (ofta dessutom reglerad) och främst styrdes av handelsströmmar. Men valutahandeln i dag utgörs till 97–98 procent av handel med värdepapper samt teknisk handel av valuta i sig. Därför styrs den mer av prissättningen på finansmarknaderna och deras speciella ryckighet än av utrikeshandeln, som ju är mer trögriktig.

Att växelkursen är ett relativpris gör det ännu svårare att sätta rätt kurs. Förväntningar rörande en viss valuta måste hela tiden ställas i relation till förväntningar rörande andra valutor. Den som spår om växelkurser eller ska göra avslut där valutor är inblandade ska således ta hänsyn till hur handel och tillväxt för en viss nation utvecklas i förhållande till andra nationer, samt i än högre grad till hur avkastning på värdepapper av olika slag utvecklas i förhållande till avkastning på motsvarande värdepapper denominerade i andra valutor. Till detta ska i det korta perspektivet också läggas hur de olika aktörernas valutainnehav förhåller sig till den valutarisken de vill ha; om någon kursrörelse medför att de behöver ändra sitt valutainnehav, sätts en lång kedja av transaktioner och följdtransaktioner igång.

Valutakurserna är således utsatta för ett veritabelt bombardemang av förväntningsskiften på olika finansiella marknader och tillgångsslag. Ny

information kommer ständigt – allt från tekniska genombrott som påverkar börserna till omläggningar av den ekonomiska politiken som påverkar inflation och tillväxt, samt chocker av typ oljekriser, krig och terrorattentat. Sådana störningar slår snabbare mot finansiella tillgångspriser som börskurser och växelkurser än mot reala variabler som utrikeshandel, långsiktig inflationstakt och ekonomisk tillväxt. Ny information medför därför vanligen en snabb och ganska stor förändring av finansiella priser, medan den reala ekonomins anpassning tar längre tid. När den sistnämnda efter hand ändå kommer, återverkar den i sin tur på de finansiella variablerna. Effekten blir vanligen att finansmarknadens priser först rör sig abrupt åt ett håll, varefter följer en långsammare återgång åt andra hållet. Den typen av ”overshooting” är tydlig på valutamarknaden.

Allt detta gör att växelkurserna under långa perioder kan ligga mycket långt från vad ekonomkåren kan tycka vara en långsiktig ”jämviktskurs”, liksom att den också kan röra sig snabbt, ibland utan att någon enstaka ny information tycks motivera rörelsen.

Psykologins betydelse

Till dessa faktorer bakom volatiliteten på valutamarknaden kommer andra, som har att göra med hur olika aktörer påverkar varandra. John Maynard Keynes skrev en gång att priserna på finansmarknaderna sätts som i en skönhetstävling, där uppgiften inte är att utse den vackraste flickan utan den vi tror att domarna tycker är vackrast. Det ligger mycket i den bilden. En enskild placerare kan mycket väl bedöma att ekonomin går mot en avmattning och att börskurserna är övervärderade – men ändå fortsätta att köpa aktier, eftersom han räknar med att den allmänna optimismen om börsen kommer att hålla i sig ett tag och att kurserna därför fortsätter att stiga ytterligare, innan de så småningom faller. På samma sätt kan en valutahandlare köpa (eller sälja) en valuta, även om han tycker att den är för dyr (eller billig), nämligen om han bedömer att *andra* handlare tänker på ett sätt som han kan dra nytta av.

Resultatet kan bli kumulativa prisspiraler, både upp och ned. Under

perioder av optimism stiger tillgångspriserna ibland mer än vad som är motiverat av den långsiktiga ekonomiska utvecklingen – och under perioder då pessimism dominerar kan priserna falla under vad som är långsiktigt motiverat. ”Bubblor” kan uppstå, där priserna lämnar ekonomiska fundamenta långt bakom sig. Då det psykologiska klimatet till slut vänder, försöker alla sälja samtidigt och priserna rasar.

Enligt jämviktsteorin skulle bubblor bara kunna uppstå om marknaden kännetecknas av bristande information, eftersom långsiktiga placera-re annars skulle komma in och ta position mot den dominerande kort-siktiga trenden. Ekonomer har därför ofta värjt sig mot tanken på att bubblor skulle vara vanligt förekommande. Valutamarknaden tycks ju också i flera avseenden ligga nära lärobokens exempel på en perfekt marknad: produkten – valutatransaktioner – är homogen, informationen flödar och är numera, via nätet, omedelbart tillgänglig för alla.

Verkligheten är dock mer bekymmersam. En del derivatprodukter kan vara extremt tekniskt komplicerade och svåra att genomskåda, även för de parter som ingår avtalet. Paradoxalt nog tror jag dessutom att själva överflödet på information ibland ger motsatt effekt än den väntade. Just för att informationsbruset är så intensivt, och eftersom valutamarknaden påverkas av en sådan enorm mängd osäkra faktorer, blir det extra angeläget för marknadsaktörerna att sålla i bruset. Det blir då viktigt att få tillgång till färsk information tidigare än andra, i synnerhet om denna kan förväntas påverka det allmänna stämningläget. Inside information – sådan som kan bedömas nå bara en mindre, inflytelserik krets – betingar ett extremt högt pris. Valutamarknaden kännetecknas därför i praktiken av snedfördelning av viktig information, den är känslig för rykten (”buy on rumours, sell on facts”) och tar gärna rygg på den som man tror kan leda marknaden.

Forskningen i ekonomisk psykologi bidrar till förklaringen av hjord- och bubbeffekter. Människors agerande på finansmarknaderna kännetecknas (liksom i livet i övrigt) av ofullständig information och framför allt av selektivt utnyttjande av information, i kombination med ovilja att ta förluster. Ny – numera prisbelönad med ekonomipriset till Nobels minne – forskning antyder att de flesta människor har en alltför optimis-

tisk syn på finansiella risker. Det betyder att man ofta tar för stora risker och i det längsta döljer detta faktum – även för sig själv. Har vi väl tagit en position, tolkar vi gärna ny information på ett sätt som talar till förmån för just denna position. Ofta blir vi ”hemmablinda”. Vi vill ogärna realisera en förlust, utan intalar oss att situationen snart kommer att ändras till det bättre. Inte förrän förutsättningarna ändrats radikalt i förhållande till ursprungsläget byter vi position – men då gör vi det med besked. När den ursprungliga optimismen släpper, ger vi upp och flyr fältet.

Vi är också starkt mottagliga för vad andra tycker och tror, vilket medför att investerarna ofta rör sig i flock. Det gör att marknaderna rör sig knyckigare och i större steg än enligt den enkla jämviktsmodellen. I synnerhet gäller detta om belöningsystemen på marknaden premierar flockbeteende – vilket ofta är fallet. Portföljförvaltare och valutahandlare jämförs vanligen med index, som representerar marknadens genomsnitt. Det skapar incitament att följa flocken för att undvika nesan att gå sämre än index. Om utvärderingen sker på kort bas, t ex kvartalsvis, blir resultatet ett kortsiktigt flockbeteende.

Keynes liknelse om skönhetsävlingen blir därmed än mer träffande: ofta svänger hela marknaden kortsiktigt utifrån vad man tror är det allmänna stämningläget – eller vad man tror att *andra* tror om det allmänna stämningläget. På valutamarknaderna syns detta bl a i att ”teknisk analys” spelar stor roll för de kortsiktiga rörelserna: trendutdragning av olika slag – tidigare marknadsrörelser extrapolering till ”stödlinjer”, ”motstånd” etc – används då för att söka extrahera marknadsaktörernas preferenser. Om många använder samma metoder, blir slutsatserna lätt självförverkligande.

Detta betyder att den aktör som på något sätt lyckas påverka flocken – genom att själv ta en stor position som påverkar sinnesstämningen, genom att presentera en analys som ändrar marknadsuppfattningen eller genom att sprida rykten som vinner (tillfällig) ankläng – kan tjäna stora belopp. Stora aktörer kan således systematiskt agera just för att få ett genomslag på stämningläget. Det påverkar tillgångspriserna, något som i sin tur får reala effekter, vilka i nästa led påverkar tillgångspriserna igen osv. Resultatet blir volatila och slagiga marknader.

Spridningseffekter av valutasvängningar

Ibland får valutarörelser inga synbara konsekvenser alls. Valutor går upp och ned utan att produktion eller konsumtion påverkas. Så blir ofta fallet om exportörer och importörer, myndigheter och centralbank tror att de vanligt förekommande valutarörelserna mest består av ”brus” och att man därför kan negligera dem. I detta fall begränsas valutarörelsernas effekter till att några handlare gör vinster och andra förluster i ett nollsummespel på valutamarknaden. Men ibland händer att valutamarknadernas rörelser påverkar samhällsekonomin på ett påtagligt sätt.

Kapitalutflöde kan medföra att valutan och börserna faller, samtidigt som räntorna stiger. För stabila ekonomier är detta vanligen inte något större problem, men om landet är skuldsatt kan den reala skuldbördan bli mycket tung, då valutan dyker och räntorna stiger. Bankfallissemang och konkurser blir följderna, vilket ger produktionsbortfall och arbetslöshet. Enligt keynesianska recept borde statsmakten i detta läge stimulera ekonomin. I praktiken kan detta emellertid vara omöjligt, eftersom större budgetunderskott ger farhågor för inflation, vilket sänker valutan än mer. Det vanliga är därför att länder som hamnar i detta predikament måste söka återvinna marknadernas förtroende genom åtstramningspolitik – vilket innebär att politiken förstärker nedgången i ekonomin.

I många fall är marknadens misstro motiverad. Så länge valutan styrs av underliggande variabler och långsiktiga överväganden är det svårt att vara kritisk mot dess sätt att fungera. Marknaden fungerar då som en sorts ”kostnadskontroll” och rationell motvikt till politikernas beslut. Det blir emellertid mer problematiskt, om marknaderna styrs av flockbeteende eller om prisrörelserna ter sig irrationella. Min egen uppfattning är att de flesta av de knäckiga och stora kast som löpande sker på en marknad med rörlig växelkurs svårligen låter sig tolkas på något meningsfullt ekonomiskt-politiskt sätt. Man bör därför inte övertolka deras signalvärde.

I praktiken hänger dessutom den globala finansmarknaden numera samman på ett sätt, som gör att stora rörelser på ett område – oavsett om de beror på ”fundamenta” eller ”psykologi” – omedelbart får spridningseffekter till andra valutor och marknader. En rörelse i den svenska kronan kan ha sitt ursprung i någon efemär händelse på en helt annan marknad,

som mer av en slump sprids till kronan; den resulterande kronrörelsen kan därför helt sakna signalvärde för svenska förhållanden.

Spridningsmekanismerna är inte alltid lätta att genomskåda, eftersom de går via finansiella positioner som hakar in i varandra över flera olika områden. I synnerhet gäller detta tekniskt komplicerade och svåröverskådliga positioner på derivatmarknaden. I en rad fall har soliditets- och likviditetsproblem uppstått på olika delmarknader som ett resultat av att involverade aktörer faktiskt inte förstått vilka positioner de har och vilka bieffekter utvecklingen på andra marknader kan ge på den egna portföljen. Detta ger marknaden ett drag av oberäknelighet, något som understryks av att man numera även i den teoretiska litteraturen talar om ”smittoeffekter”, som om den finansiella volatiliteten vore en sorts sjukdom.

Rader av exempel på dylika, oväntade fortplantningseffekter – i många fall med direkta effekter för den svenska kronan och den svenska ekonomin – skulle kunna anföras. Här bara ett, som jag själv upplevde på nära håll: efter Rysslandskrisen hösten 1998 följde ett helt oväntat ras för dollarn – som också påverkade kronan. Skälet var att många placerare som gjort förluster i Ryssland och måste fylla igen hålen i resultaträkningen, valde att sälja av placeringar som dittills givit stor vinst. Det råkade vid detta tillfälle vara placeringar i dollar, eftersom dollarn gått igenom en stark period. När dessa oväntat såldes av, föll dollarn plötsligt och drog även med sig en rad småvalutor som kronan. Poängen är att detta var helt slumpmässigt; behovet att casha in hade kunnat slå mot nästan vilken annan finansiell placering som helst som just då råkat vara lönsam.

