

KONJUNKTURRÅDETS RAPPORT

SNS FÖRLAG

Det har gått tio år sedan EU:s monetära union bildades. 2009 års Konjunkturrådsrapport analyserar den ekonomiska utvecklingen i de länder som vid starten anslöt sig till den monetära unionen och hur de har påverkats av den gemensamma valutan och den gemensamma penningpolitiken. De områden som behandlas är penningpolitiken, finanspolitiken, den finansiella integrationen samt utrikeshandeln och direktinvesteringarna.

Danmark, Sverige och Storbritannien har valt att stå utanför den monetära unionen. Rapporten analyserar också hur deras ekonomier har utvecklats jämfört med euroländernas, och bedömer om utvecklingen hade varit annorlunda ifall de tre länderna hade deltagit i den monetära unionen från början.

Författare är professorerna Harry Flam (ordförande), Antonio Fatás, Steinar Holden, Tullio Jappelli, Ilian Mihov, Marco Pagano och Charles Wyplosz.

Harry Flam (ordf.)
Antonio Fatás
Steinar Holden
Tullio Jappelli
Ilian Mihov
Marco Pagano
Charles Wyplosz

KONJUNKTURRÅDETS RAPPORT 2009

2009

EMU EFTER 10 ÅR

SKA DANMARK, **SVERIGE**

OCH STORBRIANNIEN

ANSLUTA SIG?

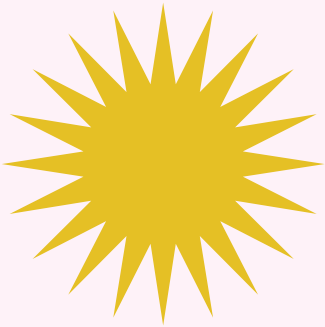

SNS
FÖRLAG

ISBN 978-91-85695-95-9

9 789185 695959


SNS

EMU EFTER TIO ÅR



KONJUNKTURRÅDETS RAPPORT

EMU EFTER TIO ÅR.
SKA DANMARK, SVERIGE OCH
STORBRIANNIEN ANSLUTA SIG?

2009

Harry Flam (ordf.)

Antonio Fatás

Steinar Holden

Tullio Jappelli

Ilian Mihov

Marco Pagano

Charles Wyplosz

SNS Förlag

SNS Förlag
Box 5629
114 86 Stockholm
Telefon: 08-507 025 00
Telefax: 08-507 025 25
info@sns.se
www.sns.se

SNS – Studieförbundet Näringsliv och Samhälle – är ett fristående nätverk av opinionsbildare och beslutsfattare i privat och offentlig sektor. SNS vill genom forskning, bokutgivning och möten bidra till debatt och rationella beslut i samhällsfrågor.

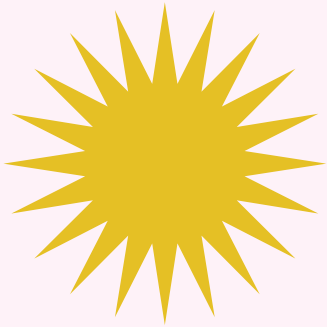
Konjunkturrådets rapport 2009
EMU efter tio år
Ska Danmark, Sverige och Storbritannien ansluta sig?
Harry Flam m.fl.
Första upplagan
Första tryckningen

© 2009 Författarna och SNS Förlag
Omslag och grafisk form: Patrik Sundström
Översättning: Birgitta Johansson
Tryck: 08 Tryck, Stockholm 2009

ISBN 978-91-85695-95-9



	Förord	7
1	Inledning och sammanfattning	9
2	Penningpolitik	18
3	Finanspolitik	41
4	Finansiell integration	60
5	Handel och investeringar	79
6	Danmark, Sverige, Storbritannien och den monetära unionen	99
	Författarna	125



Det har gått tio år sedan den gemensamma valutan euron infördes i EU. Årets Konjunkturrådsrapport analyserar konsekvenserna av den ekonomiska och monetära unionen för de länder som infört euron, men även för de länder som står utanför. Rapporten behandlar penningpolitiken, finanspolitiken, den finansiella integrationen, handel och direktinvesteringar samt huruvida den ekonomiska utvecklingen i Danmark, Sverige och Storbritannien hade blivit annorlunda om de deltagit från starten.

Professor Harry Flam, Institutet för internationell ekonomi vid Stockholms universitet, är i år ordförande för SNS Konjunkturråd. Övriga ledamöter är: Antonio Fatás, professor i nationalekonomi vid INSEAD i Paris; Steinar Holden, professor i nationalekonomi vid Oslo universitet; Tullio Jappelli, professor i nationalekonomi vid Neapels universitet; Ilian Mihov, professor i nationalekonomi vid INSEAD i Paris; Marco Pagano, professor i nationalekonomi vid Neapels universitet samt Charles Wyplosz, professor i internationell ekonomi vid Graduate Institute of International Studies, Genève.

Finansiellt stöd har erhållits från Jan Wallanders och Tom Hedelius stiftelse samt Tore Browaldhs stiftelse. SNS vill tacka alla som bidragit till rapporten och som bl.a. har läst och lämnat synpunkter på kapitelutkastet. Konjunkturrådet står gemensamt bakom rapportens analys och slutsatser. SNS som organisation har inte tagit ställning till rapportens innehåll.

STEFAN LUNDGREN, VD SNS

INLEDNING OCH SAMMANFATTNING

EU:S MONETÄRA UNION firade tioårsjubileum vid början av 2009.¹ En bedömning av dess samhällsekonomiska effekter är av intresse inte bara för medlemmarna, utan också för de EU-länder som står utanför, och särskilt för Danmark, Sverige och Storbritannien, som skulle kunna gå med, men valt att inte göra det. Den här rapporten syftar till att

- bedöma den monetära unionens effekter,
- föreslå förbättringar och
- bedöma om Danmark, Sverige och Storbritannien bör gå med.

Den monetära unionen innebär att de nationella valutorna har ersatts av en gemensam valuta, och att nationell penningpolitik har ersatts

1. Det är vanligt att kalla EU:s monetära union för EMU. Strängt taget deltar dock samtliga EU:s medlemsländer i EMU, men endast 16 länder deltar för närvarande i dess s.k. tredje steg, den monetära unionen eller valutaunionen.

10 av en gemensam, överstatlig penningpolitik, genomförd av den Europeiska centralbanken (ECB) och euroländernas nationella centralbanker.²

Förlusten av penningpolitiskt oberoende förväntades påverka regeringarnas förmåga att stabilisera ekonomin under konjunkturcykler och vid andra störningar. Finanspolitiken blev det främsta verktyget för stabilisering. Införandet av en gemensam valuta förväntades också påverka finansmarknaderna, handeln med varor och tjänster samt investeringar över nationsgränserna.

De tre länderna utanför euroområdet reagerade olika på tillkomsten av den monetära unionen. Danmark knöt sin valuta till euron, vilket i praktiken innebar att man gav upp sitt penningpolitiska oberoende, medan Sverige och Storbritannien båda antog en penningpolitik med inflationsmål som en oberoende centralbank fick i uppgift att genomföra.

Rapporten behandlar fem områden:

- penningpolitik,
- finanspolitik,
- finansiell integration,
- handel och direktinvesteringar över gränserna, samt
- huruvida den ekonomiska utvecklingen i de tre utanförstående länderna hade blivit annorlunda om de deltagit redan från starten.

Det måste framhållas, vid en tidpunkt då intresset är fokuserat på den pågående finanskrisen, att rapporten studerar hela europerioden. Trots att finanskrisen har haft en kraftig påverkan på världsekonomin i slutskedet av eurons första tio år, har största delen av perioden präglats av vad som på engelska kallas *The Great Moderation*, en period av relativ ekonomisk stabilitet. Den finansiella krisen och dess återverkningar är en svår prövning för den monetära unionen och utgången är ännu oklar. ECB har hittills skött sig mycket bra och tycks snabbare än andra centralbanker ha insett hur allvarlig den finansiella krisen är.

Det måste också betonas att även om rapporten huvudsakligen behandlar ekonomiska frågor, är EMU lika mycket ett politiskt projekt som ett ekonomiskt. Under hela sin existens har EU använt ekonomiska projekt för att uppnå det slutliga målet, »... en allt fastare sam-

2. ECB-rådet beslutar om och de nationella centralbankerna genomför penningpolitiken.

manslutning mellan de europeiska folken«. EMU är det senaste steget på vägen mot detta mål, och det följer på tidigare steg som slopandet av tulltariffer på 1960-talet, olika växelkursarrangemang för att stabilisera valutorna under 1970- och 1980-talet och skapandet av den inre marknaden på 1990-talet.

Penningpolitik

ECB har framgångsrikt uppnått

- en låg och stabil inflationsnivå och
- trovärdighet för sitt inflationsmål (»under, men nära 2 procent«).

Det är inte helt klart i vilken utsträckning som framgången beror på ECB eller den relativa stabilitet som rått i världsekonomin fram till 2007. Andra centralbanker, bland dem Riksbanken och Bank of England, har varit lika framgångsrika i att uppnå en låg och stabil inflationsnivå samt trovärdighet för inflationsmålet. Danmark har framgångsrikt knutit kronan till euron och uppnått samma (viktade) genomsnittliga inflation som euroområdet.

Även om ECB varit framgångsrik bör dess penningpolitiska strategi, kommunikationsstrategi, beslutsprocess och transparens uppgraderas till högsta standard, för att bättre kunna styra förväntningarna om den framtida ekonomiska utvecklingen. Det innebär att ECB bör

- besluta om och offentliggöra prognoser om produktion, inflation och sin penningpolitiska styrränta två till tre år framåt i tiden samt
- offentliggöra protokollen från mötena i ECB-rådet.

Kriterierna för anslutning till den monetära unionen utformades med finanspolitisk försiktighet och hållbarhet i åtanke och de var kontroversiella redan när de antogs 1991. Ekonomierna i de nya EU-medlemsländerna genomgår strukturella förändringsprocesser, med snabb tillväxt som tenderar att skapa relativt hög inflation av strukturella skäl, vilket gör det praktiskt taget omöjligt att klara inträdeskriteriernas krav på låg inflation och fast växelkurs i förhållande till euron. Processen med att hinna ikapp de äldre medlemmarna kan ta en generation eller mer. Inträdeskriterierna bör antingen

- inte kräva fasta växelkurser och låga inflationsnivåer under en viss tid före inträdet – så som nu är fallet – eller
- omtolkas för att underlätta för nya medlemsländer att gå med i den monetära unionen.

Finanspolitik

Finanspolitik kan indelas i automatiska stabilisatorer, dvs. automatiska konjunkturskillnader av offentliga intäkter och utgifter under konjunkturcykeln, och diskretionär finanspolitik, dvs. diskretionära förändringar av intäkter och utgifter i syfte att stabilisera ekonomin eller av andra skäl. Förlusten av nationellt penningpolitiskt oberoende har ökat den diskretionära finanspolitikens betydelse för att stabilisera ekonomin. Meritlistan i euroområdet är blandad:

- Den monetära unionen verkar inte ha haft någon signifikant effekt på utvecklingen av budgetunderskott och skuldsättning i euroområdet.
- Konjunkturskillnaderna vid en given tidpunkt mellan länder både inom och utom euroområdet har blivit mycket mindre sedan början av 1990-talet.
- Vissa euroländer uppvisar en liknande utveckling av skuldsättning och budgetunderskott som Danmark, Sverige och Storbritannien.
- De automatiska stabilisatorerna är relativt starka och har fungerat bra.
- Danmark, Sverige och Storbritannien är mycket lika euroområdet när det gäller automatisk konjunkturstabilisering.
- Nationell diskretionär finanspolitik har tenderat att vara procyklisk och euroområdets finanspolitik har som helhet varit starkt procyklisk och därmed destabiliserande.
- Taken för offentliga underskott och offentlig skuldsättning i Stabilitets- och tillväxtpakten har bidragit till att minska volatiliteten i den diskretionära finanspolitiken och därmed till att stabilisera ekonomin.

Fortsatt stor offentlig skuldsättning och budgetunderskott i många länder inom euroområdet – bl.a. Frankrike, Italien och Tyskland – och procyklisk finanspolitik är tecken på brister i politiskt beslutsfattande. Många länder är i akut behov av

- ett mer transparent och väldefinierat ramverk för finanspolitiskt beslutsfattande, och
- bred politisk uppslutning bakom ett sådant ramverk.

Finansiell integration

Att ersätta de nationella valutorna med en gemensam valuta har – som väntat – lett till integration på finansmarknaderna:

- Penningmarknaderna och marknaderna för statsobligationer har helt integrerats inom euroområdet, dvs. avkastningen är i praktiken densamma för instrument med samma betalningsflöde.
- Marknaderna för företagsobligationer är i hög grad integrerade.
- Aktiemarknaderna har blivit något mer integrerade, men skilda clearing- och betalningssystem utgör hinder för mer omfattande integration.
- De medellånga och långsiktiga marknaderna för företagskrediter, konsumentkrediter och bostadslån uppvisar bestående ränteskillnader.

Rapporten föreslår flera åtgärder för att främja ytterligare integration:

- Ökad transparens på marknaden för företagsobligationer genom att offentliggöra transaktionsuppgifter.
- Förbättrad tillämpning av låneavtal i många länder.
- Kreditupplysning över nationsgränserna.
- Enhetliga inlåningsgarantier.
- Överstatlig reglering och övervakning/tillsyn av transnationella finansinstitut.