Det är svårt att se valutarörelserna i detta fall som uttryck för någon genomtänkt eller långsiktig analys från marknadsaktörernas sida. Snarare var dollarns – och kronans – svängningar ett slumpmässigt resultat av hur andra finansiella marknader reagerade på ny information genom att ändra risktagande och portföljsammansättning.

Europeisk skepsis mot rörlig kurs

Så långt mina generella synpunkter på valutamarknadernas funktionssätt. Uppenbart är att jag inte delar den vanliga, positiva synen på den rörliga växelkursen. Den grundas ofta på en alltför naiv uppfattning om hur valutamarknaden fungerar i verkligheten – i bjärt kontrast till den enkla och harmoniska jämviktsteorin. För stora valutaområden som dollarn, där utrikeshandeln dessutom utgör en relativt liten del av ekonomi, medför valutamarknadens nyckfullhet och volatilitet inga större problem – vilket kanske är ett skäl att just amerikanska ekonomer så ofta förespråkar rörlig kurs. Men för små och öppna valutaområden kan en rörlig växelkurs i dagens snabba, avreglerade och stora valutamarknad ställa till med påtagliga problem.

Detta är långt ifrån någon ovanlig slutsats – i själva verket är det just denna syn på nackdelarna med rörlig kurs som dominerat under hela efterkrigstiden i Europa. De små europeiska staterna, som är intimt sammanflätade genom varuhandel och under senare år också via aktie- och obligationshandel, har oftast försökt minimera de störningar som en rörlig kurs kan medföra. Ibland har det skett med fasta växelkurssystem, ibland med andra typer av knytningar, som inneburit mer eller mindre vida fluktuationsband kring en centralkurs. Några länder – Nederländerna och Österrike – har under lång tid föredragit att knyta sig så hårt som möjligt till D-marken. Andra – Belgien och Luxemburg – har haft egna, små valutaunioner. Och så vidare.

Tanken på en större valutaunion är en integrerad del i denna europeiska tradition och är vid det här laget nästan ett halvsekel gammal. Redan i bakgrundstexterna till Romfördraget 1957 förekom en gemensam valuta. Wernerplanen 1970 kom med ett mer konkret förslag, som dock torkade in då Bretton-Woods-systemet kollapsade i samband med oljekriser och Vietnamkrig. Under andra hälften av 1980-talet lades så de första byggstenarna till dagens EMU, med den så kallade Delorsplanen. Det historiska fördraget i Maastricht med de konkreta planerna på en valutaunion skrevs under 1991.

Planerna på valutaunionen bromsades tillfälligt upp av ERM-kriserna 1992–93, men det bör noteras, att dessa kriser i de flesta huvudstäder på

kontinenten – till skillnad från i Sverige – snarast befäste den allmänna uppfattningen bland beslutsfattarna att valutamarknaderna är för volatila och nyckfulla, varför marschen mot minskad volatilitet och gemensam valuta måste skyndas på. Arbetet för den gemensamma valutan tog därför snart ny fart. 1995 togs beslutet om euron, och redan fyra år senare bildade elva nationer valutaunionen – en betydligt större grupp än vad någon hade kunnat gissa bara några år tidigare.

Vi ska strax återkomma till argumenten för euron. Den viktiga poängen här är att påminna om att den rörliga växelkursen varit undantag snarare än regel i Europa. De flesta små, öppna västländer har under hela efterkrigstiden klart föredragit ett fast samarbete för att slippa den nyckfulla valutavolatiliteten. När avregleringarna ägt rum och ERM-kriserna visat att en fast men justerbar kurs inte är förenlig med avreglerade marknader blev det ett naturligt steg för de flesta att gå vidare och i stället bilda valutaunionen.

Inflationsmålet har givit stabilitet för räntan ...

Sverige var som bekant ett undantag. Sverige skrev visserligen – efter fördröjning – under Maastrichtfördraget, men gjorde en ensidig deklaration att tidpunkten för inträdet i EMU:s tredje fas skulle avgöras av den svenska riksdagen. Sverige gick därför, som beskrivits ovan, till skillnad från de flesta europeiska stater över till rörlig växelkurs i samband med ERM-kriserna.

Efter kronfallet 1992 rådde stor osäkerhet rörande hur en befarad kronvolatilitet skulle slå mot inflation och tillväxt. Den väg som valdes för nå stabilitet blev att byta penningpolitiskt ankare. Riksbanken fick ett inflationsmål; redan i januari 1993 slog Riksbanksfullmäktige fast att inflationstakten skulle hållas vid 2 procent.

Till en början lät sig dock finansmarknaderna inte imponeras. Kronan hade försvagats kraftigt och den importerade inflationen kunde således väntas stiga. Samtidigt ökade budgetunderskottet kraftigt. Den sittande koalitionsregeringen kunde inte enas om någon tillräckligt stram budget-

politik; det konsoliderade offentliga underskottet nådde 13 procent av BNP 1993, och statsskulden steg snabbt. I det läget var det inte många som trodde på de nya stolta målsättningarna om låg inflation; de flesta inflationsprognoser – inklusive min egen – låg klart över Riksbankens mål: inflationsmålet var således inte trovärdigt, och kronan fortsatte att försvagas.

Marknadsräntorna sjönk visserligen direkt efter kronfallet – från de extremt höga nivåer dit de pressats upp under kronförsvaret – och fortsatte att sjunka gradvis efter det att det nya inflationsmålet lanserats. Men de låg ändå kvar på förhållandevis hög nivå, långt över den målsatta inflationen. De reala räntorna var således höga. Under 1994 steg till yttermera visso såväl korträntor och obligationsräntor i hela västvärlden, som en följd av att Federal Reserve stramade åt sin penningpolitik. I Sverige steg obligationsräntorna klart mer än i omvärlden, och våren 1995 uppgick ränteskillnaden mellan svenska och tyska 10-åriga statsobligationer till 4,5 procentenheter. Samtidigt försvagades kronan ytterligare.

Bakgrunden var en växande politisk riskpremie till följd av regeringens oförmåga att få grepp om budgeten. Under valåret 1994 dominerades den ekonomisk-politiska debatten av farhågorna för en annalkande ”skuldfälla”, där galopperande statsskuld i kombination med höga realräntor skulle driva upp statsskulden till en nivå, där det enda återstående receptet skulle bli att släppa fram en hög inflation för att urholka realvärdet av skulden. Ett uppmärksammat inslag i den debatten var Skandias vägran att köpa mer svenska statsobligationer, så länge som budgeten var utom kontroll.

Marknaderna tvivlade med andra ord på att Sveriges politiker verkligen skulle våga genomdriva de åtgärder i form av uppstramad finanspolitik som krävdes för att göra Riksbankens inflationsmål trovärdigt. Varför – resonerade skeptikerna – skulle just det nysatta inflationsmålet hållas, när alla tidigare uppsatta mål om fast växelkurs släppts?

Så långt går det att förklara både ränte- och valutamarknadens utveckling i någorlunda stora drag med hjälp av inflationsrisk och politisk riskpremie. Men från våren 1995 divergerar de båda marknaderna markant. Det hänger samman med ett avgörande vägval i den svenska ekonomiska politiken. Detta vägval visade sig starkt påverka räntemarknaden, medan effekterna på valutamarknaden är betydligt svårare att urskilja.

Under hösten 1994 och våren 1995 tvingade de höga räntorna och den svaga kronan – och de tilltagande problemen att vinna trovärdighet med en snabbt stigande statsskuld – fram en radikal omläggning av den stabiliseringspolitiska regimens institutionella ram. I rask takt togs en rad omvälvande beslut:

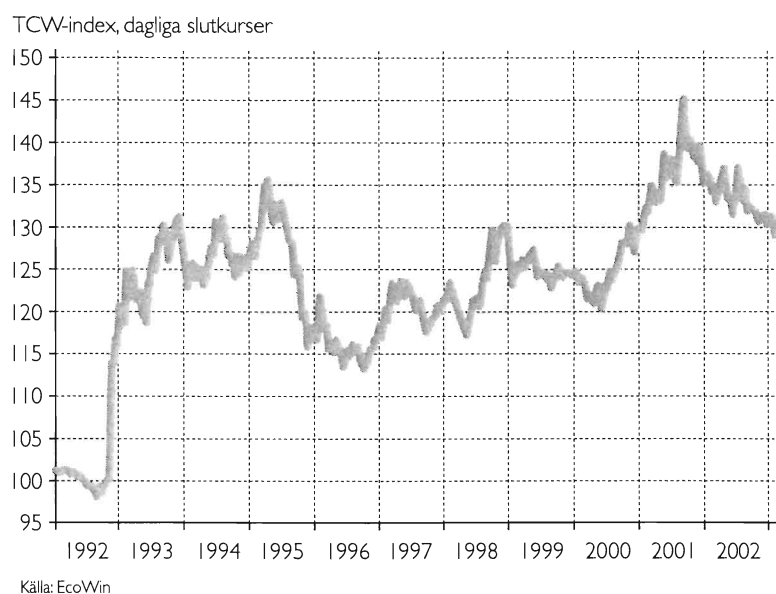
Riksbanken blev mer självständig. Därmed ökade sannolikheten för att banken skulle kunna genomdriva den räntepolitik som var nödvändig för att nå inflationsmålet. Samtidigt stramades budgetprocessen upp genom utgiftstak, en starkare ställning för finansutskottet och rullande treårsbudgetering. Därmed förbättrades transparensen och stadgan i budgetprocessen dramatiskt. Samtidigt sjösattes en hårdhänt saneringspolitik, som också i praktiken började pressa tillbaka budgetunderskottet. Slutligen gick Sverige i samma veva med i EU och antog ett första konvergensprogram för att på sikt kunna kvalificera sig till valutaunionen EMU.

Betydelsen av denna omläggning kan inte överdrivas. Reformerna övertygade räntemarknaden att den ekonomiska politiken riktats in på låg inflation och statsfinansiell sanering. Resultatet blev ett markant fall av obligationsräntorna. Räntespreaden mot Tyskland (avser skillnaden mellan räntan på 10-åriga statsobligationer) föll från 450 punkter ned till ca 50, och där har den därefter med smärre variationer legat kvar.

... men inte för kronan

Det var således inte den rörliga växelkursregimen som var hjälten i sammanhanget, utan att politiker och tjänstemän bestämde sig för att backa upp inflationsmålet med hårdhänta saneringsåtgärder och institutionella ramar på ett sätt de aldrig backade upp den fasta växelkursen under tidigare epoker. Det är alltså den stabiliseringspolitiska regimen i dess helhet – inflationsmål, kraftfulla budgetreformer och en självständig Riksbank – som medfört den ökade stabiliteten. Inte den rörliga kursen.

Figur. Kronans utveckling sedan november 1992, mot ett handelsvägt genomsnitt av valutor.



Tvärtom är det slående hur prissättningen på svenska kronor förblivit volatil och nyckfull, även *efter* att den nya budgetdisciplinen införts och Riksbanken etablerat sin självständighet. De sistnämnda reformerna tycks visserligen ha förhindrat valutavolatiliteten att slå igenom i starka inflationsimpulser respektive kraftiga reala störningar – i alla fall i det korta perspektivet. De har dock inte räckt till för att långsiktigt stärka kronan.

Visserligen stärktes kronan initialt under andra halvåret 1995 och början av 1996, i samband med att den nya stabiliseringspolitiska regimen vann trovärdighet. Men därefter tog det trendmässiga kronfallet ny fart, *trots* den nya institutionella ramen för den ekonomiska politiken, *trots* den låga inflationen – och *trots* stora budget- och bytesbalansöverskott. Under 2000–2001 hade kronan faktiskt sjunkit så mycket att den blivit klart svagare än vad den varit fem år dessförinnan, då den nya stabiliseringspolitiska regimen sjösattes – *trots* att den ekonomiska situationen i

Sverige kraftigt förbättrats i relation till så gott som alla andra länder i vår omgivning.

Man kan fråga sig varför – i synnerhet när räntemarknaden så uppenbart tog intryck av den förbättrade makroekonomiska stabiliteten. Delvis är kronförsvagningen sedan 1996 säkert uttryck för det sorts irrationella element i kronans prissättning som beskrivits ovan, och som (enligt vad som sagts i tidigare avsnitt) så påtagligt skiljer sig från den mer ”fundamentalt” influerade prissättningen på räntemarknaden. De kortsiktiga rörelserna på valutamarknaden är svåra för att inte säga omöjliga att tolka utifrån sådana fundamentala utgångspunkter. En del av den tillfälliga förstärkningen under 1999 kan däremot förklaras med IT-boomen och Ericssonaktiens uppgång under börsbubblan, medan nedgången året därpå hänger samman med Ericssons ras – vilket ytterligare understryker hur känslig valutan i ett litet land kan vara för kast i finansiella tillgångspriser – i detta fall en börsbubbla.¹

Men kronans trendmässiga försvagning under andra hälften av 1990-talet kan också hänga samman med Sveriges beslut att stå utanför valutaunionen. Grafen på s 173 visar att kronförsvagningen tar ny fart under fjärde kvartalet 1996 – just efter det att Calmforskommissionen rekommenderat att Sverige borde stå utanför bildandet av valutaunionen EMU och regeringen anammat den linjen. Därefter fortsätter kronans försvagning (med undantag för 1999, då stora utländska köp av Ericssonaktier ger tillfälligt stöd) ända till senhösten 2001.

Då vänder kronkursen, och kronan börjar appreciera. Det är svårt att undvika misstanken att detta hänger samman med den politiska debatten om euron. Det är just hösten 2001 EMU-frågan åter kommer upp på den dagordningen, efter det politiskt framgångsrika svenska EU-ordförandeskapet och inför lanseringen av sedlar och mynt i euro på kontinenten. Opinionsundersökningar visar vid denna tidpunkt ett ökat folkligt stöd för ett svenskt euroinförande – vilket får marknaden att diskontera en förstärkning av kronan inför ett eventuellt ERM-inträde. Vid årsskiftet lägger 2001/2002 så statsminister Göran Persson fram en första tidtabell för folkomröstning och övergång till euron, vilket förstärker den positiva kronrörelsen.

Försvagningen av kronan under senare delen av 1990-talet hänger således sannolikt till stor del samman med att Sverige stod utanför eurosamarbetet. Min egen övertygelse är att detta gjort den lilla valutan känslig för nyckfull prissättning på marknaden.

De reala konsekvenserna av kronförsvagningen är tveeggade. Den svaga kronan har kortsiktigt hållit uppe exportindustrins konkurrenskraft. Men den har också fortsatt att urholka svenskarnas reala köpkraft. Det är än så länge en öppen fråga huruvida den svaga kronan bidragit till att mildra omvandlingstrycket på svensk industri så mycket att den långsiktiga produktivitetstillväxten drabbats. Själv ser jag tydliga risker för att så sker, om kronsvagheten skulle bestå. I synnerhet gäller detta om Sverige skulle säga nej till euron.

Blir kronan en "swing currency"?

Den rörliga kursen är uppenbarligen inte problemfri ens med oberoende centralbank och stark statsbudget. Om Sverige skulle säga nej till valutaunionen torde dessutom riskerna med rörlig växelkurs tillta, även om makropolitiken skulle ligga fast och stabil. För det första finns en uppenbar risk att kronan återfaller i tidigare försvagningsmönster. För det andra finns en risk att en liten nationell valuta i utkanten av en existerande valutaunion kan bli än mer marginaliserad – och därmed än mer utsatt för marknadsens nycker.

Det nya i situationen är ju att euron finns i vår omedelbara närhet. Eurozonens interna finansmarknad – emissioner och handel i euroobligationer – utvecklas starkt. De flesta svenska exportföretag vill också gärna se ett införande av euron, just för att undvika problemen med en alltför volatil valuta; enligt en opinionsundersökning stödjer 83 procent av svenska börs-VD-ar en övergång till euron. I synnerhet små och medelstora företag skulle tjäna på stabilare valutarelationer². I takt med att den stora grannvalutan etableras som världsvaluta kommer allt fler företag att debitera och betala i euro och på sikt vilja ha den som basvaluta.

Om Sverige väljer att stå utanför unionen medför det att kronans bety-

delse minskas. Därmed blir den än mer sårbar för plötsliga kast i valutaflödena. Det kan räcka med en spekulativ kursrörelse i ett förhållandevis litet bolag på Stockholmsbörsen för att flytta kronkursen ett rejält stycke. Det blir också lättare för större spekulanter att driva kronan åt vilket håll de vill, i ett läge då handeln med den svenska valutan är förhållandevis tunn och tidvis kanske t o m illikvid. Kronan skulle i ett sådant läge allt mer bli en "swing currency".

I ett sådant klimat finns en uppenbar risk att det blir svårare att attrahera direktinvesteringar. Empiriska erfarenheter från länderna i vår omvärld tyder – allt annat lika – på att investerarna föredrar den stabilitet som ges i det större valutaområdet. Detta gäller naturligtvis inte bara utländska investeringar i Sverige, utan lokalisering av svenska företags investeringar.

Det finns också en risk att fler företag i detta läge väljer att flytta huvudkontor och juridisk hemvist utomlands, till en region med större valuta som basvaluta. Det kan ge kortsiktigt negativa effekter på kronan; den svenska kronan blir då – även för företag som fortfarande har omfattande produktion i Sverige – en utländsk valuta som de måste "hedga" sig mot. Min egen gissning är att de i ett sådant läge, av skäl som framgått ovan, skulle tendera att se svagheter i kronan. Det naturliga sättet att skydda sig mot en svagare valuta är att sälja av den innan den blir ännu svagare; därmed blir prognosen självförverkligande och kronan faller än mer.

Självklart skulle en ökad företagsflytt också ge andra negativa effekter. Huvudkontoret är normalt de viktigaste och högst avlönade funktionerna i företaget, och ofta följer andra viktiga enheter såsom forskning och utveckling huvudkontorets placering. Skulle ett svenskt nej till euron medföra ökad utflyttning, är det sannolikt att den svenska relativa tillväxtpotentialen drabbas negativt.

Trots många ekonomers lovsång till den rörliga växelkursen, menar jag som praktiskt verksam ekonom på finansmarknaderna därför att valutavolatiliteten i dagens system med rörliga växelkurser *är* ett problem för Sverige. Problemet kommer dessutom att förvärras om Sverige väljer att stå utanför valutaunionen och behålla den rörliga växelkursregimen.

Den tredje regimen: valutaunionen

Om Sverige röstar ja den 14 september byter Sverige stabiliseringspolitisk regimen igen. För tio år sedan gick vi från fast till rörlig valuta; nu kan vi gå till den sista av de tre regimer som beskrevs i början av uppsatsen.

För egen del anser jag att Sverige mer aktivt bör delta i uppbyggnaden av ett fredligt och integrerat Europa. Medlemskap i valutaunionen och dess institutioner är då ett naturligt steg. Medlemskap i eurogruppens finansministerkrets och en plats i ECB:s ledning innebär också större möjligheter att påverka den ekonomiska politiken i Europa. I övrigt delar jag i stort den syn på de ekonomiska effekterna av EMU som är den svenska ekonomiprofessionens huvudfåra: den gemensamma valutan ger ökad jämförbarhet mellan priser i ett större område, skärpt konkurrens, minskade transaktions- och växlingskostnader samt ökad möjlighet för företagen att utnyttja stordriftsfördelar på en större inre marknad³. Sammantaget ger detta ökad handel och möjlighet att uppnå en högre tillväxt av produktiviteten än utanför unionen.⁴

En annan effekt som verkar i samma riktning är att den gemensamma valutan sätter stopp för både företags och politikernas möjligheter att utnyttja en svagare krona för att slippa svåra omstruktureringar och politiska prioriteringsbeslut. Om Sverige inte längre kan slingra sig ur konkurrensproblem genom att låta kronan falla, ökar trycket på företagen att investera och öka produktiviteten. För mig är detta – ett skärpt omvandlingstryck och en snabbare tillväxt – det främsta ekonomiska argumentet för den gemensamma valutan.

Risker med ERM?

Många debattörer likställer felaktigt ett införande av euron med en återgång till fast växelkurs. Det är fel. Mer korrekt är att hävda att kronan upphör att existera, och att den gemensamma valutan euron – som även blir Sveriges – är rörlig mot valutor som ej deltar i unionen.

Hur är det då med mellanstationen ERM? För att kvalificera sig till

EMUs tredje fas måste Sverige under en period hålla kronan stabil mot euron genom att delta i växelkurssamarbetet ERM. Innebörden är att kronan knyts till euron med en fast centrankurs, kring vilken valutafluktuationer bara tillåts inom ett snävt band. Är inte det – oroar sig några – att återgå till just den sorts fasta växelkurs som fungerat så dåligt tidigare? Finns inte risken att kronan utsätts för nya spekulativa attacker och att Riksbanken – än en gång – tvingas chockhöja räntan för att värna valutan?

Jag tror inte det. Visserligen är ERM ett fastkursarrangemang, men flera faktorer gör att ERM skiljer sig påtagligt från tidigare svenska försök till fast växelkurs:

– För det första är ERM-medlemskapet inte något som gäller tills vidare. Det är specificerat som en (relativt) kort period och en temporär förberedelse inför övergången till euron.

– För det andra bedriver Sverige i dag ingen särskiljande politik från eurozonen. Vi uppfyller konvergenskriterierna och har starka statsfinanser och låg inflation – detta till skillnad under tidigare fastkursförsök, då den svenska politiken var ur fas med den tyska, inflationen för hög och budgeten för svag.

– För det tredje ska centrankursen fastställas efter förhandlingar, där just frågan om dess hållfasthet och trovärdighet ska vara avgörande.

– För det fjärde kommer – sannolikt – centrankursen efter ett par år att bli den konverteringskurs som räknar om kronan till euro vid inträdet i unionen. Det ger den fasta kursen i ERM extra trovärdighet.

– För det femte finns möjligheten att låta kronan fluktuera inom bandet runt centrankursen fram till inträdet i valutaunionen.

– För det sjätte försvaras centrankursen inte bara av Riksbanken utan av hela ECB-systemet, med alla dess resurser.

Slutsatsen är att risken är mycket liten för att centrankursen i ERM ska utsättas för spekulativa attacker av den typ som knäckte fastkursen 1992. Det mest sannolika är tvärtom att centrankursen blir mycket trovärdig och att spekulationer för att driva kronan utanför bandet helt uteblir.

ERM ger lägre ränta

Därför finns ingen stor risk att Riksbanken efter ett ERM-inträde måste jacka upp styrräntan rejält för att försvara växelkursen. Den som påstår detta har nog inte riktigt förstått hur finansmarknaderna och penningpolitiken fungerar. Faktum är att det snarare blir tvärtom: ERM ger möjligheter för Riksbanken att sänka räntan!

Bakgrunden är att penningpolitiken tappar styrka under ERM. Det så kallade ränteparitetsvillkoret säger att ränteskillnaden på marknaden (i detta fall gentemot Tyskland) är nära korrelerad med växelkursens utveckling samt en riskpremie. Men om kronan träder in i ERM och centralkursen är trovärdig (i synnerhet om marknaden räknar med att den också blir konverteringskurs) krymper riskpremien ihop; om Sverige går in i valutaunionen kan man räkna med att den svenska 10-åriga statsobligationsräntan faller ned mot samma nivå som t ex den finska. Samtidigt blir den förväntade växelkursrörelsen under ERM-perioden liten – mindre ju snävare fluktuationsbandet kring centralkursen sätts.

Innebörden är att penningpolitikens verkningsgrad försvagas, eftersom styrräntan efter ett ERM-inträde får ett klart mindre genomslag på såväl obligationsränta som växelkurs. En effekt kommer att finnas kvar under en övergångstid, nämligen att reporäntan påverkar den rörliga boräntan, men även här gäller att reporäntans påverkan på den korta marknadsräntan blir mindre än under rörlig växelkurs.