Den finansiella krisen har framför allt betonat behovet av de två sistnämnda åtgärderna.

Handel och direktinvesteringar

Slopandet av nominella växelkurser inom den monetära unionen har lett till

- en avsevärd ökning av handeln inom euroområdet,
- en mindre, men ändå betydande, ökning av handeln mellan euroområdet och länder utanför,
- inga säkra effekter på utländska direktinvesteringar inom euroområdet, och
- en möjlig ökning av direktinvesteringar till euroområdet från länder utanför detta.

Den gemensamma valutan och den gemensamma marknaden för varor och tjänster utgör komplement till varandra. De regler som utgör grundvalen för den inre marknaden – fri rörlighet för varor, tjänster, kapital och arbetskraft – är ofullständigt implementerade och betydande handelshinder finns kvar på viktiga tjänstemarknader. Bättre implementering av regler och undanröjande av de återstående handelshindren skulle leda till ökad handel.

Vad hade hänt om Danmark, Sverige och Storbritannien gått med 1999?

De tre länder som valt att stå utanför den monetära unionen har sedan 1999 haft bättre ekonomisk tillväxt än ett viktat genomsnitt för euroområdet (och ungefär samma tillväxt som ett icke viktat genomsnitt). På lång sikt bör emellertid det penningpolitiska systemet ha liten eller ingen effekt på tillväxten.

Deras penning- och finanspolitiska prestationer i förhållande till euroområdets kan sammanfattas så här:

- *Danmark* har låst kronans kurs till euron och styrräntan har nära följt ECB:s styrränta, utom under hösten 2008 då man var tvungen att höja räntan avsevärt över ECB:s för att försvara växelkursen. Inflationens nivå har varit densamma som (det viktade) genomsnittet för euroområdet och den årliga inflationen har avvikit mindre från målet, som är 2 procent.
- *Danmark* har haft ett betydande och positivt budgetsaldo i genomsnitt och har kunnat minska sin offentliga skuldsättning högst avsevärt. Dess BNP-gap – BNP:s avvikelse från trenden – har följt samma mönster som inom euroområdet, men har sedan 2005 uppvisat en betydande positiv avvikelse.
- *Sveriges* styrränta har nära följt ECB:s. Inflationen har varit lägre – 1,4 procent jämfört med 2,1 procent fram till 2008 – och den genomsnittliga avvikelsen från målet om 2 procent har varit densamma.
- *Sverige* har haft ett positivt budgetsaldo i genomsnitt och har kunnat minska sin inledningsvis stora statskuld som andel av BNP högst väsentligt. Dess BNP-gap har följt samma mönster som i euroområdet, med ganska små avvikelser.
- *Storbritanniens* styrränta har följt samma mönster som ECB:s, men har genomgående legat på en högre nivå. Den genomsnittliga inflationen har varit lägre – 1,6 procent jämfört med 2,1 procent

fram till 2008 – liksom den genomsnittliga avvikelsen från målet, som är 2 procent.

- *Storbritanniens* budgetsaldo har i genomsnitt varit negativt, men mindre än euroområdet, och statsskulden som andel av BNP har varit oförändrad tills nyligen, då underskottet ökat. Dess BNP-gap har följt samma mönster som för euroområdet, men avvek avsevärt under 2004–2005.

Det faktum att Danmark låst sin växelkurs till euron och att dess styrränta legat nära ECB:s tyder på att

- Danmark skulle haft i stort sett samma makroekonomiska utveckling om landet gått med i den monetära unionen 1999.

Sveriges styrränta har också legat nära ECB:s och utvecklingen av BNP-gapet har följt eurorådets. Vi drar slutsatsen att

- Sveriges makroekonomiska utveckling hade varit ungefär densamma om landet gått med i den monetära unionen 1999 och att
- dess nominella växelkurs skulle ha varit mer stabil med mer beständiga förändringar.

Storbritanniens styrränta har följt samma mönster som ECB:s, men har genomgående legat på en högre nivå. Konjunkturcykeln har varit mindre synkroniserad med euroområdet än Sveriges. Vi drar slutsatsen att

- Storbritannien antagligen skulle haft något högre tillväxt och inflation om landet gått med i den monetära unionen och
- haft en mer stabil nominell valutakurs, med mer beständiga förändringar.

Rapporten bedömer också de möjliga effekterna på handel, utländska direktinvesteringar, lönesättning och politiskt inflytande. Den drar slutsatserna att

- handeln skulle ha ökat avsevärt, mest för Sverige och Storbritannien, mindre för Danmark,
- inflödet av investeringar från länder utanför euroområdet troligen hade varit större,
- effekten på lönebildningen är osäker, och
- de tre utanförstående ländernas allmänna politiska inflytande i EU inte hade påverkats i nämnvärd grad, eftersom de inte tycks ha förlorat nämnvärt i inflytande av att stå utanför.

Ska Danmark, Sverige och Storbritannien gå med?

Ett beslut om att gå med i den monetära unionen beror på vilken vikt som tillskrivs de tre huvudargumenten:

- Förlusten av penningpolitiskt oberoende och därmed av viss förmåga att stabilisera ekonomin. Finanspolitik är inte någon fullgod ersättning för en självständig penningpolitik. Tyngden i detta argument beror huvudsakligen på tre faktorer: (1) Hur synkroniserad landets konjunkturcykel är med euroområdet. Synkroniseringen ökar med tiden, i takt med att den ekonomiska integrationen stadigt ökar. De tre utanförstående ländernas konjunkturcykler är i hög grad synkroniserade med euroområdet, men inte i lika hög grad som kärnländernas. (2) Kvaliteten på finanspolitiken. Särskilt Danmark och Sverige har ett regelbaserat ramverk för finanspolitiken med brett politiskt stöd, som har varit framgångsrikt när det gäller att upprätthålla budgetdisciplin och reducerat stor offentlig skuldsättning till en relativt låg nivå. Detta ökar deras möjligheter att använda finanspolitiken för stabilisering. (3) Flexibiliteten på arbetsmarknaden. Danmark, Sverige och Storbritannien har relativt flexibla arbetsmarknader, jämfört med de flesta euroländerna. Flexibiliteten på arbetsmarknaden ökar förmågan att hantera ekonomiska störningar.
- Vinsten av stabilare nominell och därmed real effektiv växelkurs. Tyngden hos detta argument beror på hur handelsberoende landet är och hur handeln är fördelad mellan euro och andra valutor. De tre utanförstående länderna är mycket handelsberoende och ungefär halva deras export går till euroområdet. Danmarks, Sveriges och de nya EU-ländernas erfarenheter 2008 visar att euron kan vara en säker hamn, till skydd för makroekonomisk volatilitet och valutaspekulation.
- Vinsten av ökad handel och troligen också ökade investeringsinflöden. Detta argument verkar väga tyngre för Sverige och Storbritannien än för Danmark.

Rapporten drar slutsatsen att *Danmark* befinner sig i ett gynnsamt läge för att ansluta sig till den monetära unionen när det gäller de offentliga finanserna, finanspolitiken, arbetsmarknadens flexibilitet och arbetslöshetsnivån. Landet har liten eller ingen penningpolitisk självstän-

dighet eftersom det har knutit kronan till euron. Det skulle därför klart tjäna på att ansluta sig till den monetära unionen.

17

Sverige och Storbritannien befinner sig också i ett gynnsamt läge när det gäller arbetsmarknadens flexibilitet och en relativt låg arbetslöshet. Sverige har upprätthållit en bättre budgetdisciplin än Storbritannien, men båda har relativt låga nivåer på statsskulden. Det är för närvarande inte klart att vinsterna i form av mer handel samt ökad nominell och real växelkursstabilitet är större än kostnaden av att mista den självständiga penningpolitiken. Vinsten av en självständig penningpolitik har emellertid varit liten under de gångna tio åren och den torde minska ytterligare med ökad ekonomisk integration.

PENNINGPOLITIK

D

EN GEMENSAMMA valutan har varit kontroversiell ända från starten. Ekonomer pekade på att den inte uppfyllde kriterierna för ett optimalt valutaområde. Medborgare undrade varför de skulle ge upp sina nationella symboler. En del av EU:s medlemsstater var ytterst skeptiska och två av dem fick också rätt att ställa sig utanför. Även om det har funnits fungerande valutaunioner tidigare, så har det aldrig tidigare hänt att flera utvecklade länder, varav några riktigt stora, bestämt sig för att gå över till en gemensam valuta.

Tio år senare är det ingen tvekan om att den monetära unionen fungerar, och faktiskt riktigt bra. Många av de gamla farhågorna har försvunnit, men nya har dykt upp. I första delen av det här kapitlet konstateras att inflationen blivit lägre än någonsin tidigare under efterkrigstiden, men att tillväxten har varit en besvikelse, och att ECB, Europeiska centralbanken, inte har utvecklat någon övertygande kommunikations- och penningpolitisk strategi.

Den monetära unionen har främst tillkommit för att – som det heter – »fullborda den inre marknaden«. Samtidigt som euroområdet är

så centralt för EU, är det flera länder som inte anslutit sig till euron. En del av dem är gamla medlemsstater som valt att inte gå med. Andra är nya medlemsländer som bedömts inte klara av att gå med. Kriterierna som utformades för att kvalificera för deltagande i den monetära unionen var diskutabla redan då, och är ännu mindre lämpliga nu. Denna fråga utvecklas i kapitlets andra avsnitt. Där behandlas också den länge debatterade frågan om hur man kan samordna makroekonomisk politik. Ännu så länge har samordningen inte kommit så långt. En orsak till detta är att argumenten för samordning inte är särskilt starka, en annan är den storlek som ett forum för samordning skulle få. Men Eurogruppen – euroområdet finansministrar – får en allt större betydelse och förpassar medlemmarna utanför euroområdet till åskådarläktaren.

Det sammanfattande avsnittet konstaterar att de hittillsvarande framgångarna inte garanterar fortsatta framgångar. Eurons tioårsdag präglas av en stor störning som föregåtts av en något mindre – den finansiella krisen och den passerade kraftiga ökningen av råvarupriser – som markerar slutet på vad som kallats *The Great Moderation*, en period utan stora störningar i världsekonomin. Den har avlöst av vad som skulle kunna kallas *The Great Turmoil*, som innebär en allvarlig utmaning.

Hur det har gått

INFLATION: EN FRAMGÅNG

Den första och främsta uppgiften för Eurosystemet, så som det uttrycks i Maastrichtfördraget, är prisstabilitet.¹ Den har klarats av. Jämfört med erfarenheterna under hela efterkrigstiden har inflationen aldrig varit så låg under så lång tid i varje enskilt land inom euroområdet, vilket framgår av tabell 2.1. Bedriften att uppnå prisstabilitet ska inte förringas. Förutom att få bort den inomeuropeiska valutakursinstabiliteten, vilket per definition har uppnåtts, var prisstabilitet ett nyckelmål. Det framgår av de institutionella val som byggts in i Maastrichtfördraget, särskilt centralbankernas oberoende ställning. Vinsterna av detta är enorma för vissa länder (Grekland, Italien, Spanien och Portugal).

Ändå, vilket förvånar, anser de flesta medborgare att övergången

1. Eurosystemet utgörs av ECB, som beslutar om penningpolitiken, och de nationella centralbankerna, som genomför den.

	Österrike	Belgien	Finland	Frankrike
1955–1998	3,8	4,0	6,3	5,6
1999–2008	1,9	2,0	1,7	1,7
	Luxemburg	Nederländerna	Portugal	Spanien
1955–1998	3,7	4,0	10,3	8,8
1999–2008	2,4	2,2	2,9	3,2

Källa: IMF.

till euron varit en av de främsta anledningarna till inflation. Uppenbarligen är de påverkade av de prishöjningar som skedde samtidigt med övergången till euro. Dessa höjningar gällde varor av ringa värde och som inhandlades ofta, vilket kan förklara varför de dröjt sig kvar i människors minne. Samtidigt visar samma opinionsundersökningar att inflationen, åtminstone fram till ökningen 2008 som berodde på stigande olje- och andra råvarupriser, inte längre uppfattas som något större bekymmer.²

I de flesta europeiska länder åtnjöt centralbankerna ett mycket begränsat oberoende fram till Maastrichtfördraget, som tvingade fram en ändring. Centralbankerna ålades tidigare inte bara att återkommande finansiera budgetunderskott, utan många av dem arbetade aktivt med att styra sparmedel till specifika branscher eller rent av företag. Centralbanksoberoende är en annan av de stora vinsterna med införandet av euron, och det gäller samtliga medlemsländer i EU.

INFLATIONSSKILLNADER

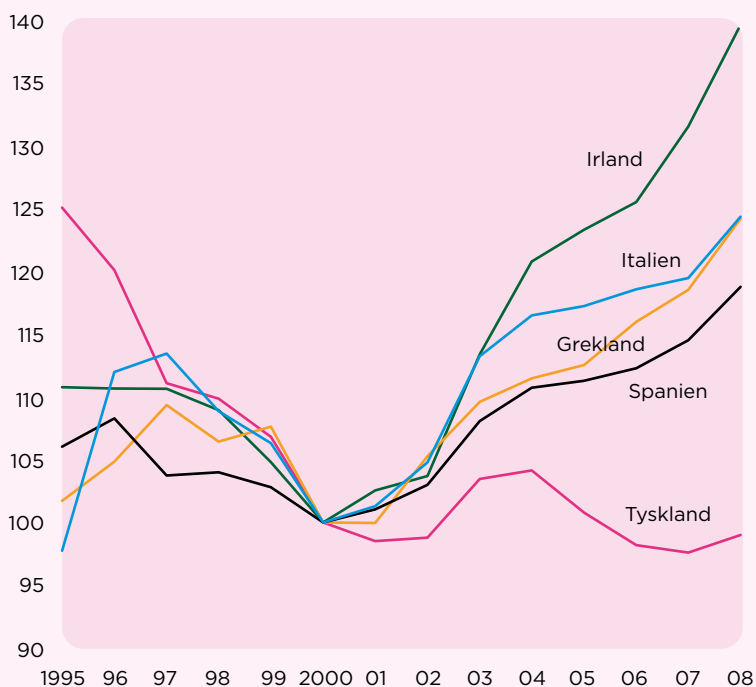
Föga överraskande har inflationstakten inte varit enhetlig inom hela euroområdet. Resultatet har blivit att de reala växelkurserna genomgått betydande förändringar. Detta framgår av figur 2.1 för några av länderna, som visar reala växelkurser i relation till 35 andra länder. Detta mönster inger oro, särskilt om det inte passar alla medlemsländer att ha en gemensam penningpolitik. Att tolka figur 2.1 kan emellertid vara vanskligt.

Olika utveckling av reala växelkurser kan återspegla en inledande

2. Undersökningar gjorda av Eurobarometer under 2006 visar att inflationen angavs som »en av de två viktigaste frågorna« av 16 procent av de svarande, långt efter arbetslöshet, brottslighet och invandring. Den har stigit till första plats (37 procent) i de senaste undersökningarna.

Tyskland	Grekland	Irland	Italien
3,1	10,5	6,8	7,3
1,6	3,2	3,7	2,3
Danmark	Sverige	Schweiz	Storbritannien
2,1	3,2	6,5	4,2
2,1	1,2	0,9	2,7

över- eller undervärdering. Det råder bred enighet om att D-marken var övervärderad, vilket förklarar den följande reala deprecieringen för Tyskland i relation till andra medlemsländer i euroområdet. I ett sådant fall ser vi bara ett välkommet återvändande till jämviktslä-



FIGUR 2.1 Reala växelkurser i utvalda länder.

Källa: AMECO.

get. För de länder som växer snabbt och är på väg att uppnå samma inkomstnivå som de rikare länderna i EU är växelkursförändringar också jämviktsförändringar. I deras fall leder den snabba produktivtetsökningen i den konkurrensutsatta delen av ekonomin till löneökningar, som spiller över i högre löner och högre priser i den skyddade delen av ekonomin och därmed ger en relativt hög inflationstakt för ekonomin som helhet, dvs. en fortlöpande real appreciering (den s.k. Balassa-Samuelson-effekten). Detta förefaller delvis ha varit det som drivit fram Irlands reala appreciering.

En viss oro är befogad när förändringarna inte går i riktning mot ett jämviktsläge. Inflationsnivåerna kan variera på grund av att en del länder framhärdar i att bedriva en odisciplinerad finanspolitik, som kontinuerligt ökar efterfrågan mer än den potentiella tillväxten. En speciell aspekt är höjningen av lönerna inom den offentliga sektorn, som ibland utpekas som orsak till högre inflation i exempelvis Grekland, Italien eller Portugal. Sådana orsaker till avvikande reala växelkurser kan motivera Stabilitets- och tillväxtpakten, med tak för offentliga budgetunderskott och offentlig skuldsättning, en fråga som vi återkommer till i kapitel 3.

Ett annat oroande drag är den s.k. Walters-kritiken mot den monetära unionen, som påpekar att realräntor blir lägre där inflationen är högre, eftersom de nominella räntorna är utjämnade mellan euroländerna. Detta innebär att den gemensamma penningpolitiken är mer expansionistisk i höginflationsländer. Oron gäller risken för att skillnaderna i inflationsnivå kommer att öka och hota den monetära unionen. Men medan kopplingen mellan inflation och realräntor är ett faktum, så gäller det troligen inte alls domedagsprofetiorna. Förvisso leder kontinuerlig real appreciering till att den externa konkurrenskraften försvagas och att därmed den aggregerade efterfrågan minskar, vilket slutligen pressar ner inflationen. Det är för tidigt att veta om Walters kritik kan avvisas. Det finns belägg för att bytesbalansen blivit negativ i de flesta länder som uppvisar real appreciering som inte är kopplad till jämviktsskapande krafter.

TILLVÄXT: INGEN FRAMGÅNG

Den tillväxt som presterats inom euroområdet har i allmänhet varit svag. Tillväxten på lång sikt är inte kopplad till penningpolitiken, så detta är i och för sig inte någon fråga som berör Eurosystemet. Emellertid kan penningpolitik vara ett kraftfullt, kontracykliskt instrument och påverka tillväxten på kort sikt. Innan euron lanserades fanns det

en utbredd rädsla för att Eurosystemet skulle vilja grundlägga ett rykte som en beslutsam inflationsbekämpare, genom att ägna alltför liten uppmärksamhet åt tillväxt och arbetslöshet. Dessa farhågor byggde delvis på Maastrichtfördraget, som konstaterar att prisstabilitet är Eurosystemets främsta mål och att »ekonomin« är ett andrahandsmål, så länge det kan uppnås »utan menlig inverkan på målet om prisstabilitet«. Rädslan spädde på ytterligare av Eurosystemets eget språkbruk, som valts med omsorg för att betona arvet efter tyska Bundesbank.

Det visade sig snabbt att Eurosystemet utövade penningpolitiken på ett flexibelt sätt. De första kvartalen med euron präglades av en ganska stor depreciering av euron, vilket kunde ha utnyttjats av ett Eurosystem styrt av hökar till att pressa upp räntan. I själva verket rörde det sig mindre om en depreciering av euron och mer om en appreciering av den amerikanska dollarn. Dessutom var inflationen låg, eftersom samtliga medlemsländer var tvungna att klara konvergenstkriterierna för att bli insläppta i den monetära unionen.

PENNINGPOLITISK STRATEGI

Diskussioner om vad Eurosystemet försöker uppnå pekar direkt mot dess strategi, som faktiskt är utformad i detalj. Strategin innehåller en definition av prisstabilitet – »nära, men under 2 procent« – vilket är ett de facto-mål, eftersom fördraget anger »prisstabilitet« som det viktigaste målet. Den slår också fast att Eurosystemet kommer att använda räntan för att uppnå sitt mål baserat på två s.k. pelare: 1) en analys av penningmängdens (M_3) tillväxttakt och 2) en analys av samtliga andra relevanta faktorer. Denna strategi är direkt inspirerad av Bundesbank, vars trovärdighet Eurosystemet försökte överta.

Bundesbank, som kan hävdas vara den av världens centralbanker som har högst prestige, förespråkade mål för penningmängdens tillväxt under 1970-talet. Detta förklarar den monetära pelaren. Bundesbank minskade emellertid gradvis sitt hänsynstagande till den monetära pelaren, eftersom allmänhetens efterfrågan på pengar visade sig vara mindre stabil i takt med att de finansiella avregleringarna fortsatte. I slutet av 1990-talet hade uppfattningen om bästa strategi flyttat över till strategin om ett inflationsmål. Detta förklarar varför tvåpelarstrategin blev kontroversiell redan från starten. Fortsatt instabilitet i efterfrågan på pengar – och Eurosystemets oförmåga att uppnå den önskvärda tillväxttakten för penningmängden – ledde till att den monetära pelaren flyttades ner till en andrarangsplats 2003.

Eurosystemets insisterande på att penningmängdens tillväxt ändå spelar roll, gör att dess officiella strategi är på kollisionskurs med den allmänna centralbanksutvecklingen och med dess eget agerande. Som konstaterades ovan agerar Eurosystemet i praktiken helt och hållet som en centralbank med inflationsmål. Bristen på samstämmighet mellan officiell strategi (ord) och faktisk praktik (handling) försvårar kommunikationen och troligen också beslutsfattandet, vilket behandlas i de följande två avsnitten.

BESLUTSFATTANDE: EN RÖRA

Maastrichtfördraget ger precisa instruktioner om beslutsprocessen inom Eurosystemet.³ Där fastslås klart och tydligt att policybeslut ska fattas genom majoritetsbeslut. Det är därför förvånande att Eurosystemet självt uttryckligen säger att beslut ska fattas med konsensus, och att omröstningar inte ska genomföras eftersom de inte är nödvändiga: »Som ni vet, så har vi inga omröstningar och vi har heller inte haft några tidigare. [...] Jag skulle vilja uttrycka det som så, att vi hade en mycket viktig diskussion, gjorde noggranna avvägningar mellan för- och nackdelar med de olika ståndpunkterna, och kom slutligen fram till ett gemensamt beslut.«⁴ Men samtidigt har Eurosystemet initierat ett nytt omröstningsförfarande, som en förberedelse för utvidgningen. Detta är förvirrande, för att uttrycka det milt.

Eurosystemets svar är att det vill undvika att ge intryck av att en del beslut går emot vissa medlemsländers önskemål. Besluten fattas av ECB-rådet, där de sex medlemmarna i Europeiska centralbankens direktion ingår tillsammans med de nationella centralbankscheferna. Risker är, hävdas det, att motstånd från nationella centralbankschefer skulle kunna uppfattas som ett tecken på att ett beslut skadar dessa länders intressen, trots att de inte representerar sina länder och till och med är förbjudna att diskutera nationella förhållanden. Enligt den här uppfattningen skulle ett medgivande om att omröstning skett leda till krav på att lämna ut information, som skulle kunna bli svåra att stå emot. Konsensusregeln är därför ett skydd mot oriktiga eller illasinnade tolkningar, som skulle kunna underminera Eurosystemets auktoritet.

Detta är en befogad oro, men det finns tunga motargument, från-

3. Protocole on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank, Art. 10.

4. Trichet (2008).

sett den rent juridiska aspekten. Det vore verkligen underbart om alla medlemmar i ECB-rådet var överens med varandra. Men ekonomer är kända för att vara debattglada. Sannolikheten för att de alltid är ense om allt, i synnerhet om sådant som handlar om penningpolitik, är oändligt liten. Utifrån uppgifter från andra centralbanker, som publicerar sina omröstningsresultat, finns en uppskattning om att sannolikheten för enighet är $1.1 \cdot 10^{-22}$ procent, dvs. praktiskt taget noll.⁵ Av detta kan vi dra slutsatsen att när beslut fattas med konsensus kommer minoritetens uppfattningar kanske att höras, men ingen känns vid dem. Under sådana förhållanden minskar incitamenten kraftigt för minoriteten att framföra sina argument. Detta är oroande utifrån de belägg som finns för att beslutsfattande i grupp är effektivt, dvs. att riktiga diskussioner underlättar ett bättre beslutsfattande.⁶

TRANSPARENS: BAKOM KURVAN

En näraliggande oro gäller Eurosystemets transparens. Under de senaste åren har mycket forskning visat på vikten av transparens hos centralbanker.⁷ Argumentationen bygger på Milton Friedmans rön, påsatta en nykeynesiansk etikett, enligt vilken långsiktiga förväntningar är viktiga drivkrafter för inflation och produktion. Hans rön tyder på att penningpolitik handlar lika mycket om att skapa förväntningar som om att välja rätt räntenivå. Av detta följer naturligtvis att en centralbank är bättre på att uppnå låg inflation om den kan påverka förväntningarna på sitt framtida handlande. Detta förklarar den stora omsorg som centralbanker nu ägnar sina kommunikationsstrategier. Men i slutändan kan inte enbart kommunikation leda till framgång om centralbanken inte är transparent.

Eurosystemet har redan från starten uppmärksammat kommunikationens betydelse. Europeiska centralbankens ordförande och vice ordförande anordnar en presskonferens direkt efter varje policymöte med ECB-rådet.⁸ Dessa presskonferenser är emellertid mycket formaliserade och det språk som används innehåller många kodord, vilket gör att åhörarna måste läsa mellan raderna.

5. Geraats et al. (2008).

6. Blinder och Morgan (2005).

7. Exempelvis Bernanke (2007), Blinder (1998), Geraats (2002), Gosselin et al. (2008), Svensson (2005), Walsh (2007), Woodford (2005). För en motsatt ståndpunkt, se Cukierman (2007).