Den viktiga slutsatsen är att Riksbanken efter ett ERM-inträde inte har någon anledning att låta reporäntan ligga kvar på en nivå som är klart högre än ECBs ränta. Det mest sannolika är därför att ett ERM-inträde medför *lägre* styrränta – inte högre.

Hur stora är problemen med stabiliseringspolitiken?

Nackdelen med en valutaunion är att den enskilda medlemsstaten inte kan driva någon egen, nationell penningpolitik, eftersom räntan bestäms av den gemensamma centralbanken och är densamma för alla medlemmar. Detta ligger i linje med det inledningsvis redovisade resonemanget om de tre valutaregimerna: en valutaunion medför inskränkningar i den nationella rörelsefriheten.

Själv är jag dock mindre nervös för stabiliseringspolitiska problem än många andra. Det kan delvis hänga samman med att jag för egen del generellt ser tillväxt som viktigare än stabiliseringspolitik. För mig är den långsiktiga ekonomiska tillväxten den allra viktigaste uppgiften för inkomster, jobb och tryggad välfärd, medan jag ser med något större skepsis på förhoppningarna från politiska beslutsfattare att kunna finjustera konjunkturen och stabilisera ekonomin med hjälp av stabiliseringspolitik.

Vidare får man inte glömma bort att övergången till en större valuta i sig verkar stabiliserande. Visserligen är även euron volatil (mot dollarn, pundet, yenen m fl), av i stort sett samma skäl som kronan är det. De problem och den nyckfullhet som präglat prissättningen på den svenska kronan präglar även euron. Argumentet för att byta kronan mot euron vilar således inte främst på att euron skulle röra sig mindre än kronan.

Nej, skälet är i stället att nästan hälften av den svenska utrikeshandeln sker med euromarknaden (om Danmark – som har fast kurs mot euron – räknas in), och denna andel ökar, då valutaunionen så småningom får fler medlemmar från Östeuropa. När euron svänger slår det därför igenom på svenska företag och det svenska samhället i klart mindre grad än vad dagens kronvolatilitet gör. Alla de transaktioner som i dag går via den volatila växlingsrelationen euro/krona ersätts i unionen av en helt fast relation, då kronan uppgår i euron. Runt hälften av dagens kronvolatilitet på utrikeshandelsområdet skulle därför "internaliseras" om Sverige övergick till euron.

När det gäller värdepappershandeln och den "rena" valutahandeln i interbankledet är proportionerna svårare att kvantifiera. Statistiken över valutahandeln är helt enkelt inte tillräckligt heltäckande. Klart är dock att euron numera är den största motpartsvalutan i kronhandeln; när det gäl-

ler avistahandel med kronan som ena "benet" är eurons andel i dag ungefär fyra gånger högre än dollarns. Statistiken över derivatinstrument är mer osäker, men siffrorna tyder på att internaliseringen av valutavolatiliteten vid en övergång till euron blir betydande för valutahandeln som helhet.

Alltså: även om euron skulle svänga lika mycket som kronan, försvinner ungefär hälften av dagens valutarörelser vid ett inträde i valutaunionen. Och om jämförelsen i stället görs med en krona som riskerar att bli alltmer marginaliserad utanför euron blir slutsatsen än tydligare: den gemensamma valutan betyder att valutasvängningarna minskar påtagligt.

Debatten om stabiliseringspolitiken handlar dock mer om att makten över räntan försvinner från Riksbanken. Och det är sant att styrräntan kommer att sättas i Frankfurt och inte vid Brunkebergstorg. Men det är inte självklart att detta är något stort problem. Kostnaderna för att inte kunna föra en nationell penningpolitik beror i allmänna ordalag på hur starkt och systematiskt landets ekonomi avviker från unionens kärna.

En rad studier från senare tid tyder entydigt på att Sverige blir alltmer likt kärnländerna i Europa. Arbetsmarknadens funktionssätt är numera likartat och lönebildningen har konvergerat, om än inte fullt ut. Inflationstakten är i stort sett densamma som i euroländerna, liksom konjunkturmönstret. Den svenska industristrukturen avviker inte heller längre genom någon stor dominans för råvaruproduktion. Den ekonomiska politiken avviker efter inträdet i EU inte heller längre, såsom den gjorde under 1970- och 80-talen. Skulle Sverige säga ja till euron, förstärks rimligen integrationen med övriga euroländer ytterligare. Sveriges konjunktursvängningar blir därför sannolikt alltmer korrelerade med EMU-ländernas.⁵

Av detta följer två viktiga slutsatser. För det första att ECB:s räntepolitik i normala fall bör stabilisera även den svenska ekonomin. För det andra att det är svårt att se Sveriges drabbas av någon extern "asymmetrisk chock" – dvs någon störning som drabbar just vår ekonomi men inte kärnländernas – och som dessutom bäst botas just med nationell valutapolitik.

Hur finanspolitiken bör reformeras

Ett införande av euron betyder inte – som ofta påstås – att Sverige tappar den nationella stabiliseringspolitiken. Penningpolitiken försvinner visserligen till Frankfurt, men finanspolitiken finns kvar och får faktiskt en starkare roll på nationell nivå. Det ställer högre krav på stringens och långsiktighet i finanspolitiken.

En del av den stabiliseringspolitiska uppgiften bör klaras utan större svårigheter. Sverige har större offentlig sektor än andra euroländer och därför större konjunkturella svängningar i budgetsaldot. De ”automatiska stabilisatorerna” är därför starkare i Sverige – skatterna stiger automatiskt i högkonjunktur, medan arbetslöshetsunderstöd m m ökar i lågkonjunktur. En del av de specifikt svenska konjunktursvängningarna kan därmed normalt hanteras av de automatiska reaktionerna från arbetslöshetsförsäkring, socialbidrag, skatter etc.

Men man kan inte utesluta att Sverige kommer så mycket ur fas att inte ens summan av ECB:s räntepolitik och de automatiska stabilisatorerna räcker för att nå den önskade stabiliteten. Då måste politikerna fatta beslut om – som det heter – diskretionära åtgärder, dvs sådana som kräver särskilda beslut och inte träder i kraft automatiskt.

Om Sverige ska ha tillräckligt finanspolitiskt handlingsutrymme för den typen av åtgärder samtidigt som de automatiska stabilisatorerna får verka fullt ut, måste den offentliga sektorns budget – enligt den offentliga expertgrupp som i fjol som under 2002 utredde stabiliseringspolitiken under EMU (SOU 2002:16) – gå med överskott under en konjunkturcykel. Sverige bör således ha ett mer ambitiöst saldomål än de flesta andra länder i unionen.

De institutionella ramarna för finanspolitiken bör också göras mer robusta. Budgetmål och utgiftstak har varit ett viktigt första steg. Men det senaste årets erfarenhet av svikna vallöften och uttänjd budgeteringsmarginal visar att också det systemet kan missbrukas. En huvudtes i denna uppsats har varit att det inte är den rörliga växelkursen som bör prisas och bevaras utan lärdomarna av inflationsmålet, Riksbankens självständighet och de nya budgetramarna. Om Sverige beslutar att gå in i valutaunionen och därmed överge den rörliga växelkursen, bör vi därför söka dra lärdom av hur penningpolitikens institutioner fungerat under de senaste åren:

– Det vore en fördel om finanspolitiken kunde få mer ändamålsenliga beslutsregler, där de stabiliseringspolitiska aspekterna behandlas separat. Stabiliseringspolitiken bör således få ett klart mål (att jämföra med penningpolitikens inflationsmål), och konjunkturpåverkande åtgärder (såsom penningpolitikens styrränta) borde skiljas från automatiska stabilisatorer liksom från fördelningsåtgärder.

– Man bör vidare fundera över huruvida det går att professionalisera beslutsfattandet (jämför Riksbankens direktion) och göra det mer transparent (jämför inflationsrapporter och direktionsprotokoll).

Sådana institutionella reformer skulle kunna medföra en bättre, mindre partipolitiserad och motsägelsefull stabiliseringspolitik. Besluten skulle kunna bli mer genomtänkta och långsiktiga – vilket också skulle tillåta flexibilitet och kortsiktiga avvikelser från den långsiktiga banan utan att marknaden tappar förtroendet för politiken eller att misstankar behöver uppstå om partipolitisk taktik.

Avslutning

Vi återvänder därmed till den inledningen: skilda valutaregimer innebär olika för- och nackdelar. Problemet med valutaunionen är att vi som medlemmar inte längre kan föra en självständig penningpolitik. Dock tror jag att den faktiska självständigheten är rejält inskränkt även utanför valutaunionen. Och även om inflationsmålet och den nya budgetordningen fungerat väl under senare år, finns problemen med valutainstabilitet kvar – och de riskerar att öka utanför EMU. Den här artikeln har försökt visa hur växelkursen numera på den rörliga valutamarknaden ofta helt frikopplas från ekonomiska ”fundamenta”. För en liten och öppen ekonomi kan det ge allvarliga störningar.

För egen del ser jag som ekonom att Sverige har en lång historia av svag valuta och försvagad relativ köpkraft för dess innevånare. Upprepade svaghetsperioder för kronan har underminerat drivkrafterna för investeringar och strukturomvandling. Som praktiker på finansmarknaden ser jag

också en ryckig och volatil valutamarknad, vars nackdelar sannolikt framöver förstärks av fortsatt rörlig valutaregim utanför valutaunionen. De ekonomer som menar att ekonomin blir svårare att stabilisera i valutaunionen, underskattar den instabilitet som den rörliga valutan ger utanför valutaunionen.

En övergång till euron är förvisso inte utan problem, men möjligheten till en god tillväxt ökar, samtidigt som det finns utrymme att göra stabiliseringspolitiken mer robust. Min slutsats är därför att fördelarna med euron är större än nackdelarna.

Noter

- ¹ För en mer utförlig analys, se Pehr Wisséns bidrag i denna antologi.
- ² Se *text* artikeln av Pontus Braunerhielm i denna antologi.
- ³ Se Richard Fribergs och Mattias Ganslandts kapitel i denna bok.
- ⁴ För en mer utförlig analys av effekterna på handeln och tillväxten, se Karolina Ekholms och Hans Genbergs bidrag i denna antologi.
- ⁵ För en mer utförlig analys av samvariationen mellan svensk och europeisk ekonomisk utveckling, se John Hasslers bidrag till denna bok.

Är Sverige i takt med Europa?¹

John Hassler

Inledning

Ett införande av euron innebär att deltagande länder förlorar möjligheten att självständigt använda penningpolitiken för att stabilisera den inhemska konjunkturen. Räntan kommer i stället att bestämmas av den allmänna utvecklingen inom euroområdet. Detta innebär problem för länder som har ett konjunkturläge ur fas med resten av medlemmarna. Om till exempel Sverige efter ett eventuellt euroinförande skulle ha överhettningstendenser samtidigt som resten av euroområdet är i en deflationistisk lågkonjunktur torde ECB:s penningpolitik försöka stimulera den allmänna konjunkturen i euroområdet genom låga räntor och fallande växelkurs. Detta skulle vara på tvärs med svenska stabiliseringspolitiska intressen och ytterligare spä på överhettningstendenserna. På samma sätt uppstår problem om Sverige är i en lågkonjunktur samtidigt som resten av valutaunionen upplever högkonjunktur med inflationistiska tendenser eftersom då ECB höjer räntan, vilket tillsammans med euro-appreciering skulle förvärra läget i Sverige.

Om situationer där Sveriges konjunktur är i otakt med resten av euroområdet tenderar att uppträda ofta definierar vi svenska konjunkturcykler som asymmetriska medan länder vars konjunkturcykler tenderar att svänga i takt med varandra har symmetriska konjunkturer. Ett viktigt kriterium för att avgöra vilka länder som är lämpade att ingå i en valutaunion är vilken grad av symmetri man kan förvänta sig i deras konjunkturcykler. Ett flertal studier har visat att Sverige under de senaste 3–4 decennierna haft ett förhållandevis asymmetriskt konjunkturmönster, vil-

ket skulle utgöra ett argument mot ett svenskt införande av euron. Syftet med detta kapitel är därför att analysera hur asymmetriskt Sverige varit, vad vi bör tro om framtiden samt hur Sverige bör organisera stabiliseringspolitiken efter ett eventuellt eurointräde.

Vad är det då som avgör konjunkturmönstrets symmetri? Översiktligt kan sägas att länder som ligger nära varandra, har ekonomier som är integrerade med varandra, har en likartad näringslivsstruktur och driver likartad ekonomisk politik kan förväntas uppvisa symmetriska konjunkturmönster. Närheten och integrationen gör att konjunkturläget ”spiller” över mellan länderna vilket ökar graden av symmetri. Produktionsfaktorer, det vill säga kapital och arbetskraft, kan också lättare röra sig mellan länder som är geografiskt nära och är välintegrerade. En sådan rörlighet tenderar att jämna ut skillnader i löner, vinster och arbetslöshet vilket kan medverka till att synkronisera konjunkturutvecklingen.

En hög rörlighet hos produktionsfaktorerna behöver dock inte leda till att variationer i BNP blir mer symmetriska utan kan ha motsatt effekt. Om till exempel ett land upplever en kostnadskris med fallande vinster kan produktionsnedgången bli kraftigare om kapital kan flytta till andra länder. Å andra sidan är det tänkbart att en konjunkturuppgång som orsakas av en teknologisk produktivitetökning lättare sprider sig till närliggande länder om kapitalet är mer lätttröligt.

Andra typer av konjunkturchocker, t ex förändrad efterfrågan på världsmarknaden för vissa varor eller produktivetsförändringar inom specifika näringslivssektorer, torde också att ha en likartad effekt på konjunkturen i länder med likartade näringslivsstrukturer.

Sist, men inte minst, leder likartad ekonomisk politik till mer symmetriska konjunkturer. Ett tydligt exempel på asymmetri som kan hänföras till skillnader i ekonomisk politik kan hämtas från den så kallade överbrygningspolitiken som Sverige bedrev i mitten av 70-talet efter den första oljeprischocken. Till skillnad från Västeuropa som helhet, bedrev Sverige en expansiv ekonomisk politik under 1974–75, delvis med hjälp av subventioner till lagerhållning. Sverige lyckades därmed hålla upp produktionen ganska väl under den internationella konjunkturavmattningen. Priset blev en kraftig inflation av lönekostnaderna och därmed för-

sämrad internationell konkurrenskraft. Det ledde i sin tur till en konjunkturedgång 1976–78 utan motsvarighet i Västeuropa som helhet.

Även ekonomisk politik med andra syften än att stabilisera konjunkturen har ofta starka effekter på konjunkturutvecklingen. Ett tydligt exempel är den svenska kreditmarknadsavregleringen som bidrog till överhettningen under 80-talet och sannolikt även den synnerligen kraftiga nedgången under början av 90-talet. Skillnader mellan länder vad gäller ekonomisk politik som har sådana effekter kan förstås leda till asymmetri i konjunkturmönstret.

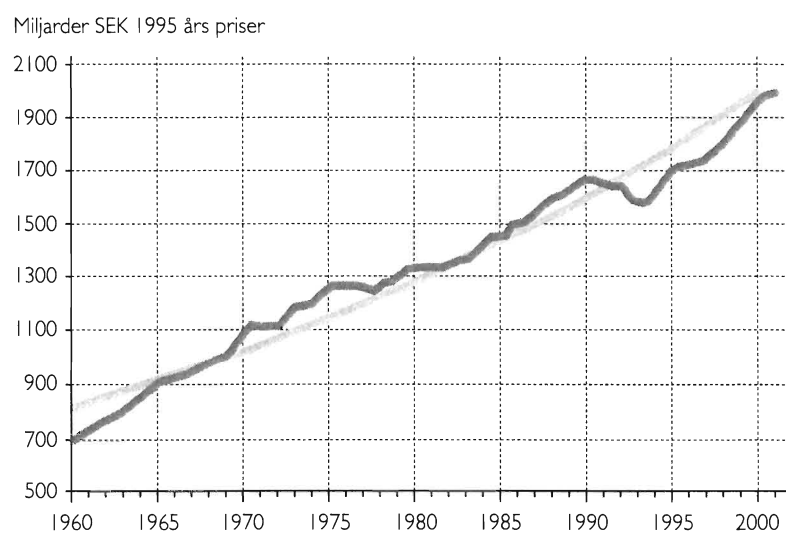
Mot bakgrund av ovanstående är det inte förvånande att man i många studier funnit att det finns en ”kärna” av kontinentala EU-länder mer förhållandevis hög grad av symmetri i sina respektive konjunkturer. Exakt vilka länder som ingår i denna kärna varierar mellan olika studier, men ofta ingår åtminstone Frankrike, Tyskland, Österrike, Belgien och Nederländerna. Till exempel estimerar Per Jansson i en underlagsrapport till 1996 års EMU-utredning att mellan 55 och 82 procent av konjunkturfluktuationerna i dessa länders produktion inom tillverkningsindustrin under åren 1960–94 kan hänföras till en gemensam komponent medan denna siffra för Sverige bara är dryga 20 procent.² Att konjunkturen i Frankrike, Tyskland, Österrike, Belgien och Nederländerna tenderar att svänga i takt är inte så förvånande eftersom dessa länder ligger nära varandra, har ekonomier som är relativt väl integrerade (åtminstone med europeiska mått mätt), har inte alltför stora skillnader i näringslivsstruktur och har ofta (men inte alltid) bedrivit en likartad ekonomisk politik.

Vad är konjunkturcykler?

I figur 1 visas utvecklingen av real BNP i Sverige under den relativt långa perioden mellan 1960 och 2002. Lejonparten av variationen över denna tid orsakas av en positiv trend – BNP tenderar att växa över tiden och det är relativt ovanligt att BNP faller. Den genomsnittliga tillväxten under perioden var 2,6 procent vilket under de 42 åren innebär att BNP nära nog tredubblats. Tillväxten är dock inte konstant, ibland är den högre än

genomsnittet och ibland lägre.

Figur 1. BNP i Sverige.

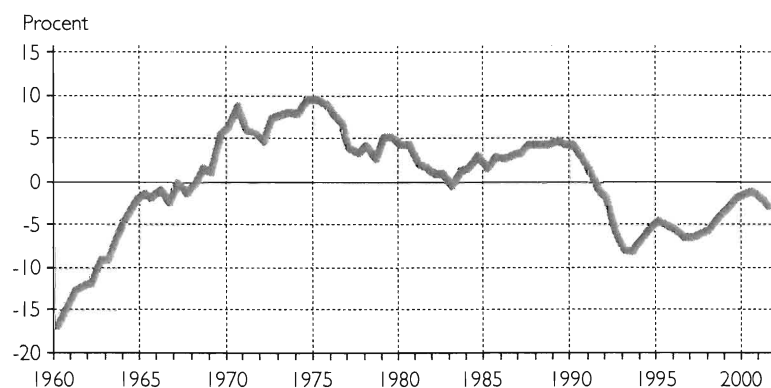


Ett möjligt sätt att definiera konjunkturcykler är alla avvikelser från en trend som tänks vara den BNP vi skulle haft om BNP tillväxten varit konstant. Denna tillväxttrend visas som den mörka linjen i figur 1. I figur 2 ser vi den procentuella avvikelser mellan faktisk BNP och den konstanta tillväxttrenden.³ Som vi ser är dessa avvikelser positiva under en utsträckt period mellan slutet av 1960-talet och början av 1990-talet medan de är negativa i början och slutet av perioden. Om vi använder dessa avvikelser som definition av konjunkturläget får vi acceptera att vi bara haft drygt en fullbordad konjunkturcykel under dessa drygt 40 år – något som inte förefaller särskilt rimligt.

En naturlig tolkning av figur 2 är att den ”normala tillväxten”,⁴ det vill säga tillväxten i frånvaro av konjunkturella störningar, varierar över tiden. Dessa variationer är dock som synes långsamma – under utsträckta perioder, ett decennium eller mer, är den normala tillväxten högre eller lägre

än under andra perioder. Varför sådana variationer uppstår är en öppen fråga, men breda teknologiska genombrott, strukturella förändringar i samhällets institutioner och demografiska förändringar är goda förklaringskandidater.

Figur 2. BNP: avvikelser från log-linjär trend.



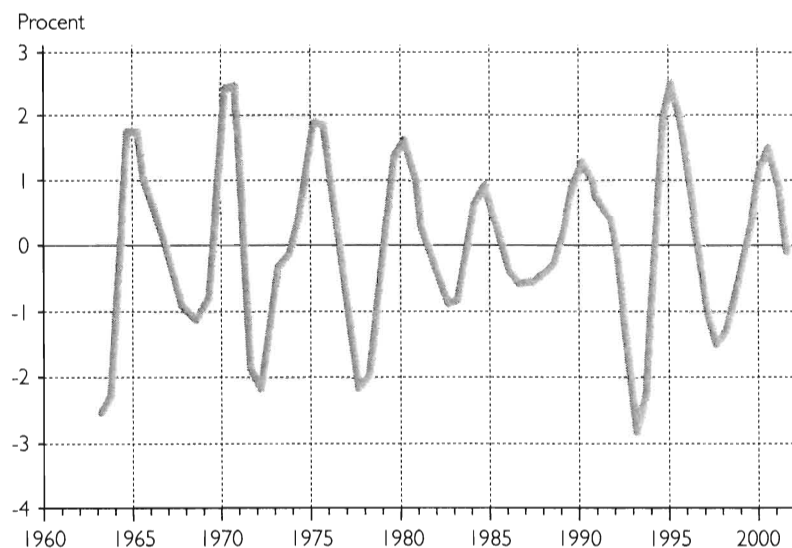
Källa: OECD Economic Outlook Vol 2002 release 02

Ett rimligt antagande är att stabiliseringspolitiken inte kan göra så mycket åt dessa variationer i normal tillväxt, utan att de, om något, är en uppgift för tillväxt- och näringspolitiken. I en analys de stabiliseringspolitiska konsekvenserna av valutaunionen vill vi därför rensa bort inte bara genomsnittlig tillväxt utan också de lågfrekventa variationerna i den normala tillväxten. Jag kommer därför att definiera konjunkturcykler som fluktuationer med mellan två och åtta års längd mellan två på varandra följande toppar.⁵ Den svenska konjunkturen, definierad på detta sätt, visas i figur 3 som alltså visar konjunkturrella avvikelser från trend. Notera att trendens tillväxttakt, alltså den normala tillväxten, här tillåts undergå långsamma variationer, så att t ex 60-talets normala tillväxt är högre än den under 70-talet. Som vi ser framträder här ett antal distinkta konjunkturfaser, t ex konjunkturedgångarna i början och slutet av 70-talet

och i början av 90-talet. Det finns åtta konjunkturtoppar, innebärande att en konjunkturcykel i genomsnitt varat ungefär fem år. Innan det svenska konjunkturmönstret analyseras vidare, kommer jag i nästa avsnitt att studera konjunkturasymmetrin inom de nuvarande euroländerna.

Figur 3. BNP: konjunkturavvikelser från trend.

(Bandpassfilterade data 2–8 års våglängd.)



Har konjunkturen i euroområdet blivit mindre asymmetrisk?