8. ECB-rådet träffas vanligen två gånger i månaden, en gång för att besluta om räntan och en gång för interna frågor.

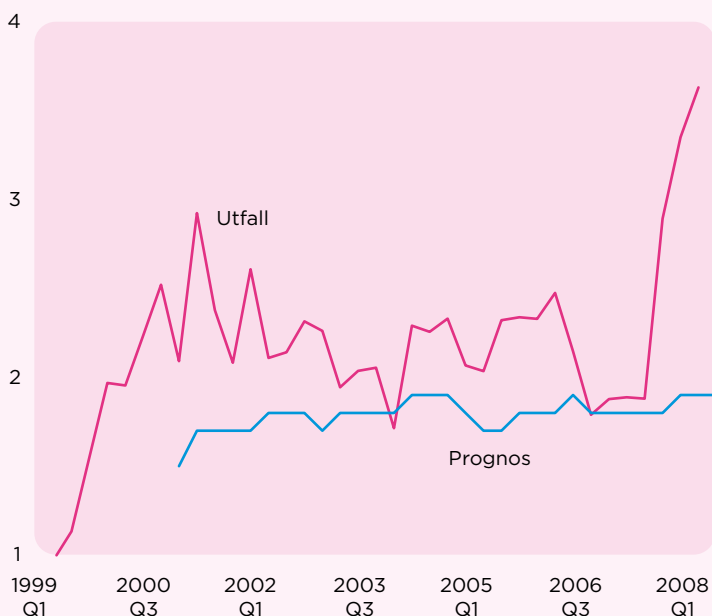
Eurosystemet har under åren visat viss villighet att förbättra sin transparens. ECB publicerar nu sina prognoser om produktion och inflation fyra gånger om året. Men ECB betonar samtidigt att dessa prognoser tagits fram av bankens anställda och inte nödvändigtvis speglar uppfattningarna bland ECB-rådets medlemmar. Däremot publicerar en del centralbanker, som Bank of England, Norges Bank och Sveriges Riksbank, beslutsfattarnas prognoser. Federal Reserve tar fram ett diagram som visar *Federal Open Market Committee*-medlemmarnas prognoser för median-, max- och minimivärden i det s.k. bandet.⁹ Eurosystemet vägrar bestämt att offentliggöra protokollen från ECB-rådet, i motsats till många andra ledande centralbanker. Anledningen är densamma som nämndes på sidan 24: rädslan att utlösa nationalistiska reaktioner. Till kritiker, som påpekar att protokoll kan vara avpersonifierade, svarar Eurosystemet att det fortfarande skulle finnas en risk för gissningar som skulle kunna vara både missvisande och splittrande.

Eurosystemet hävdar att det är helt transparent, i så måtto att det aldrig överraskar marknaderna. I stället bemödar man sig om att »förbereda« marknaderna inför sitt nästa beslut. Under årens lopp har det utvecklats ett system med kodord – ibland kallade trafikljus – som förvisso dechiffreras av marknaderna. Detta är emellertid en snäv definition av transparens. Den står i motsatsförhållande till uppfattningen att penningpolitik först och främst bedrivs genom att påverka de långsiktiga förväntningarna, medan »nästa steg« snarast fungerar som en signal om centralbankens avsikter på kort sikt.¹⁰ Det här kontrasterar mot hur en del andra centralbanker agerar (i Nya Zeeland, Sverige och Norge), som börjat publicera sina egna bedömningar av den framtida räntebanan, dvs. sina egna gissningar om hur de själva kommer att agera de kommande två eller tre åren.

Men medan Eurosystemet ändå gör tydliga ansträngningar att kommunicera sina kortsiktiga intentioner, är det mycket mindre transparent när det gäller att kommunicera intentioner på lång sikt. Frågan är då huruvida ofullständig transparens minskar penningpolitikens effektivitet, vilket teorin förutsäger. Någon empirisk prövning av denna fråga har ännu inte gjorts. En blick på fakta ger ett tankeväckande svar. Figur 2.2 visar inflationsprognoserna två år framåt i tiden och hur stor den faktiska inflationen blev. Det mest slående är

9. *The range* är ett band som utesluter de tre högsta och de tre lägsta beräkningarna bland de tolv medlemmarna i FOMC.

10. En del kritiker hävdar att Eurosystemet inte ens borde begränsa sig genom att avisera beslut i förväg.

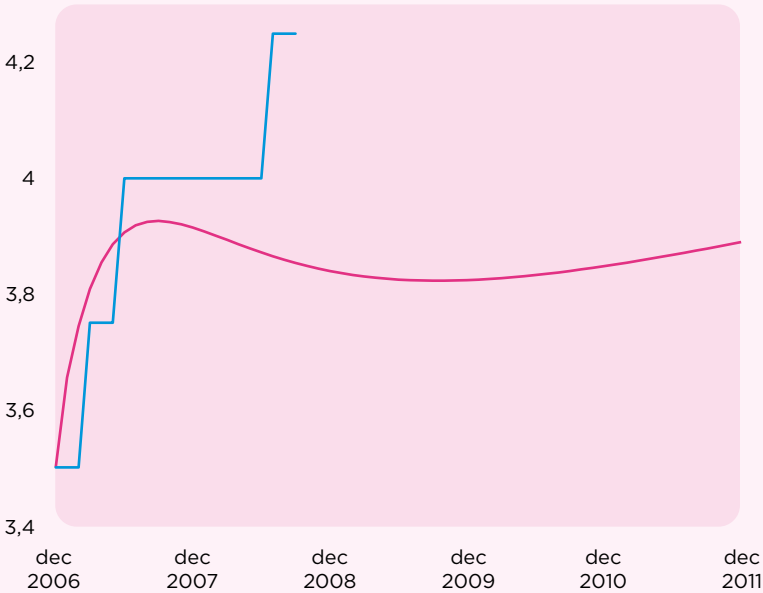


FIGUR 2.2 Inflation: Prognoser och utfall.

Källa: ECB. Anmärkning: Utfall betecknar inflationen uppmätt varje kvartal och jämförd med samma kvartal föregående år. Prognos visar den genomsnittliga inflationsprognosen för samma kvartal som gjordes två år tidigare av ECB.

stabiliteten i inflationsprognoserna, »nära, men under 2 procent«, vilket är Eurosystemets fastslagna mål på medellång sikt. Detta tyder på att Eurosystemet har grundlagt en hög trovärdighet, trots att det faktiska utfallet systematiskt överstiger förväntningarna.

Trovärdighet är dock något annat än transparens. När centralbanken är transparent ska marknaderna ha möjlighet att ingående förut säga dess agerande under den valda policyperioden på två till tre år. Ett sätt att ta reda på om det förhåller sig så, är att jämföra den framtida implicita korta terminsräntan – härledd från avkastningskurvan – med styrräntan. En sådan jämförelse görs i figur 2.3. Den visar den implicita korta terminsräntan fem år framåt beräknad av ECB i december 2006, tillsammans med Eurosystemets viktigaste styrränta efter den tidpunkten. Efter det att styrräntan legat på 2 procent under 30 månader inledde Eurosystemet höjningar i december 2005. I december 2006, när ECB började publicera avkastningskurvan och den implicita korta terminsräntan, var styrräntan uppe i 3,5 procent. Först



FIGUR 2.3 Räntesatser: Faktisk och förväntad – december 2006.

Källa: ECB. Anmärkning: Den blå linjen visar Eurosystemets viktigaste utlåningsränta från december 2006 till september 2008. Den rosa linjen visar den implicita terminsräntan härledd från avkastningskurvan i december 2006.

trodde marknaderna att styrräntans toppnotering skulle bli 3,5 procent. Men i december 2006, ett år senare och när styrräntan redan var uppe i 3,5 procent, underskattade marknaderna fortfarande toppen, som skulle hamna på 4,25 procent under den åtstramning som var på gång. I själva verket hade Eurosystemet troligen höjt styrräntan tidigare, till över 4,25 procent, om inte finanskrisen satt stopp för fortsatt åtstramning. Eftersom styrräntan verkar via den långa räntan innebär det att politiken var mindre åtstramande än vad Eurosystemet avsett. Bristen på transparens minskade penningpolitikens effektivitet.

MIRAKEL ELLER TUR?

Med svag strategi och begränsad transparens har Eurosystemet visat sig mycket framgångsrikt på den viktiga inflationsfronten. Är det ett mirakel? I själva verket visar tabell 2.1 att inflationen varit rekordlåg även i EU-länder utanför euroområdet (Danmark, Sverige och Storbritannien), och i de flesta andra utvecklade länder, som Kanada,

Schweiz och USA. Perioden fram till mitten av 2007 kallas faktiskt för *The Great Moderation*, med låg inflation överallt. En förklaring är att det förekom mycket få inflationsstörningar. En annan förklaring är framväxten av lågpris konkurrens i Central- och Östeuropa samt i Asien, vilket underlättade för centralbanker i mer utvecklade länder att uppnå prisstabilitet. Ytterligare en förklaring är det allmänna införandet av självständiga centralbanker och det faktum att de penningpolitiska strategierna förbättrats avsevärt, som ett resultat av bättre förståelse av både inflationsprocessen och centralbankernas roll för förväntningsbildningen.

Ekonomer försöker just nu att reda ut vilken vikt dessa olika förklaringar har haft. Uppenbarligen kunde Eurosystemet ha gjort misstag och fungerat sämre. Det har fungerat lika bra som de andra centralbankerna, vilket inte är något dåligt betyg för en ny, oprövad institution som är verksam inom ett stort och ganska mångfasetterat ekonomiskt område. Men ECB förtjänar ändå inte att pekats ut som en särskilt framgångsrik inflationsbekämpande centralbank. Lite tur har uppenbarligen också hjälpt till.

The Great Moderation upphörde under 2007. Plötsliga produktionskostnadsökningar är bland de svåraste störningar som centralbanker kan mötas av. Oljeshocken under 2007 och 2008, tillsammans med kraftiga prisökningar på livsmedel, är bara en av dessa fruktade händelser. Finansiell instabilitet är en annan störning och något som skapar rädsla hos centralbanker. Att råka ut för båda dessa samtidigt, och där den finansiella krisen dessutom antagligen är historiens värsta någonsin, sätter centralbankerna på prov. Det är alldeles för tidigt att dra någon slutsats, eller ens redogöra för förloppet, eftersom krisen fortsätter att utvecklas under tiden som detta skrivs.

Den enda säkra iakttagelse som kan göras på det här stadiet är att inflationen förefaller att ha stigit mindre i Europa än i andra utvecklade regioner. Detta är utan tvekan kopplat till den starka euron, vilket förblir oförklarligt och därför kan ha varit ännu en tursam tillfällighet för Eurosystemet.

Politksamordning och de som står utanför

Den monetära unionen uppvisar två karaktäristiska drag. Det ena är att den inte omfattar samtliga EU-medlemmar. Trots att ett av de centrala motiven var att skapa växelkursstabilitet på den inre marknaden har bara 16 av 27 länder övergått till euron. Den här situationen splittrar

EU:s medlemsländer mellan de som är innanför och de som står utanför. Det andra utmärkande draget är att penningpolitiken är ett »federalt« åtagande, men att det inte finns någon federal budget. Kommissionens budget är väldigt liten (bara strax över 1 procent av medlemsländernas BNP) och huvudsakligen begränsad till tre områden: administration, gemensam jordbrukspolitik och regionala transfereringar.

Makroekonomisk styrning inom EU bedrivs därför på många nivåer: av n finansdepartement i euroområdet, av $27 - n$ finansdepartement i länder utanför euroområdet, av likaledes $27 - n$ centralbanker utanför euroområdet samt av 1 centralbank för euroområdet. Även om en del länder har större inflytande än andra i kraft av sin storlek, betyder detta sammanlagt $54 - n + 1$ olika beslutsfattare, eller 39 olika beslutsfattare när $n = 16$. Detta väcker ett antal frågor om samordning.

SAMORDNING INOM EUROOMRÅDET

Enligt instruktionerna i Maastrichtfördraget – och helt riktigt i sak – utformar Eurosystemet sin politik för hela området och inte specifikt för enskilda medlemsländer. En konsekvens av detta är att enskilda medlemsländer i euroområdet bara har finanspolitiken att lita till som makroekonomiskt styrmedel. Finanspolitikens användbarhet är en mycket omdebatterad fråga, men det faktum att den kan användas väcker frågan om hur de $n + 1$ aktörerna ska samordna sitt agerande. Denna fråga kan i sin tur delas upp i två: samordningen mellan n regeringars finanspolitik och centralbankens penningpolitik, och samordningen mellan n regeringars finanspolitik.

Det är inte på något vis givet att samordning är bättre än ingen samordning. Rent allmänt är samordning önskvärd när externa effekter förekommer, dvs. när en aktörs handlingar påverkar andra aktörer. Det är helt uppenbart att penning- och finanspolitik samspekar, men det innebär inte att samordning alltid är önskvärd. Det finns många argument som talar emot samordning: olika målsättningar, samordningskostnader, aktörer som kan gå ihop i grupper för att främja sina intressen, agerande på flera nivåer, etc.¹¹ Dessutom är antagandet att regeringar alltid agerar enbart för att öka välfärden långt ifrån oomstridd. Slutligen kan det faktum att vi inte riktigt vet hur det ekonomiska systemet fungerar göra samordning kontraproduktiv. Dessa olika överväganden innebär sammantaget inte nödvändigtvis

11. Pisani-Ferry (2006).

ett ställningstagande mot samordning, men de försvagar förvisso argumenten för samordning.

Fördraget förutsätter en viss samordning mellan regeringarna och centralbanken. Ordföranden i Eurogruppen för finansministrar har rätt att delta i ECB-rådets sammanträden utan rösträtt, men, som konstaterats tidigare, inga omröstningar sker i rådet. På motsvarande sätt är Europeiska centralbankens ordförande inbjuden till Eurogruppen när den diskuterar frågor som påverkar penningpolitiken. Dessa arrangemang är mer formella än effektiva. Eurogruppen har $n + 1$ deltagare och Eurosystemet $n + 7$ (de n nationella centralbankscheferna, de sex ledamöterna i ECB:s direktion och Eurogruppens ordförande). Deras möten är vanligen alldeles för korta för att något verkligt givande och tagande ska vara möjligt. Mer djupgående diskussioner förbereds i andra fora, exempelvis Eurogruppens arbetsgrupp för finansdepartementsrepresentanter, dit ECB också är inbjuden.