De faktorer som avgör graden av asymmetri i konjunkturcyklerna är inga konstanter. EU-projektet, inklusive EMU, syftar till ökad ekonomisk och politisk integration mellan medlemsländerna. I sig torde detta leda till ökad grad av samvariation, men det kan också finnas effekter som verkar i motsatt riktning. Ökad integration skulle kunna leda till ökad specialisering mellan länderna. Detta skulle skapa större skillnader i näringslivsstruktur mellan länderna, vilket skulle vara en faktor som talar för mer

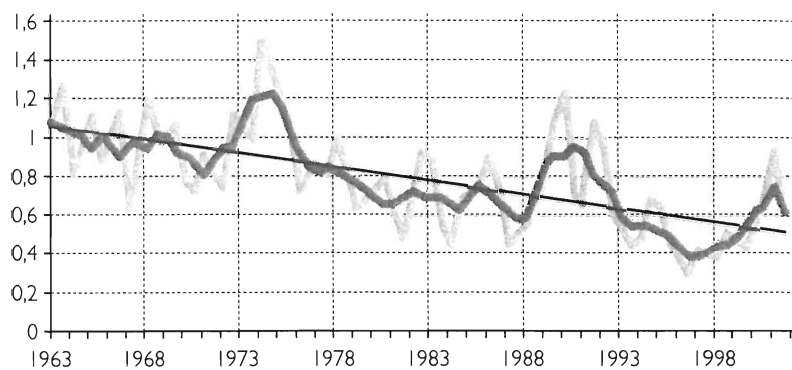
konjunkturrell asymmetri.⁶ Om integrationsprocessen leder till ökad eller minskad asymmetri är därför en empirisk fråga, där olika effekter drar åt motsatta håll.

En sätt att analysera vad som hittills skett med konjunkturasymmetrin är att studera hur spridningen i konjunkturläget inom euroländerna utvecklats över tiden. I detta syfte börjar vi med att beräkna ett konjunkturindex för varje land genom att filtrera ut konjunkturcykeln från den reala bruttonationalproduktens utveckling och normalisera denna så att alla länders konjunkturindex har samma standardavvikelse. Vi kan sedan definiera ett *asymmetriindex* i en given tidpunkt för euroländerna som variationen (standardavvikelsen) i ländernas konjunkturläge i denna tidpunkt.⁷ Om alla länders konjunkturcykler är perfekt korrelerade blir asymmetriindexet noll och en gemensam penningpolitik borde inte ställa till med några som helst bekymmer. Om i stället konjunkturcyklerna svänger oberoende av varandra blir asymmetriindexet i genomsnitt ett och en gemensam penningpolitik får leva med stabiliseringspolitiska intressemotsättningar från tid till annan.

Figur 4 visar asymmetriindexets utveckling under perioden 1963–2002. Ett par saker i figuren förtjänar att noteras. För det första kan vi observera en fallande trend.⁸ I början av perioden är indexet runt 1 medan det i slutet är runt 0,5. Euroländerna har alltså i detta avseende utvecklats i riktning mot att vara ett optimalt valutaområde. För det andra ser vi två tydliga episoder med höga asymmetriindex, en runt 1973 års oljeprischock och en runt 1990 då en internationell konjunkturavmattning och den tyska återföreningen skapade stora skillnader i euroländernas konjunkturläge.

Figur 4. Konjunkturassymetri: EMU.

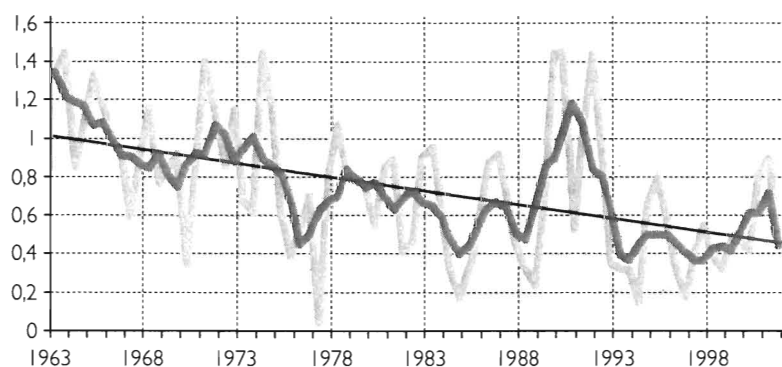
(Standardavvikelse för ländernas konjunkturindex, halvårsobservationer, glidande medeltal över 2,5 år samt linjär trend.)



Det hävdas ibland ECB:s politik främst kommer att tillgodose de stora ländernas stabiliseringspolitiska intressen. Det kan därför vara av särskild betydelse att studera hur dessa intressen har tenderat att sammanfalla hitintills. Jag har därför beräknat ett asymmetriindex för enbart Frankrike, Italien, Spanien och Tyskland. Detta visas i figur 5. Återigen ser vi en klart fallande trend. En skillnad i förhållande till euroområdet som helhet är att konjunkturassymetrin vid den tyska återföreningen är starkare medan uppgången i samband med första oljeprischocken inte är lika framträdande, indikerande att effekterna av oljeprischocken, inklusive policyresponserna, var relativt likartad i dessa länder.

Figur 5. Konjunkturassymetri: EMU:s fyra stora länder.

(Standardavvikelse för ländernas konjunkturindex, halvårsobservationer, glidande medeltal över 2,5 år samt linjär trend.)



Om asymmetriindexet varit högt eller ökande inom euroområdet, skulle man förvänta sig att konjunkturläget inom valutaunionen oftast är så olika i de olika medlemsländerna att den gemensamma penningpolitiken skulle bli oanvändbar för stabiliseringspolitiska syften. Som vi sett har indexet i stället tenderat att falla, indikerande att konjunkturen inom euroområdet har blivit mer synkroniserad över tiden. Eftersom detta gör de stabiliseringspolitiska intressena mer sammanfallande kan ECB komma att få en betydelsefull stabiliseringspolitisk roll inom euroområdet. Detta gör det desto mer betydelsefullt att studera hur asymmetriskt det svenska konjunkturmönstret är.

Har konjunkturen i Sverige blivit mindre asymmetrisk?

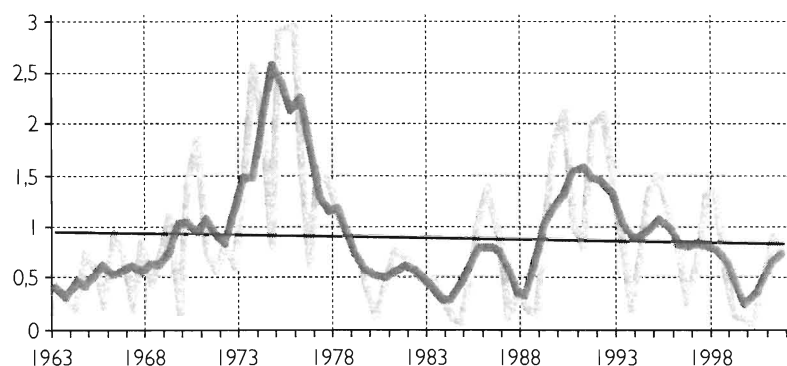
Som noterats har Sverige i tidigare studier ofta placerats i en grupp av länder med förhållandevis asymmetriskt konjunkturmönster. Men hur har denna asymmetri utvecklats över tiden? För att svara på den frågan definierar jag ett landspecifikt asymmetriindex genom att beräkna absolutvärdet av skillnaden mellan Sveriges och euroländernas konjunkturindex. Om t ex Sverige har en högkonjunktur med konjunkturindex 1, medan

euroområdet har en lågkonjunktur med konjunkturindex -1 så är Sveriges asymmetriindex vid denna tidpunkt lika med 2.

Figur 6 visar det svenska asymmetriindexet.⁹ Som vi ser är indexet högt under två episoder. Den första inträffar i samband med första oljekrisen, särskilt under åren 1974–76 när Sveriges överbrygningspolitik ledde till högkonjunktur samtidigt som resten av Europa upplevde en betydande konjunkturavmattning. Den andra episoden inträffar under åren 1990–1992 då Sveriges konjunktur toppar tidigare och faller tidigare och djupare än i euroländerna.

Figur 6. Svensk konjunkturassymetri.

(Absolutvärdet av avvikelsen mellan konjunkturindex i Sverige och euroländerna.)



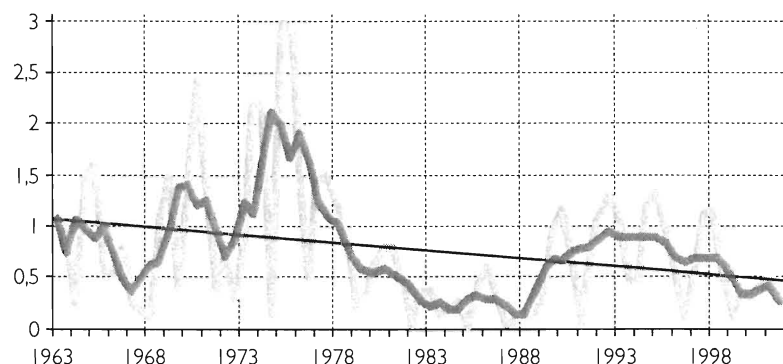
Det finns en trend nedåt i det svenska asymmetriindexet men den är svagare än den som gäller för euroländerna sinsemellan (figur 4 och 5). Uppenbarligen är lutningen på denna trend starkt beroende av valet av tidsperiod. Svensk konjunkturassymetri under de senaste 40 åren domineras av utvecklingen i början av 90-talet och särskilt av episoden runt första oljeprischocken. Den trendmässiga utvecklingen liksom den genomsnittliga asymmetrin beror därför starkt på om mitten av 70-talet inkluderas eller inte.

Det är också intressant att studera asymmetrin i den svenska konjunkturcykeln i förhållande till de fyra stora euroländerna. Denna visas i figur

7.¹⁰ Som vi ser framträder vissa skillnader jämfört med figur 6, nämligen att uppgången i asymmetriindexet i början av 90-talet är betydligt svagare, vilket leder till en mer kraftfull negativ trend.

Figur 7. Svensk konjunkturassymetri i förhållande till EMU:s fyra stora länder.

(Absolutvärdet av avvikelserna mellan konjunkturindex i Sverige och genomsnittet för de fyra stora euroländerna.)



Asymmetriska fluktuationer i tillgångspriser

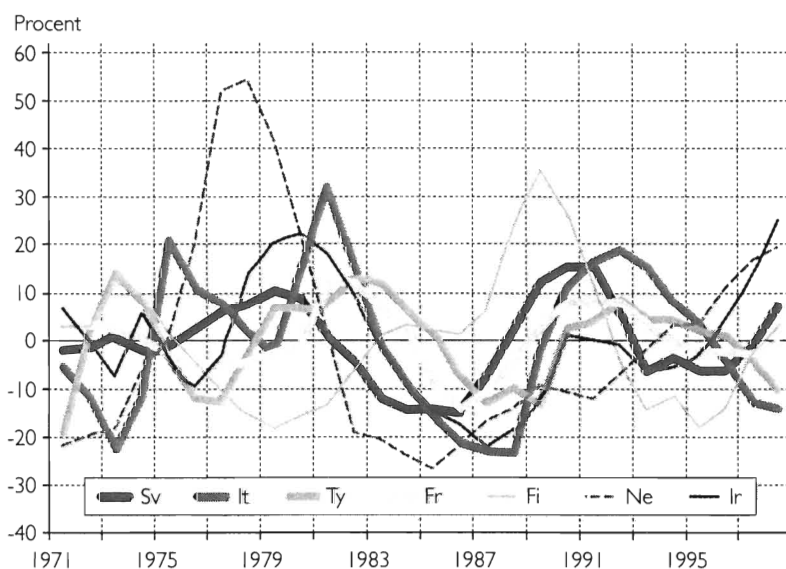
I diskussionen om de stabiliseringspolitiska konsekvenserna av en förlust av den självständiga penningpolitiken har fokus varit på arbetsmarknaden. Ett typiskt scenario är en kostnadskris där en negativ konjunkturutveckling kan hävas genom att de inhemska lönekostnaderna sänks i förhållande till exportpriserna. Ett annat möjligt krissscenario är en så kallad "credit crunch" – där högt belånade tillgångar som t ex fastigheter eller aktier plötsligt genomgår ett kraftigt fall. I en sådan situation kan det bli svårt för hushåll och företag att finansiera sina investeringsbehov eller till och med den löpande verksamheten. Penningpolitiken är ett viktigt instrument för att bekämpa en "credit crunch" eftersom sänkta räntor ökar värdet på tillgångarna och minskar hushållens och företagens rän-

teutgifter. Om tillgångspriserna i de olika euroländerna tenderar att röra sig någorlunda symmetriskt kan ECB hantera eventuella problem men om priserna rör sig asymmetriskt är det inte möjligt.