Eurosystemet har också låtit förstå att dess oberoende ställning minskar utrymmet för samordning med medlemsländernas regeringar. Det är sant att åtminstone en del beslut ibland måste vara förankrade i en samordningsprocess för att vara effektiva. Eurosystemet kan därför känna tveksamhet inför att bli indraget i något som inte till fullo överensstämmer med dess prisstabilitetsmål. Detta utesluter tveklöst formell samordning.

Å andra sidan kommenterar Eurosystemet systematiskt ländernas finanspolitik. Det är en del av den standardiserade månatliga presskonferens som följer efter policymötet i ECB-rådet. I andra länder där centralbanken är oberoende är det en oskriven regel att centralbanken avstår från att kommentera finanspolitiken, på samma sätt som regeringen låter bli att kommentera penningpolitiken. Sådana kommentarer är ofta kontraproduktiva, eftersom de är ineffektiva och kan tänkas störa relationerna mellan centralbanken och regeringen.

Frågan om samordning mellan regeringar är ännu mer oklar. Det hävdas ibland att Stabilitets- och tillväxtpakten kan utgöra grunden för finanspolitisk samordning.¹² Detta är i hög grad fel. Pakten syftar till att minska offentliga underskott, inte till att fördela ansvaret för en önskvärd blandning av centraliserad penningpolitik och decentraliserad finanspolitik. Detta har fått en del att föreslå inrättandet av en »ekonomiregering« som kunde delta i direkta överläggningar med

12. Brunila et al. (2001).

ECB.¹³ Eurogruppen har delvis tillkommit för att blidka de länder – främst Frankrike – som förespråkat en mer ingående samordning. Eurogruppen spelar en viktig roll för implementeringen av Stabilitets- och tillväxtpakten och för att främja »öppenhjärtigt« åsiktsutbyte, men den utgör långt ifrån någon regering. De uppgifter som en ekonomiregering skulle ha, har de facto heller aldrig preciserats av dess förespråkare.

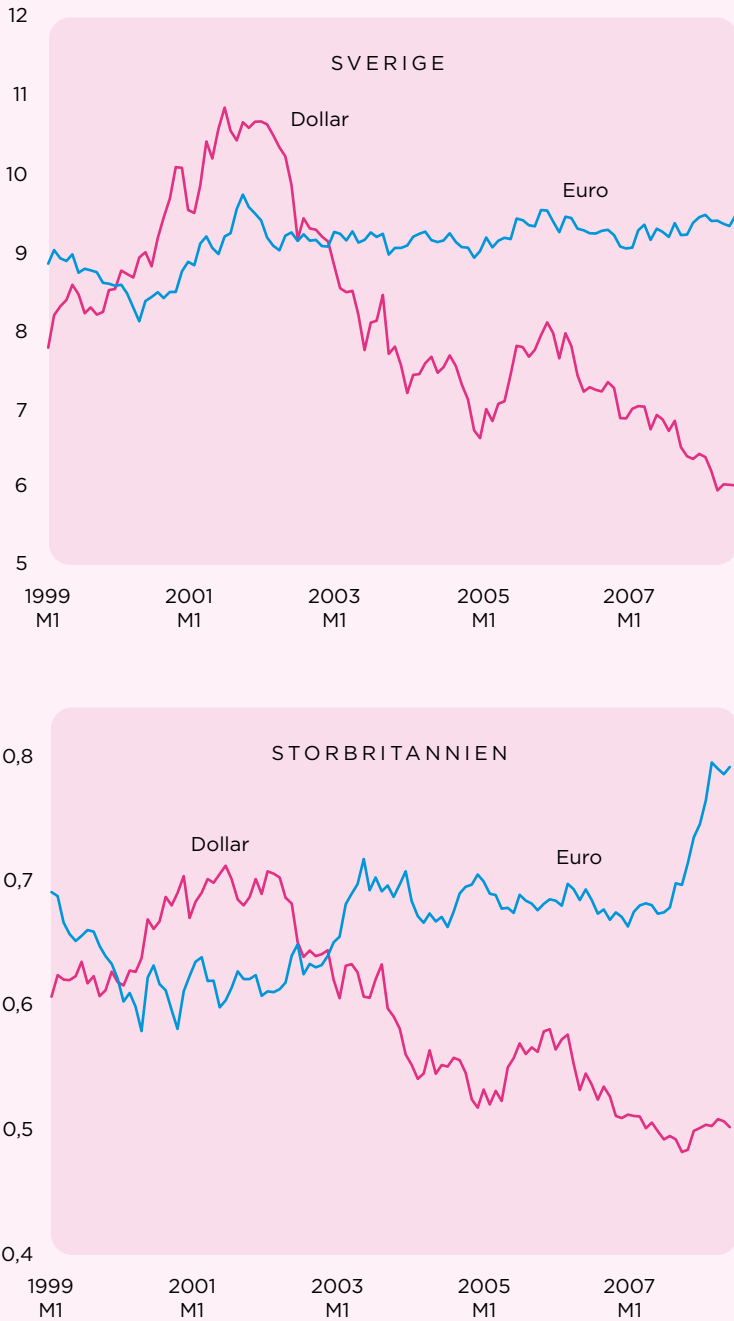
Eftersom finanspolitiken är det enda återstående makroekonomiska styrmedlet, förefaller det i själva verket logiskt att varje land använder det för att handskas med sina lokala förhållanden. Det finns helt enkelt ingen anledning till varför finanspolitiken skulle bli enhetlig. Frågan om samordning borde därför koka ner till en fråga om informationsutbyte om framtida politik. Den enda anledningen till en begränsning av det finanspolitiska oberoendet skulle kunna bygga på uppfattningen att finanspolitiskt agerande inte alltid håller högsta kvalitet. Det har fått en del att försvara Stabilitets- och tillväxtpakten med argumentet att det handlar om kollegiala påtryckningar som kan förbättra den nationella politikens kvalitet. Empiriska belägg, exempelvis i kapitel 3, för att euroområdet utmärker sig genom en procyklisk diskretionär finanspolitik, tyder på att detta inte fungerar. Det är inte förvånande. Pakten fokuserar på finanspolitisk disciplin, en viktig egenskap hos en bra finanspolitik, men dess regler tenderar förvisso att leda till att politiken blir procyklisk.

DE UTANFÖRSTÅENDE LÄNDERNA OCH PENNINGPOLITIKEN I EUROOMRÅDET

Europeiska centralbankssystemets styrelse sammanför ECB:s direktion och EU:s samtliga centralbankschefer. Detta är ett formellt forum utan någon policyskapande roll. Penningpolitiken diskuteras informellt i många olika fora och på bilateral basis, men det förekommer att explicita eller implicita försök görs för att samordna eller hantera växelkurser. Med tanke på eurorådets ekonomiska storlek i EU behöver uppenbarligen de länder som står utanför övervaka sina växelkurser gentemot euron. Några har valt att gå med i ERM, som Danmark, andra (som de baltiska länderna) för att de är förpliktigade att göra det som ett steg på vägen mot anslutning till euroområdet.¹⁴

13. Pisani-Ferry (2006).

14. Genom att ansluta sig till ERM, Exchange Rate Mechanism, eller växelkursmekanismen, förbinder sig landet ifråga att begränsa växelkursens rörelser mot euron runt en fastställd s.k. centralkurs.



FIGUR 2.4 Växelkurser i förhållande till euron och dollarn.

Anmärkning: Växelkursen mäts som antalet pund eller kronor per euro eller dollar.

Källa: IMF.

Sverige och Storbritannien har beslutat att undvika alla sådana åtgärderna. De övriga (t.ex. Tjeckien, Ungern och Polen) fortsätter att skjuta upp beslutet.

Något förenklat kan sägas att de länder som står utanför har hamnat mellan två dominerande valutor, euron och den amerikanska dollarn, vilka har fluktuerat kraftigt. Figur 2.4 visar att utvecklingen av Sveriges och Storbritanniens valutor har varit olika. Pundet har följt en medelväg mellan euron och dollarn. Efter en inledande – och möjligen också lärorik – period har kronan varit mycket stabil i förhållande till euron (fram till hösten 2008). Detta kan förefalla förvånande, eftersom båda länderna följer snarlika, flexibla inflationsmålsstrategier. Den mest logiska tolkningen är att Sveriges ekonomi är avsevärt mer integrerad med övriga EU:s än vad Storbritanniens är, så att dess ekonomiska situation överensstämmer mera med den inom euroområdet. För att Sverige ska uppnå en hög grad av stabilitet i växelkursen mot euron krävs att den penningpolitiska strategin i hög grad överensstämmer med Eurosystemets. Det kan också vara så att valutamarknaderna anser att kronans kurs gentemot euron är för viktig för att kunna ignoreras av Riksbanken.

Detta visar att vad som händer inom euroområdet är av stor betydelse för länder som står utanför, särskilt om deras ekonomier är små, mycket öppna och nära integrerade med övriga EU:s. Detta gäller i synnerhet kvaliteten i penningpolitiken. Så länge Eurosystemet följer en strategi som liknar det utanförstående landets, kan landets centralbank både fullfölja sina nationella mål och dra nytta av en mer stabil växelkurs med sin främste partner, euroområdet. Tidiga farhågor om att Eurosystemet skulle betona inflationen och den monetära pelaren i allt för hög grad kan bidra till att förklara kronans inledande fluktuationer i relation till euron. En stor mängd belägg för att Eurosystemet i praktiken följer en flexibel inflationsmålsstrategi har således minskat risken för tvära kast i växelkursen och i hög grad förenklat uppgiften för de utanförstående ländernas centralbanker.

Slutet på *The Great Moderation* kan komma att ställa dem inför en ny utmaning. Ännu så länge har så inte varit fallet, trots att den finansiella krisen har följts av betydande förändringar av växelkurserna i ett flertal länder. Undantaget är kanske Storbritannien, världens näst största finansiella marknad och därmed mer påverkad av krisen, vars valuta har deprecierats betydligt i relation till euron.

SAMORDNING PÅ EU-NIVÅ

Någon makroekonomisk politiksamordning på EU-nivå förekommer inte för närvarande. Det är inte förvånande med tanke på den begränsade finanspolitiska samordningen inom euroområdet. Tidigare har hävdats att argumentet för en närmare samordning är svagt inom euroområdet. Betyder detta att det är ännu svagare mellan de länder som är med i euroområdet och de som står utanför?

Argumenten för samordning av finanspolitiken är verkligen mycket svaga, eftersom de externaliteter som antas finnas inom euroområdet inte existerar mellan euroområdet och de utanförstående länderna. Ändå är eurons växelkurs, som påpekades i det förra avsnittet, en mycket viktig variabel för länderna utanför euroområdet. I själva verket är det just vikten av växelkursstabilitet på den inre marknaden som satt igång den process som slutligen ledde till införandet av en gemensam valuta. Utifrån denna logik, och om de verkligen är angelägna om en stabil valutakurs, kommer de länder som i dag står utanför att till slut gå in i euroområdet. Detta är också vad de europeiska fördragen stipulerar. Så till vida är den nuvarande situationen en ren övergångsfas och det informella utbyte som nu pågår mellan centralbanker kan vara tillräckligt.

Situationen är annorlunda för de länder som för närvarande har för avsikt att förbli utanför euroområdet under överskådlig tid. Figur 2.4 visar att Storbritannien utnyttjar sitt penningpolitiska oberoende. Om denna ordning anses fungera tillfredsställande, vilket varit fallet ännu så länge, är det möjligt att tänka sig att det kommer att förbli så under obestämd tid. Sverige har också utnyttjat sitt penningpolitiska oberoende, men fördelarna är uppenbarligen begränsade.¹⁵ Huruvida de uppväger kostnaderna med en oberoende valuta är en giltig fråga. Det danska exemplet är mer entydigt. Den danska kronan är de facto knuten till euron och det penningpolitiska oberoendet är begränsat. De danska myndigheterna har vid upprepade tillfällen låtit förstå att det skulle vilja ansluta landet till euroområdet, men de står inför folkomröstningshindret. De andra länderna har inget undantag och har åtagit sig, på samma sätt som Sverige, att anta euron. Men de kan, liksom Sverige, skjuta upp detta steg så länge de vill, vilket behandlas i nästa avsnitt.

15. Växelkursen visar inte hur olika penningpolitiken har varit i Sverige. Den indikerar bara en viss likhet.

Av de tolv länder som gått med i EU sedan 2004 är det bara fyra (Slovenien, Cypern, Malta och Slovakien) som anslutit sig till euroområdet. Utsikterna för de åtta andra länderna är inte hoppningivande. De flesta nykomlingarna har små, öppna ekonomier. Att gå med i en monetär union som framgångsrikt byggt upp sin egen trovärdighet skulle troligen ge dem avsevärda fördelar, i likhet med vad Grekland och Italien fick.

Under 2006 avslogs Litauens ansökan. Det hade redan tidigt slagits fast, på toppmötet i Köpenhamn 1993, att nya medlemmar måste uppfylla samma åtaganden som gamla medlemmar. Detta medför att de konvergenskriterier som avgör tillträdet till den monetära unionen omfattar de nya medlemmarna.