På senare tid har studier visat att särskilt för fastighetspriser så följs en tid av prisuppgångar ofta av snabba fall. Dessutom förefaller sådana episoder i Europas mindre länder vara förhållandevis asymmetriska, kanske beroende på att fastighetsmarknaderna av naturliga skäl är betydligt mindre integrerade än kapitalmarknaderna.¹¹ Vad gäller aktiemarknaden är graden av asymmetri mindre och minskande, rimligen beroende på ökade finansiell integrering. I den mån den finansiella integrationen leder till mer internationellt diversifierade portföljer blir dessutom asymmetriska chocker mindre betydelsefulla för hushållen.

Figur 8. Reala bostadshuspriser.

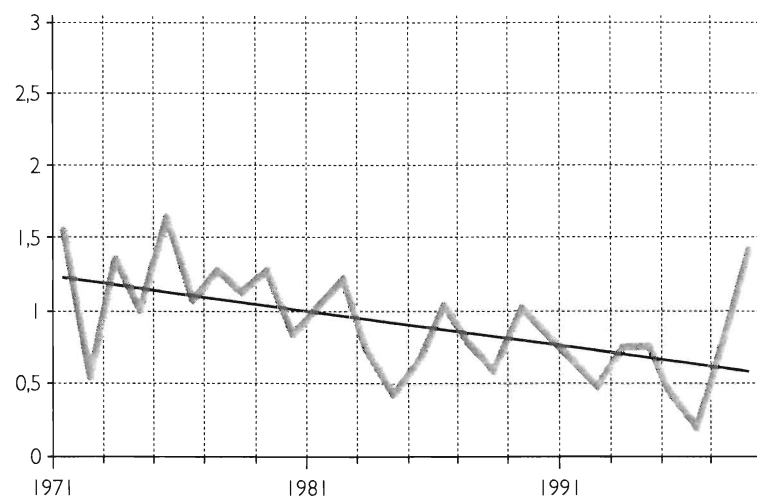
(Bostadshusprisindex/BNPdeflator uttryckt i förhållande till (ungefärligen) linjär trend (HP6400)).



I figur 8 beskrivs utvecklingen av ett realt bostadshusprisindex för tidsperioden 1971 till 1998 för Sverige samt euroländerna Finland, Frankrike, Nederländerna, Italien, Irland och Tyskland. Indexet är beräknat som nominella huspriser delat med BNP-deflatorn och figuren visar procentuella avvikelser från en (ungefärligen) linjär trend.¹² Som vi ser har utvecklingen i Sverige vid några tillfällen tenderat att ligga före de stora euroländerna – särskilt det svenska fallet i bostadshuspriser 1980–83 inträffade ett eller ett par år före motsvarande utveckling i de övriga länderna. Vi ser också en tendens till en viss minskning av asymmetrin även om det mot slutet av perioden asymmetrin återigen ökar. För att studera detta närmare konstruerar jag ett likartat asymmetriindex som för konjunkturutvecklingen.¹³ Detta visas i figur 9. Som vi ser finns en negativ trend även om en uppgång kan noteras i slutet av perioden. Denna uppgång kommer av låga priser i Tyskland och Italien kombinerat med prisuppgångar i Irland, Finland och Nederländerna. Om nedgången i asymmetri är bestående kan vi igen konstatera att ECB kan komma spela en roll för att stabilisera alltför kraftiga fluktuationer i bostadshuspriserna.

Figur 9. Asymmetri i bostadshuspriser i EMU.

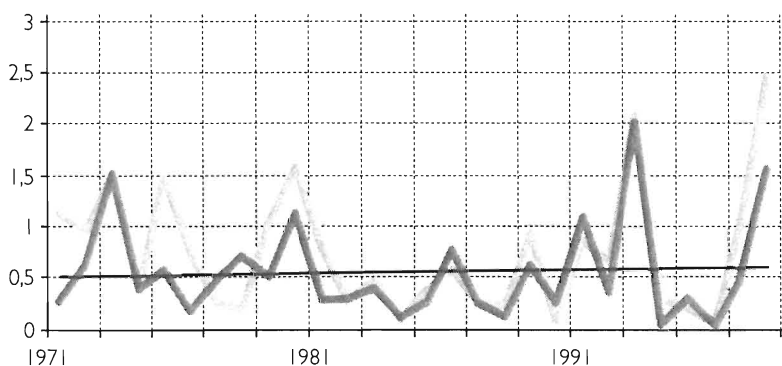
(Standardavvikelse för bandpassfilterade bostadshusprisindex i Finland, Frankrike, Nederländerna, Italien, Irland och Tyskland.)



På samma sätt som för konjunkturen kan vi också studera hur asymmetriska fluktuationerna i Sveriges bostadshuspriser tenderar att vara jämfört med desamma i euroländerna. Utvecklingen för denna asymmetri visas i figur 10. Som vi kan se finns ingen tendens till fallande asymmetri och asymmetrin ökar under de sista åren i samplet. Å andra sidan är inte den genomsnittliga asymmetrin extremt hög.

Figur 10. Asymmetri i svenska bostadshuspriser.

(Absolutvärdet av avvikelsen mellan bandpassfilterade bostadsprisindex i Sverige och genomsnittet för Finland, Frankrike, Nederländerna, Italien, Irland och Tyskland (mörk linje) (Frankrike, Italien och Tyskland (ljusare linje))).



Varför har konjunkturen i Sverige och euroländerna varit asymmetrisk?

En slutsats av analysen föregående avsnitt är att det förefaller finnas en tendens mot mindre asymmetri i konjunkturmönstret, såväl inom valutaunionen som mellan Sverige och euroområdet som helhet. Sverige upplevde två episoder med höga asymmetriindex, en i samband med första oljeprischocken 1973–75 och en i samband med den kraftiga konjunktturnedgången under de första åren av 90-talet. Dessa perioder sammanfaller i stort med de perioder då graden av asymmetri var hög också i res-

ten av de undersökta länderna. Min tolkning av detta är att hög asymmetri inträffat på grund av att stora internationella chocker påverkat konjunktorens förlopp på olika sätt i respektive land, snarare än att länderna drabbats av landspecifika chocker. Sådana skillnader kan bero på skillnader i ekonomisk struktur, t ex graden av oljeberoende och landets specifika handelsmönster som i Finlands fall efter Sovjetunionens kollaps. En annan förklaring är att olika länder valt olika sätt att reagera på de internationella chockerna. Som nämnts ovan är Sveriges överbrygningspolitik efter första oljeprischocken ett sådant exempel. Även om intentionerna bakom överbrygningspolitiken var goda är det lätt att konstatera att den svenska politiken inte lyckades stabilisera oljeprischocken utan bara förskjuta dess inverkan på konjunktorens förlopp.

Det förefaller rimligt att hänföra också den andra episoden med hög grad av svensk asymmetri till en asymmetrisk ekonomisk politik. De offensiva devalveringarna i början av 1980-talet ledde till att Sverige kom ur konjunktursvackan tidigare än Västeuropa som helhet via en stark exportledd konjunkturuppgång. Högkonjunktoren fick under resten av 1980-talet extra skjuts av de politiska besluten om att avreglera kreditmarknaden. Den uppkomna överhettningen ledde under decenniets senare del till en ny stark lönekostnadsstegring i förhållande till omvärlden. Sveriges konjunktur nedgång kom därför tidigare och blev djupare än den i flertalet EMU-länder.

Svensk stabiliseringspolitik i valutaunionen

Sverige som medlem i valutaunionen kommer förstås ibland ändå att uppleva asymmetriska konjunkturförlopp. Även om penningpolitiken i en sådan situation inte kan användas är dock inte den ekonomiska politiken försvarslös. Det faktum att penningpolitiken under senare år kommit i fokus för stabiliseringspolitiken beror inte på att finanspolitiken skulle vara tandlös. Snarare har det handlat om att finanspolitiken ansetts lida av ett antal politikmisslyckanden, t ex en tendens till underskottsbias beroende på att det politiskt är lättare att expandera offentliga utgifter än

att strama åt och att politiken ibland förefaller ha ägnats till röstfiske snarare än att ge en god grund för långsiktig tillväxt och stabilitet. När det gäller penningpolitiken har dessa problem framgångsrikt motverkats genom en delegering till en självständig Riksbank. En sådan delegering är enligt min mening inte lämplig när det gäller finanspolitiken, men för den skull behöver inte man ge upp tanken på en effektiv konjunkturstabiliserande finanspolitik. Sverige bör ha minst lika goda förutsättningar att lösa de politiska problemen runt finanspolitiken som de nuvarande euroländerna. De reformer av budgetprocessen som syftat till att stärka positionen för dem som ansvarar för statsbudgetens helhet – regering, finansdepartement och finansutskott, har i huvudsak varit lyckosamma, även om mer nog kan göras på detta område. Tydligare definitioner av utgiftstak och saldomål behöver också utarbetas. Givet detta kan finanspolitiken vara effektiv i konjunkturstabiliseringen och i många fall vara betydligt träffsäkrare än penningpolitiken.

Sverige har också jämfört med flertalet euroländer starka så kallade automatiska stabilisatorer, det vill säga offentliga transfereringssystem som verkar konjunkturstabiliserande genom att utgifterna ökar i konjunkturedgångar. Det finns avsevärda fördelar med att ge dessa system en huvudroll i stabiliseringspolitiken. Erfarenheter från Sverige och andra länder visar att de automatiska stabilisatorerna faktiskt fungerar medan det är mer oklart om den diskretionära stabiliseringspolitiken som helhet verkat stabiliserande. De automatiska stabilisatorernas effektivitet skulle kunna stärkas, särskilt i samband med överhettningstendenser, om ersättningsnivåerna gjordes konjunkturberoende. I likhet med vissa andra länder, t ex USA, skulle man kunna variera graden av generositet i arbetslöshetsersättningen med konjunkturläget så att ersättningen blev lägre i högkonjunktur när det är lättare att hitta jobb. Detta skulle även kunna gälla sjukersättningen, något som skulle kunna minska det för konjunkturstabiliseringen besvärliga faktum att arbetstiden per sysselsatt individ i Sverige varierar kontracykliskt så att arbetstiden faller i högkonjunktur.

För att minska risken för kostnadskriser måste den första försvarslinjen vara att lönebildningen fungerar som den ska. Särskilt viktigt är att löntagarnas organisationer beaktar de fulla samhällsekonomiska kostnaderna

av arbetslösheten. Den fackliga anslutningsgraden är hög i Sverige och det finns en stark tradition av samhällsekonomiskt och solidariskt ansvarstagande inom svensk fackföreningsrörelse. Enligt min mening minskar detta risken för att lönerna sätts av representanter för personer med så stark ställning på arbetsmarknaden att de kan bortse från arbetslöshetsrisken om lönerna blir för höga. Kopplingen mellan lönebildningen och arbetslösheten skulle dock kunna göras starkare genom t ex större grad av branschvis finansiering av arbetslöshetsersättningarna.

I extrema fall kan dock ändå kostnadskriser uppstå. I sådana fall finns även inom valutaunionen substitut till devalvering. Så kallade interndevalveringar innebär att arbetsgivaravgifterna sänks och att detta finansieras med en momshöjning eller genom att arbetstagarnas egenavgifter höjs. Företagens lönekostnader sänks därmed och särskilt exportorienterade företag gynnas i linje med vad som sker efter en devalvering. En sådan budgetneutral interndevalvering är sannolikt inte särskilt väl ägnad för röstfiske och lämpar sig därför väl att delegera till regeringen, vilket minskar risken för politiska låsningar och fördröjningar. Formerna för en sådan interndevalvering och i vilka situationer den bör användas kan med fördel fastläggas av riksdagen i förväg.