Det finns en stark juridisk grund för Köpenhamnsprincipen. Det förefaller fullständigt rimligt att alla länder följer samma regler. Samtidigt är det så att ekonomiska och juridiska principer inte alltid kan förenas på ett harmoniskt sätt. Konvergenskriterierna antogs 1991, med de dåvarande EU-medlemmarna i åtanke. Trots detta var dessa kriterier mycket kontroversiella då, och är så fortfarande.¹⁶ Medan principerna om ett optimalt valutaområde visar att tillträde bör grundas på faktiska kriterier (arbetsmarknader, handelsintegration och näringslivsdiversifiering), så fokuserar konvergenskriterierna på inflation och budgetbalans. Detta var förstäligt – låt vara inte helt berättigat – när ett antal stora länder hade en historia med svag penning- och finanspolitisk disciplin. Rädslan gällde att dessa länder inte skulle stödja det övergripande målet om prisstabilitet i en oprövad monetär union.

Medan underskottstaket kunde förefalla rimligt för de äldre medlemsländerna, där bristen på finanspolitisk disciplin varit allmänt förekommande, så var dess tillämpning på de nya medlemsländerna högst problematisk. Samtliga nya medlemsländer som är kvar utanför euroområdet är tidigare medlemmar av Sovjetblocket. De har genomfört omfattande reformer och deras ekonomier är på väg att hinna upp de äldre medlemmarnas. Denna process kommer att ta en generation eller mer att avsluta. Många av dem har budgetunderskott, som tabell 2.2 visar. En del av dessa underskott är inte godtagbara, men en del är försvarbara med tanke på den omställning som ägt rum. De nya regimerna ärvde faktiskt en mycket dålig och omodern offent-

16. Striden redogörs för i Wyplosz (2006).

lig infrastruktur av de tidigare. Offentliga investeringar i dessa länder är därför troligen mycket produktiva. Offentlig upplåning under den pågående processen med att hinna upp de äldre medlemsländerna kommer högst sannolikt att betala sig, när produktivitetsvinsterna visar sig. Att begränsa budgetunderskotten skulle därmed innebära att processen tappar fart, och att investeringsmöjligheter går förlorade. Naturligtvis finns det bristande budgetdisciplin även i de flesta nya medlemsländer, men det går inte att med hjälp av underskottstaket skilja mellan absolut nödvändiga och lönsamma investeringar å ena sidan och onödiga utgifter å den andra.

Som deltagare i den s.k. växelkursmekanismen (ERM) har de baltiska länderna dessutom uppfyllt ett annat kriterium för inträde i den monetära unionen, att ha en stabil växelkurs mot euron. Övriga nya medlemmar har inte heller fria växelkurser. Det innebär att de nya medlemsländerna har en mycket begränsad självständighet i utformandet av penningpolitiken. Man skulle kunna förvänta sig att de, som en följd av detta, har en inflationstakt som överensstämmer med den i euroområdet, men tabell 2.2 visar att så inte är fallet. Detta kan förefalla underligt, men det finns en enkel förklaring som inte utesluter andra faktorer, exempelvis en alltför expansiv finanspolitik. Förklaringen är Balassa-Samuelsoneffekten, vilken innebär att deras löner och priser gradvis närmar sig EU-nivåerna.¹⁷ Detta innebär en

TABELL 2.2 Budgetsaldo och inflation i de nya medlemsländerna.

	Budgetsaldo (% av BNP) 2007	Inflationstakt	
		2007	2008
Bulgarien	3,4	8,4	9,7
Tjeckien	-1,6	2,8	6,0
Estland	2,8	6,6	9,5
Lettland	0,0	10,1	15,8
Litauen	-1,2	5,7	10,0
Ungern	-5,5	8,0	6,3
Polen	-2,0	2,5	4,1
Rumänien	-2,5	4,8	7,5
Euroområdets genomsnitt		2,1	3,2

Källa: AMECO databas, EU-kommissionen.

17. Halpern och Wyplosz (1997).

högre inflationstakt, även om denna inte beror på penningpolitiska faktorer, utan är en justering av relativpriset mellan den skyddade och konkurrensutsatta sektorns varor och tjänster, vilket är en strukturell process som inte kan undvikas. Likväl kommer överdriven inflation att stänga dem ute från euroområdet, troligen tills processen att hinna upp är så gott som avslutad.

Risken för mycket långa förseningar med en anslutning är oroande. En orsak är monetär stabilitet. De nya medlemsländerna har ålagts att undanröja alla hinder för fri kapitalrörlighet och förväntas alla gå med i ERM. Kombinationen av fri rörlighet för kapital och en fast växelkurs är en välkänd källa till instabilitet, vilket krisen för ERM 1993 gav prov på. Utvecklingen sedan 2004 har varit lugn, men då ska man komma ihåg att den ägt rum under *The Great Moderation*. En återgång till valutakriser inom EU är definitivt inte önskvärd. Dessutom kan en försening underminera stödet för medlemskap i euroområdet. Det skulle kunna leda till att en del av dessa länder väljer att ta efter Sverige och inte gå med i euroområdet alls.

Det bästa hade varit om samtliga länder hade tillåtits att ansluta sig till euroområdet nu. I en del fall, som Estland, var det givet att hög inflation, genom en mycket stark tillväxt och en fastighetsprisbubbla, skulle skapa problem. Men det är den situation som nyligen rått i Irland och Spanien. Det skulle kunna hävdas att en sådan situation inte underlättas, och skulle kunna förvärras, om fler av euroområdets länder hade liknande svårigheter. Det stämmer, men storleken på de nya medlemsländernas ekonomier är för liten för att spela någon avgörande roll. Eller mer rakt på sak, inträdesvillkoren hindrar inte att hög inflation och fastighetsprisbubblor uppstår efter övergången till euro.

Inträde i den monetära unionen är i vilket fall som helst beroende av de gällande villkoren. Den näst bästa lösningen vore att göra en omtolkning av villkoren. De tillämpades inte särskilt strängt på Italien och – oavsiktligt – på Grekland, och kan användas med ett visst mått av flexibilitet. Ett sådant tillvägagångssätt skulle kunna oroa en del, därför att det skapar prejudikat. Men alla framtida nya medlemsländer – med undantag för Turkiet – är små, öppna ekonomier som bytt ekonomiskt system och liknar de nya medlemsländer som står utanför den monetära unionen. Ur det perspektivet skulle prejudikatet vara välkommet. Så finns även de två länder som förhandlat sig till undantag från anslutning, Danmark och Storbritannien, samt Sverige, där samtliga uppfyller de uppställda kraven. Om man inte väljer en flexiblare tolkning, får de utanförstående länderna helt enkelt välja

bästa möjliga penningpolitik och anamma en flexibel inflationsmåls- politik. Och det är precis vad vi ser håller på att ske.

Slutsatser: Prövotid väntar

I och med slutet på *The Great Moderation* har Eurosystemet ställts inför sina första verkliga utmaningar. De nu passerade prisökningarna på olja och livsmedel var en utbudschock. Vi vet att det under sådana omständigheter inte finns något enkelt botemedel och att det bästa är att fokusera på att hindra att inflationsförväntningarna stiger varaktigt. Detta i sin tur ställer krav på en restriktiv penningpolitik, vilket inte är lätt att åstadkomma när ekonomin ofrånkomligen saktar farten. Under sådana förhållanden måste centralbanken lugna allmänheten och försäkra att man följer en väl genomtänkt strategi, särskilt när de politiska ledarna börjar bli irriterade.¹⁸ Som konstaterades tidigare kan brist på transparens göra skada under sådana förhållanden.

Den andra utmaningen som Eurosystemet ställts inför är den finansiella krisen, den störning som kanske fruktas mest av samtliga centralbanker. Eurosystemet har utformat en strategi som erbjuder omfattande likviditetsåtgärder, samtidigt som man värnar sin penningpolitiska hållning under den finansiella oron. Det har reagerat snabbt och uppenbarligen korrekt vid flera akuta fall av likviditetsbrist. Den främsta anledningen till oro är emellertid inte hur Eurosystemet agerar. Med nuvarande bestämmelser är reglering och tillsyn av banker nationell. Euroområdet har inte någon egen tillsyn eller egna reglerare. Det litar i stället till de nationella myndigheterna. Man kan fråga sig vad som skulle hända om en stor europeisk bank, med systemkritisk verksamhet i flera länder, skulle gå omkull. I princip kan ECB träda in som centralbank som lånar ut pengar till affärsbanker, men det skulle kräva förhandsmedgivande av de finansmyndigheter som slutligen måste bära kostnaden. Det finns inga garantier för att processen skulle kunna genomföras så snabbt och effektivt som krävs. Krisen har avslöjat ett gapande hål i euroområdets organisation, men det finns inget som tyder på att medlemsländerna är villiga att lösa frågan.¹⁹ Den här situationen påverkar även länder som står utanför, särskilt Storbritannien, där alla stora banker är verksamma.

18. Frankrikes president Sarkozy beskrev Eurosystemets räntehöjning i juli 2008 som »penningdumpning som får företag på knä«.

19. Frågan har uppmärksammats för länge sedan, se Begg et al. (1998).

- Begg, David, Paul de Grauwe, Francesco Giavazzi, Harald Uhlig och Charles Wyplosz (1998), »The ECB: Safe at Any Speed?«, *Monitoring the European Central Bank* 1, London, CEPR.
- Bernanke, Ben (2007), »Federal Reserve Communications«, Cato Institute 25th Annual Monetary Conference, Washington, D.C., 14 november. (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20071114a.htm>).
- Blinder, Alan S. (1998), *Central Banking in Theory and Monetary Policy Regimes*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Blinder, Alan S. och John Morgan (2005), »Are Two Heads Better than One? Monetary Policy by Committee«, *Journal of Money, Credit, and Banking*: 789–812.
- Brunila, Anne, Marco Buti och Daniele Franco (2001), »Introduction«, i A. Brunila, M. Buti och D. Franco (red.), *The Stability and Growth Pact*, Basingstoke: Palgrave.
- Cukierman, Alex (2007), »The Limits of Transparency«, kommande i Siklos P. et al. (red.), *Frontiers in Central Banking*, Elsevier.
- Geraats, Petra (2002), »Central Bank Transparency«, *Economic Journal* 112 (483): F532–F565.
- Geraats, Petra, Francesco Giavazzi och Charles Wyplosz (2008), *Monitoring the European Central Bank* 6, London: CEPR.
- Gosselin, Pierre, Aileen Lotz och Charles Wyplosz (2008), »How Much Information Should Interest Rate-Setting Central Banks Reveal?«, *International Journal of Central Banking* 4.
- Halpern, Laszlo och Charles Wyplosz (1997), »Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies«, *IMF Staff Papers* 44(4): 430–460.
- Pisani-Ferry, Jean (2006), »Only One Bed for two Dreams: A Critical Review of the Debate over Economic Governance in EMU«, *Journal of Common Market Studies* 44(4): 823–844.
- Svensson, Lars E.O. (2005), »Social Value of Public Information: M&S Is Actually Pro Transparency, Not Con«, *American Economic Review* 96:448–451.
- Trichet, Jean Claude (2008), Press Conference, 10 januari 2008 (<http://www.ecb.eu/press/pressconf/2008/html/iso80110.en.html>).
- Walsh, Carl (2007), »Optimal Economic Transparency«, *International Journal of Central Banking* 3(1): 5–36.
- Woodford, Michael (2005), »Central-Bank Communication and Policy Effectiveness«, i *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City.
- Wyplosz, Charles (2006), »European Monetary Union: the Dark Sides of a Major Success«, *Economic Policy* 46: 207–62.

FINANSPOLITIK

TILLKOMSTEN AV EN gemensam valuta i Europa har lett till flera stora utmaningar för finanspolitikens roll. Dessa utmaningar har haft två drivkrafter. För det första var det naturligt att låta finanspolitiken få en mer framträdande roll för att utjämna cykliska variationer i de länder som berövades en självständig penningpolitik. För det andra ledde oron för den nya valutans stabilitet och trovärdighet, och risken för att regeringarna inte skulle internalisera konsekvenserna av sin politik, till ett ganska restriktivt institutionellt ramverk för att vägleda nationell finanspolitik. Ramverket utgjordes av de restriktioner för statsskuldens och budgetunderskottens storlek som slås fast i Maastrichtfördraget, och som utvecklades vidare i Stabilitets- och tillväxtpakten.

Vägen fram till införandet av euron var svår och styrdes av de strikta restriktionerna i Maastrichtfördraget. I och med införandet av euron i början av 1999, då dessa ersattes av reglerna i Stabilitets- och tillväxtpakten, blev problemen av mer allmän natur och övergick från att vara av akademisk art till att bli utmaningar för politiska besluts-

fattare i realtid. Under den monetära unionens första år utsattes det ramverk för finanspolitiken som finns i Stabilitets- och tillväxtpakten för mycket kritik, och det har misslyckats med att vara trovärdigt vid utformningen av finanspolitiken. Även om pakten var avsedd att bidra till en miljö med disciplin, samordning och stabilitet, blev resultatet att restriktionerna blev bindande för flera länder, vilket hotade den makroekonomiska stabiliteten och paktens trovärdighet under den monetära unionens allra första år.

Vi analyserar finanspolitiken efter införandet av euron utifrån olika perspektiv: huruvida den varit pro- eller kontracyklisk, dess volatilitet, samordning mellan euroländerna och de automatiska stabilisatorernas roll. Vi beskriver hur den gemensamma valutan och Stabilitets- och tillväxtpaktens restriktioner har bidragit till att forma medlemsländernas finanspolitik. Vårt fokus är att förstå om det nya ramverket har underlättat eller försvårat utformningen av finanspolitiken för medlemmarna i euroområdet, liksom för de tre medlemsländer i EU som valt att stanna utanför valutanunionen, men som varit föremål för samma finanspolitiska restriktioner, nämligen Danmark och Storbritannien, som har rätt att stå utanför, och Sverige, som fördröjer en anslutning genom att inte uppfylla villkoren.

Vår granskning visar att EU-15-ländernas finanspolitik inte förändrats särskilt mycket när det gäller dess utformning i förhållande till konjunkturen sedan introduktionen av den nya valutan. De dåliga nyheterna är att finanspolitiken tenderar att vara mer procyklisk inom euroområdet än i andra länder, där vi ser en tendens till en allt mer kontracyklisk finanspolitik (som i USA). De goda nyheterna är att de automatiska stabilisatorerna är kraftfulla och tenderar att bli mer kontracykliska i en del länder. Vi visar också att det ägt rum en allmän minskning av volatiliteten i den diskretionära finanspolitiken i alla stora ekonomier. Denna minskning är avsevärd inom euroområdet och förekommer i de flesta av länderna. Dessutom har skillnaderna i finanspolitik inom euroområdet – mätt som spridningen i strukturella (konjunkturjusterade) budgetsaldon – minskat till en tredjedel av vad de var 1999.

Kapitlet är disponerat så att vi i första avsnittet redovisar hur vi bedömer finanspolitisk kvalitet: Hur kan vi avgöra om finanspolitiken blivit bättre eller sämre sedan införandet av euron? I andra avsnittet beskriver vi finanspolitikens utformning på nationell nivå, medan det tredje avsnittet tar upp frågan om det förekommer samordning av finanspolitik mellan olika länder och vilken inriktning som finanspolitiken haft i euroområdet. Slutsatserna presenteras i sista avsnittet.

Att definiera och mäta »bra« finanspolitik

Det första problemet med att analysera euroområdet's färsk erfarenheter hänger samman med konstaterandet att det är svårt att nå enighet om vad som utmärker bra finanspolitik. Vi använder oss av ett mycket enkelt tillvägagångssätt i det här kapitlet och beskriver de finanspolitiska beslutsfattarnas prestationer och omständigheterna under vilka de verkar utifrån tre perspektiv, nämligen finanspolitikens (1) långsiktiga hållbarhet (med avseende på budgetunderskott och statsskuld), (2) anpassning till konjunkturella förändringar och (3) volatilitet. Vi utgår underförstått ifrån att bra finanspolitik måste vara hållbar och kontracyklisk, och den får inte vara en betydande källa till volatilitet. Vi går här kort igenom logiken bakom dessa utgångspunkter.

FINANSPOLITIKENS HÅLLBARHET

Maastrichtfördragets avsnitt om den monetära unionen anger hållbarhet som det viktigaste målet för det finanspolitiska ramverket. Detta bekräftas också av de upprepade uttalandena från ECB, som betonar att »sund finanspolitik och en penningpolitik inriktad på prisstabilitet är grundläggande för en framgångsrik monetär union. De är förutsättningar för makroekonomisk stabilitet och samstämmighet inom euroområdet«.¹

Finanspolitik som inte är hållbar kan skapa överdriven makroekonomisk volatilitet, vilket i sin tur kommer att försvåra för centralbanken att upprätthålla stabilitet inom den monetära unionen. Detta kan vara mer relevant för en monetär union, där finanspolitiken är decentraliserad och där samordning kan vara svårare, eller helt enkelt inte är av intresse för de nationella regeringarna.

Samtidigt som hållbarhet har att göra med finanspolitikens långsiktiga utformning, är begreppet också på många sätt kopplat till diskussionen om konjunkturstabilisering. Bristande disciplin i finanspolitiken kan försvåra den makroekonomiska styrningen av ekonomin. För det första kommer en regering med en statsskuld nivå som inte är hållbar att ha mycket litet utrymme för automatiska stabilisatorer under dåliga tider, vilket gör att penningpolitiken ensam får sköta utjämningen av konjunkturcykeln.² För det andra måste en ohållbar

1. Uttalande av ECB-rådet, 21 mars 2005.

2. Vilket hävdas av Melitz (2000) och Perry (2002).

politik förr eller senare göras hållbar genom finanspolitisk konsolidering, vilket antagligen får effekter på ekonomin på kort sikt. Slutligen leder höga skuldsättningsnivåer till högre räntor och därmed lägre investeringar och tillväxt.

Det finns ytterligare en koppling mellan hållbarhet och finanspolitikens konjunkturinriktning, som har att göra med utformningen och genomförandet av en statsbudget. När det gäller diskussioner om vad som utgör en hållbar finanspolitik finns behov av att mäta, beskriva och övervaka årliga budgetar. På grund av de svängningar på kort sikt som automatiska stabilisatorer skapar i statsbudgetar är det nödvändigt att mäta det strukturella saldodot under ett visst år, dvs. det konjunkturrensade budgetsaldodot. Utan korrekt förståelse för hur finanspolitiken slår under en konjunkturcykel är det omöjligt att ge vägledning för budgetering på lång sikt. Detta har varit en av de stora svårigheterna i samband med tillämpningen av Maastrichtfördragets begränsningar av underskott och skuldsättning. Trots att de byggde på enkla principer om hållbarhet, förekom det ändlösa diskussioner om speciella omständigheter bakom realiserade budgetsaldon som inte överensstämde med planerade nivåer. Förändringarna av Stabilitets- och tillväxtpakten 2005 öppnade för en mer flexibel tolkning av restriktionerna med hänsyn till konjunkturläget. Det råder emellertid ingen enighet om hur denna justering ska göras, och en del uppfattar den här flexibiliteten som en uppmjukning av restriktionerna.

Sammanfattningsvis kan konstateras, att även om det främsta syftet med EMU:s ramverk för finanspolitik var långsiktig hållbarhet, så har implementeringen av reglerna skapat debatter som fokuserat mycket mer på finanspolitikens konjunkturrella utformning. Vi går nu över till den debatten.

Finanspolitisk inriktning och stabilisering av konjunkturcykler

Som ett instrument för att hantera konjunkturcykler förväntas finanspolitiken vara kontracyklisk. Regeringar ska ha överskott under »goda tider« och underskott under »dåliga tider«. Om det inte är fallet, och utifrån ett penningpolitiskt perspektiv, kan stora underskott under högkonjunktur leda till inflationstryck, vilket kan tvinga ECB att ha högre räntor än man annars skulle haft.

När man analyserar finanspolitikens konjunkturutformning är det viktigt att förstå att finanspolitik är en kombination av automatiska

stabilisatorer och diskretionär politik, och man får inte glömma att i de flesta länder är huvuddelen av de konjunkturberoende förändringarna i budgeten orsakade av automatiska stabilisatorer. Dessa automatiska stabilisatorer tenderar att vara kontracykliska, framför allt i länder med stor offentlig sektor. Det beror på att storleken på den offentliga sektorn är kopplad till de sociala trygghetssystemens omfattning.³

När det gäller diskretionär finanspolitik är de empiriska erfarenheterna mindre positiva. Många länders regeringar för en procyklisk politik (utgifterna är högre under goda tider). Det finns starka belägg för detta i latinamerikanska ekonomier, medan de är blandade för OECD och europeiska ekonomier.⁴

Vi kommer att använda oss av OECD:s mått på det strukturella (konjunkturjusterade) budgetsaldot för att analysera dessa två komponenter i konjunktur Anpassad finanspolitik.⁵

VOLATILITET

Finanspolitik kan vara en bidragande orsak till konjunkturcykler. När regeringar implementerar finanspolitiska förändringar av politiska skäl, eller mer allmänt av orsaker som inte har sin grund i ekonomiska förhållanden, så kommer dessa förändringar att leda till fluktuationer i produktion och konsumtion. Sådan politik kan i princip ha en negativ inverkan på ekonomin om den bara tillför volatilitet, vilket i vissa fall kan leda till att tillväxten avtar.⁶

Frågan om volatilitet har inte ansetts vara av någon större betydelse när det gäller den monetära unionen, med det är intressant att

3. Orsaken till den här kopplingen är den empiriska regelbundenhet som presenteras av Galí (1994) och bekräftas av Fatás och Mihov (2001b), och som visar att länder med stor offentlig sektor har en mindre volatil konjunkturcykel.

4. Lane (2003), Wyplosz (2005), Kaminsky, Reinhart och Vegh (2004), samt Alesina, Campante och Tabellini (2007) presenterar belägg för att det finns cykliska drag i finanspolitiken hos denna grupp länder.

5. För fler uppgifter om denna metodik, se Girouard och André (2005). Denna metodik garanterar enhetlighet i tillvägagångssättet för att dela upp finanspolitiken i de olika komponenterna. En nackdel är att den är mycket beroende av hur den cykliska komponenten extraheras ur finanspolitiken, vilket kräver starka antaganden om potentiell produktion och cyklisk elasticitet för olika variabler inom finanspolitiken, och det kan leda till snedvridningar av resultatet. Blanchard (1993) samt Mohr och Morris (2007) tar upp tänkbara nackdelar med konjunkturrellt anpassade mått på finanspolitik.

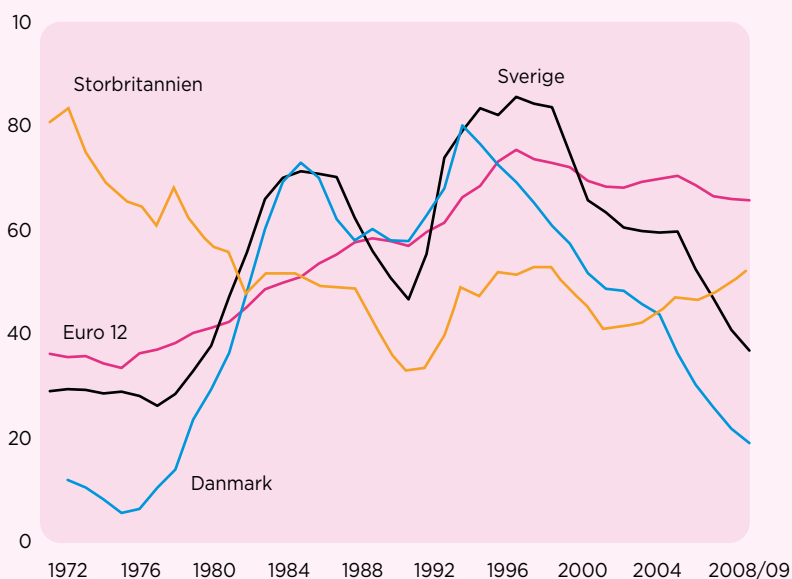
6. Effekterna av finanspolitiska störningar har uppmärksammats mycket efter rapporter av Blanchard och Perotti (2002), Fatás och Mihov (2001a och 2003), samt Burnside, Eichenbaum och Fisher (2004).

undersöka om det finns något som tyder på förändringar i användningen av diskretionär finanspolitik. Det är möjligt att avsaknaden av nationella valutor har förändrat regeringarnas incitament att vidta åtgärder som skapar en politisk konjunkturcykel.

Finanspolitikens inriktning på den nationella nivån

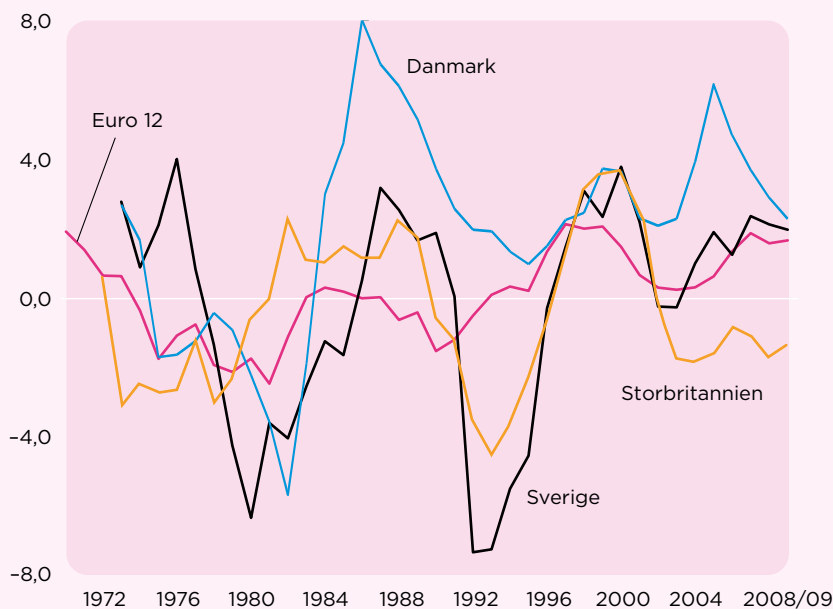
FINANSPOLITIKENS HÅLLBARHET

Figur 3.1 visar utvecklingen av skuldsättningen i relation till BNP för euroområdet, Danmark, Sverige och Storbritannien. För euroländerna sker en ökning fram till mitten av 1990-talet. Vid denna tidpunkt inleds en tydligt nedåtgående trend. Storbritannien följde samma trend fram till 2001–2002. Trenden inom euroområdet har tolkats som ett tydligt tecken på den disciplin som inträdesvillkoren medförde i alla medlemsländer. Danmark och Sverige uppvisar en liknande trend, som bl.a. drevs fram av deras ansträngningar att kvalificera sig



FIGUR 3.1 Statlig bruttoskuldsättning (procent av BNP).