Det hävdas ibland att en förutsättning för ett välfungerande EMU är att ett överstatligt system för transfereringar mellan länderna införs. En jämförelse görs här med USA, där den federala budgeten verkar som ett försäkringssystem mellan de olika delstaterna. I denna diskussion glöms dock regelmässigt bort att finansmarknaderna kan stå för sådan försäkring. Om svenska hushåll, företag och även staten, äger tillgångar i andra länder samtidigt som en del av våra tillgångar ägs av utländska ägare delas riskerna associerade med asymmetriska konjunktursvängningar. Även om inte produktionen utjämnas på detta sätt kommer inkomsterna att utjämnas, vilket förstås är det viktiga. Sannolikt är potentialen för sådan marknadsbaserad riskspridning betydligt större än vad som kan åstadkommas på politisk väg. I takt med ökad integration torde sådant korsägande öka och dessutom underlättas av att valutariskerna bortfaller efter ett svenskt inträde i valutaunionen.¹⁴

Möjligen är riskerna för en asymmetrisk ”credit-crunch” större än för

en kostnadskris. De fåtaliga studier som finns på området talar för att asymmetriska priscykler på fastigheter inte är osannolika i framtiden. Sådana asymmetriska cykler kan förstås inte hanteras av ECB. Å andra sidan innebär det faktum att euron flyter mot resten av världens valutor att vi inte behöver frukta en upprepning av de kraftigt destabiliserande chockhöjningarna av räntan som Sverige upplevde i samband med försöken att försvara den fasta kronkursen.

Det finanspolitiska substitutet till penningpolitiken när det gäller att stabilisera alltför kraftiga förändringar i tillgångspriser är variationer i avdragsrätt och fastighetsbeskattning. Här måste man dock konstatera att dessa instruments användbarhet i stabiliseringspolitiken begränsats av att deras fördelningspolitiska biverkningar hamnat i fokus. Detta har inte varit fallet för penningpolitiken trots att denna också har mycket kraftfulla fördelningspolitiska effekter. För att minska dessa problem bör också här riksdagen fastlägga regler för när och hur variationer i avdragsrätt och fastighetsbeskattning bör användas i konjunkturstabiliseringen.

Slutsats

Min slutsats blir att den svenska konjunkturasymmetrin inte utgör något avgörande argument mot ett euroinförande. Till stor del förefaller den historiskt uppmätta asymmetrin vara orsakad av att Sverige valt en egenständig policyrespons till internationellt verkande ekonomiska störningar. En sådan politik möjliggjordes av att de internationella kapitalflödena var reglerade och regeringen hade direktkontroll över Riksbanken. Förutsättningarna för en sådan asymmetrisk politik har till stora delar bortfallit och konjunkturasymmetrin har följaktligen minskat över tiden, i Sverige liksom för de nuvarande euroländerna, vilket innebär att ECB kan ges en betydelsefull roll i stabiliseringspolitiken. Till denna kan Sverige foga en egen stabiliseringspolitik om vi skulle drabbas av kraftiga asymmetriska konjunkturförändringar. I takt med att den ekonomiska och politiska integrationen fördjupas förefaller det dock troligt att den svenska konjunkturasymmetrin kommer att fortsätta att minska och kanske till och

med att konjunkturutveckling blir mer stabil efter ett eventuellt svenskt euroinförande.

Noter

- ¹ Jag tackar Harry Flam och Ulf Jakobsson för synpunkter samt Mirco Tonin och Olivier Jeanne för hjälp med datainsamling.
- ² Per Jansson (1996).
- ³ Avvikelse från en log-linjär trend.
- ⁴ Ett likartat begrepp som ibland används är den "potentiella tillväxten".
- ⁵ Jag använder därför ett så kallat bandpassfilter. Detta bygger på tanken att BNP-utvecklingen består av svängningar med olika frekvens, på samma sätt som ljudet från en orkester består av olika frekvenser, från det högfrekventa från piccolaflöjt till basfiolens lågfrekventa ljud. Bandpassfiltret filtrerar bort de riktigt höga och de riktigt låga frekvenserna, ungefär som om man lyssnade på orkestern genom en telefonlur. För den tekniskt intresserade kan noteras att jag först filtrerar BNP-serierna med ett Hodrick-Prescottfilter med $\lambda=6\ 400$ för att göra serien stationär. Därefter förlängs serien till fyra gånger ursprunglig längd och körs genom ett bandpassfilter där frekvenser utanför ett band motsvarande våglängder mellan två och åtta år utsläcks.
- ⁶ Se till exempel Keen (1969) och Krugman (1993) för det teoretiska argumentet. Frankel och Rose (1997) visar dock evidens för att en gemensam valuta ökar integrationen och att detta gör konjunkturcyklerna mer symmetriska. För effekter på handel, se också Persson (2001) samt Ekholms bidrag i denna bok.
- ⁷ Luxemburg utsluts på grund sin storlek.
- ⁸ Denna observation har också gjorts av t ex Dueker och Wesche (1999) och Lumsdaine och Prasad (1999). Det kan också vara värt att notera att om också de mer långsiktiga variationerna i normal tillväxt inkluderas i analysen så finner vi inte samma nedåtgående trend. Med andra ord har långsiktiga variationer i tillväxten inte blivit mer korrelerade mellan euroländerna.
- ⁹ Som tidigare visar den mörka linjen ett flytande genomsnitt för 5 observationer. Två observationer för 1975 är utanför skalan då indexet var 3,6 respektive 3,9.
- ¹⁰ Här är indexet beräknat som absolutvärdet av skillnaden mellan svenskt konjunkturindex och genomsnittet av konjunkturindexet i Frankrike, Italien, Spanien och Tyskland.
- ¹¹ Se Bordo och Jeanne (2002).
- ¹² Ett HP-filter med $\lambda=6\ 400$ har använts. Ursprungsdata kommer från Bank of International Settlements och har vänligen tillhandahållits av Olivier Jeanne på IMF.
- ¹³ Indexet har beräknats genom att köra varje lands reala prisindex genom ett bandpassfilter och därefter standardisera dessa till att ha en standardavvikelse av ett.

Asymmetriindexet i varje tidpunkt är sedan standardavvikelsen mellan ländernas standardiserade, bandpassfilterade, reala bostadshusprisindex. Liksom avseende konjunkturindex gäller att den negativa trenden är betydligt svagare om också de lågfrekventa fluktuationerna inkluderas i analysen. Notera dock att det begränsade antalet observationer försvårar uppdelningen i konjunkturella respektive mer långsiktiga fluktuationer.

- ¹⁴ Kalemli-Ozcan, Sørensen och Yosha (2001) analyserar välfärdseffekter samt effekterna på regional specialisering av sådant korsägande.

Referenser

- Bordo, Michael D. och Olivier Jeanne, (2002), "Boom-Busts in Assets Prices, Economic Instability and Monetary Policy", CEPR Discussion Paper 3398.
- Dueker, Michael och Katrin Wesche, (1999), "European Business Cycles: New Indices and Analysis of their Synchronicity", Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 1999-019B.
- Frankel, Jeffrey and Andrew Rose (1997), "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", *Swedish Economic Policy Review* 4.
- Jansson, Per, (1996), "Sverige och den europeiska monetära unionen: hur stor är sannolikheten att vi drabbas av asymmetriska chocker?", bilaga 5 till EMU-utredningen SOU, 1996:158.
- Kalemli-Ozcan, Sebnem, Bent E. Sorensen och Oved Yosha (2001), "Economic Integration, Industrial Specialization, and the Asymmetry of Macroeconomic Fluctuations", *Journal of International Economics*, 55:1
- Lumsdaine, Robin L., och Eswar S. Prasad, (1999), "Identifying the Common Component in International Economic Fluctuations: A New Approach", IMF Working paper 99/154.
- Peter Kenen (1969), "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", i R. Mundel och A. Swoboda (red.), *Monetary Problems in the International Economy*, University of Chicago Press.
- Krugman, Paul, (1993), "Lessons of Massachusetts for EMU", i F. Giavazzi och F. Torres (red.) *The transition to Economic and Monetary Union in Europe*, Cambridge University Press.
- Persson, Torsten, (2001), "Currency Unions and Trade: How Large is the Treatment Effect?" *Economic Policy* 33, 4 33–448, 2001.

Författarpresentationer

Pontus Braunerhjelm är Ph. D. från Graduate Institute of International Studies i Genève, forskningsledare på SNS och adjungerad professor i nationalekonomi vid Linköpings universitet. Hans forskning har varit inriktad på internationell handel och internationella investeringar.

Karolina Ekholm är docent vid Handelshögskolan i Stockholm. Hennes forskning är framför allt inriktad på frågor kring internationell handel och internationella investeringar. Hon är ledamot av Ekonomiska rådet som bistår finansdepartementet med vetenskaplig rådgivning.

Klas Eklund är chefekonom på SEB och ekon. lic. från Handelshögskolan i Stockholm. Han har varit planeringschef vid finansdepartementet. Han har skrivit *Vår ekonomi* som är Sveriges mest sålda lärobok i ekonomi. Klas Eklund ingår i EU-kommissionens ekonomiska rådgivargrupp. Han är också medlem av Europeiska bankföreningens kommitté för ekonomiska och monetära frågor.

Richard Friberg är docent i nationalekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm. Hans forskning har huvudsakligen rört mikroekonomiska effekter av valutafluktuationer. Han är författare till bland annat boken *Exchange Rates and the Firm: Strategies to Manage Exposure and the Impact of EMU* (Macmillan, London/New York, 1999).

Mattias Ganslandt är fil. dr. i nationalekonomi från Lunds Universitet och verksam som forskare vid Industriens Utredningsinstitut i Stockholm. I sin forskning har Ganslandt specialiserat sig på internationell konkurrens och handel. Han har också gjort ett antal utredningar om konkurrens- och handelspolitik för bland andra Konkurrensverket och näringsdepartementet.

Hans Genberg är professor i internationell ekonomi vid Graduate Institute for International Studies i Genève. Han är också chef för International Center for Monetary and Banking Studies i Genève.

John Hassler är Ph. D. från MIT och är verksam som forskare på Institutet för Internationell Ekonomi vid Stockholms Universitet. Han är också ledamot av Ekonomiska rådet som bistår finansministern och finansdepartementet med vetenskaplig rådgivning.

Ulf Jakobsson är chef för Industriens Utredningsinstitut i Stockholm och adjungerad professor i nationalekonomi vid Umeå universitet. Han har tidigare varit planeringschef i ekonomidepartementet. Hans forskning är för närvarande inriktad på olika ägarmodeller för företagen.

Pehr Wissén är chef för Handelsbankens Centrala Finansförvaltning och vice VD i banken. Han har en ekonomie doktorsexamen från Handelshögskolan i Stockholm 1982. Han är bl.a. ordförande för Eurostyrgruppen inom Svenska Bankföreningen och har flera års erfarenhet av euroförberedelser inom olika grupper i Bryssel.

Carl Johan Åberg är docent i nationalekonomi och ekonomie doktor (hc). Han har bland många andra uppdrag varit planeringschef vid finansdepartementet, expert vid OECD, statssekreterare vid utrikesdepartementets handelsavdelning och VD för AP-fonden (första-tredje fondstyrelserna).

DÄRFÖR EURON – TIO EKONOMER OM DEN GEMENSAMMA VALUTAN

Vad skulle en anslutning till den europeiska gemensamma valutan innebära för Sverige? Frågorna är många om vad som i så fall händer med priser, företag, kapital och den enskildes ekonomi. I *Därför euron* ger tio ekonomer, alla med en positiv grundinställning till en gemensam europeisk valuta, sin syn på dessa frågor.

En rad nya forskningsresultat visar att de positiva effekterna av en gemensam valuta för konsumenter och företag är betydelsefulla. På ett ensidigt sätt har den svenska diskussionen om euron koncentrerats till de stabiliseringspolitiska frågorna. Fördelarna med ett utanförskap i detta avseende har därtill ofta överskattats.

I ett litet valutaområde, som det svenska, kan växelkursförändringar som styrs av de internationella kapitalrörelserna ofta skapa problem. Ju mera samstämd konjunkturen är inom euroområdet, desto mindre betydelsefull blir också förlusten av en egen räntepolitik.

Ekerlids Förlag

WWW.EKERLIDS.COM

ISBN 91-89617-60-6



9 789189 617605