Källa: OECD:s *Economic Outlook*. Siffrorna för Storbritannien anger statens finansiella bruttoskuld i procent av BNP. För euroområdet anger siffrorna statens finansiella bruttoskuld, i procent av BNP enligt Maastrichtdefinitionen. Uppgifterna för 2008 och 2009 är prognoser.



FIGUR 3.2 Strukturellt budgetsaldo i procent av potentiell BNP.

Källa: OECD *Economic Outlook*. Uppgifterna för 2008 och 2009 är prognoser.

för ett inträde i den monetära unionen. I båda fallen är trenden starkare än för euroländerna. Skuldandelen faller från 80 till 20 procent i Danmark och från drygt 80 till mindre än 40 procent i Sverige.

Figur 3.2 ger ytterligare insikter i dessa trender genom att granska strukturella budgetsaldon, som mäts som det konjunkturjusterade budgetsaldot i procent av potentiell BNP enligt OECD:s metod. 1970-talet, liksom det sena 1980-talet och tidiga 1990-talet, uppvisar höga underskott i samtliga länder som ingår i exemplet. Vi ser återigen att andra hälften av 1990-talet är en period med minskande budgetunderskott för samtliga kandidater till den monetära unionen, i syfte att klara Maastrichtfördragets gräns på maximalt 3 procent av BNP i budgetunderskott.

Figuren visar också att så snart det var avgjort vilka länder som skulle komma med i den monetära unionen, minskade ansträngningarna att minska budgetunderskott och skuld. Beslutet togs 1998, baserat på uppgifter för 1997. Euroländernas strukturella saldona förbättras igen efter 2003–2004, vilket sammanfaller med en period med snabbare tillväxttakt.

Har den monetära unionen haft någon särskild inverkan på medlemsländernas skuldsättning och underskott över tid? Utifrån dessa två figurer är det svårt att upptäcka någon större skillnad mellan euroländerna och de tre utanförstående länderna. Skuldsättningen faller snabbt i Sverige och Danmark, men även inom euroområdet finns det länder som minskat statsskulden ungefär lika mycket. Irland, Nederländerna och Belgien hade skulder på uppåt 140 procent av BNP i mitten av 1990-talet och har lyckats få ner dem högst avsevärt. Utvecklingen i en del av euroområdets länder har således varit densamma som i Danmark, Sverige och Storbritannien. Den allmänna bilden uppvisar alltså inte några betydande skillnader vad gäller skuld- och underskottsdynamiken mellan länder inom och utom den monetära unionen.

AUTOMATISKA STABILISATORER PÅ NATIONELL NIVÅ

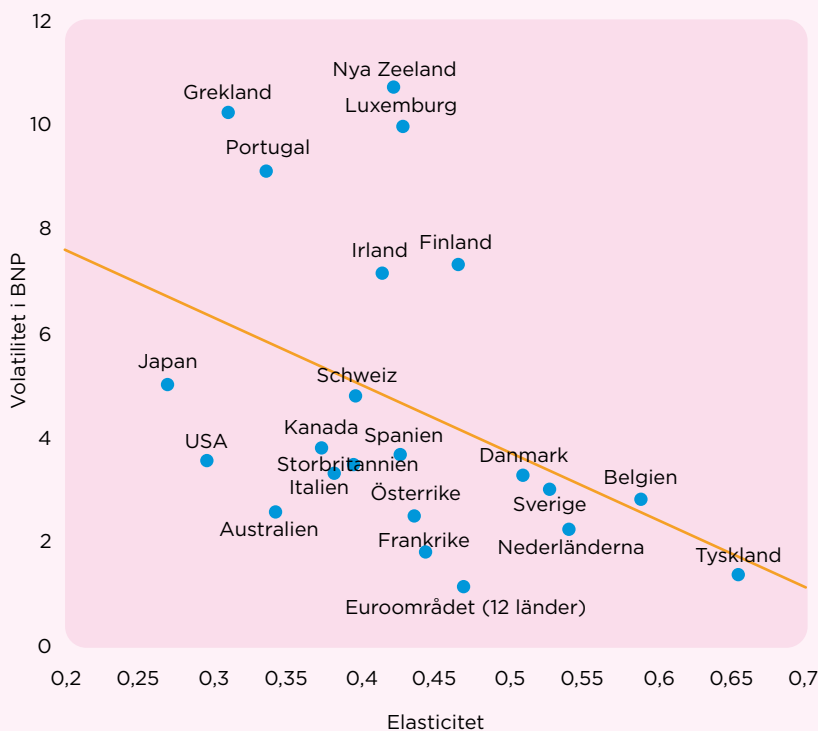
Vi övergår nu till att analysera automatiska stabilisatorer och undersöker hur de verkar under konjunkturcykeln.⁷ Automatiska stabilisatorer är som väntat mycket kontracykliska. Styrkan i de automatiska stabilisatorerna kan mätas som förändringen i budgetsaldot i procent av BNP dividerat med förändringen av BNP i procent. I euroområdet skapar en ökning med 1 procent av BNP ett förbättrat budgetsaldo på cirka 0,46 procent av BNP, medan motsvarande förbättring bara är 0,29 procent i USA.⁸ Inom euroområdet varierar de automatiska stabilisatorernas styrka mätt på detta sätt från låga 0,3 i Grekland till höga 0,65 i Tyskland.

Stabiliserar de automatiska stabilisatorerna ekonomin? I figur 3.3 har vi prickat in elasticiteten för det totala budgetsaldot (budgetsaldots förändring i procent av BNP delat med BNP:s förändring i procent) mot volatiliteten i BNP (den normala variationen i BNP över konjunkturcykeln). Förhållandet är tydligt negativt – länder med mer av automatiska stabilisatorer har mindre volatila konjunkturcykler.

De tre länder som valt att stå utanför liknar i hög grad länder inom euroområdet – Sverige och Danmark har ungefär samma elasticitet och volatilitet som Nederländerna, medan Storbritannien ligger nära

7. Vi mäter automatiska stabilisatorer som skillnaden mellan det faktiska och det konjunkturjusterade budgetsaldot.

8. De automatiska stabilisatorernas styrka som vi mäter här är härledda från de skatte- och utgiftselasticiteter som OECD använder. Vi förutsätter att elasticiteterna inte förändras över tiden.



FIGUR 3.3 Volatilitet i BNP och automatiska stabilisatorer.

Italien. Sammantaget ser vi inte några större skillnader mellan euroområdet och länderna utanför, vare sig i fråga om konjunkturcykelns volatilitet eller de automatiska stabilisatorernas verkan.

NATIONELL DISKRETIONÄR FINANSPOLITIK

Nationella regeringar är oroliga för att de i avsaknad av penningpolitik måste vara mer aktiva i användandet av finanspolitiken för att stabilisera konjunktoren. Detta gäller i särskilt hög grad för Europa, där arbetskraftens rörlighet är mycket begränsad. Har det verkligen blivit så? Eller har restriktionerna för budgetunderskott och stats-skuld begränsat den flexibilitet som behövs för att föra diskretionär finanspolitik?⁹ Vi analyserar nu hur den diskretionära finanspolitiken

9. Diskretionär finanspolitik fångas av två mått: I ekvationen nedan mäter koefficienten β den diskretionära reaktionen på konjunkturläget, medan residualen mäter den del av den diskretionära politiken som inte är relaterad till konjunkturläget. I detta avsnitt diskuteras den del som är relaterad till konjunkturläget: *Konjunkturjuste-*

har reagerat på konjunkturen. Har regeringarna med andra ord använt finanspolitiken som ett stabiliseringsverktyg, utöver de automatiska stabilisatorer som vi beskrivit ovan?

Generellt sett ser vi inga starka belägg för att finanspolitiken reagerat aktivt på konjunkturcykeln.¹⁰ Det kan vara ett tecken på att regeringarna inte har handlat på ett konsistent sätt. De belägg som finns pekar i riktning mot ett procykliskt agerande på nationell nivå, särskilt i euroländerna.

Om vi jämför tiden före och efter 1999, har politiken då förändrats? Det är svårt att dra några bestämda slutsatser, eftersom det rör sig om ett relativt litet antal år, men det finns en tendens till att politiken blivit mer kontracyklisk, vilket är vad vi hade förväntat oss på grund av avsaknaden av en nationell penningpolitik. Men förändringen är liten och förekommer inte bara i euroländerna. I exempelvis USA ser vi en mycket större förändring i riktning mot en mer kontracyklisk politik.

VOLATILITET

Vi övergår till att analysera om den diskretionära finanspolitikens volatilitet, mätt som standardavvikelsen för förändringar i finanspolitikens inriktning som *inte* är relaterade till konjunkturläget, har förändrats.¹¹

De flesta euroländer uppvisar låg volatilitet när det gäller denna del av den diskretionära finanspolitiken. Vi ser i vår analys att denna volatilitet har minskat efter 1999 för alla länder utom Österrike, Irland och Luxemburg. Några av de kraftigaste minskningarna har ägt rum i euroländer. I Frankrike har volatiliteten gått från låga 0,51 till 0,17, i Tyskland från 0,71 till 0,49 och i Italien från 1,41 till 0,41. De tre utanförstående länderna har också kunnat se att deras finanspolitiska volatilitet minskat, men från en högre nivå i utgångsläget. Sverige går från 3,0 till 1,1, Danmark från 1,37 till 1,2 och Storbritannien från 1,85 till 0,9. Utanför EU-15 uppvisar bara USA och Kanada påtaglig minskning i volatiliteten.¹² Detta är goda nyheter för den monetära unionen. Det innebär att nationella regeringar inte i högre utsträckning har utnyttjat den gemensamma valutan till att införa för-

rat budgetsaldo innevarande år = konstant + $\beta \times$ konjunkturläget innevarande år + $\lambda \times$ statens skuld föregående år + $\phi \times$ konjunkturjusterat budgetsaldo föregående år + residual.

10. För empiriska resultat se Fatás och Mihov (2009). Detta framgår även i Galí och Perotti (2008) för en tidigare period, när de gjorde en liknande analys.

11. Med andra ord standardavvikelsen för feltermen i policyregeln i fotnot 9.

12. Estimaterna i detta avsnitt baseras på Fatás och Mihov (2009).

ändringar i finanspolitiken som inte är bestämda av det ekonomiska läget. Så tillvida kan detta anses vara ett utslag av den disciplin som Stabilitets- och tillväxtpakten slår fast. Det finns starka belägg för att volatiliteten i konjunkturcyklerna har minskat, delvis som en effekt av en mindre volatil ekonomisk politik. Våra resultat stöder detta och tyder på att den disciplinerande effekten av det finanspolitiska ramverket har hjälpt EU-länderna att uppnå en lägre volatilitet.

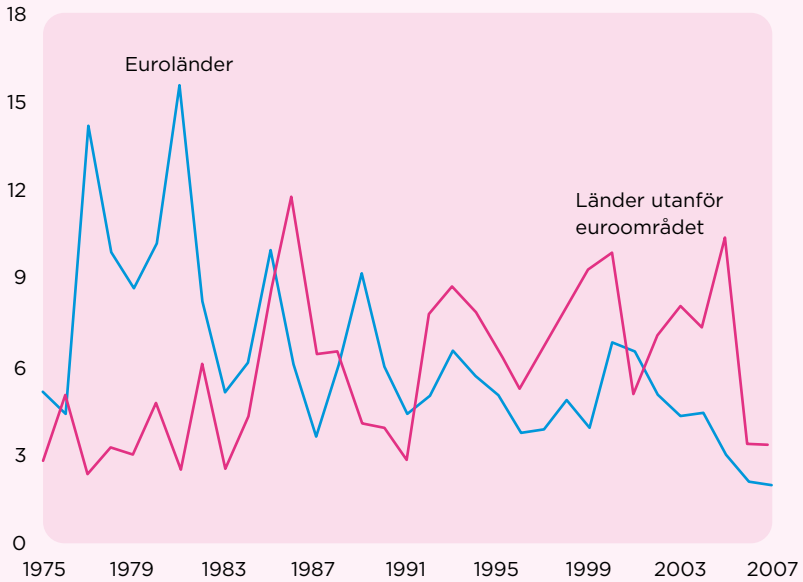
Finns det en finanspolitisk inriktning för hela euroområdet?

I föregående avsnitt undersökte vi finanspolitikens utformning på nationell nivå. Har vi sett någon förändring i riktning mot samordning av de olika ländernas politik? Finns det något som skulle kunna kallas euroområdets finanspolitik? Det finns två anledningar att granska samordning. För det första kan finanspolitiken i ett land skapa ränteeffekter i ett annat, när länder har en gemensam valuta. För det andra vill vi veta om finanspolitiken underlättar eller försvårar centralbankens arbete.

SAMORDNING AV NATIONELL FINANSPOLITIK

Även om det inte finns någon regering bakom euroländernas samlade politik – den är bara summan av enskilda länders politik – så har den finanspolitik som bedrivs i olika länder utformats inom de institutionella ramar som ges av Maastrichtfördraget och Stabilitets- och tillväxtpakten, varför idén om en gemensam finanspolitik inom hela euroområdet inte är helt utan grund. Ramverket har möjligen medfört en del gemensamma drag i ländernas nationella finanspolitik. Inför lanserandet av euron gjorde exempelvis många regeringar finanspolitiska konsolideringsansträngningar. Dessutom ledde tolkningen och implementeringen av Stabilitets- och tillväxtpakten till en starkare betoning av nationell finanspolitik.

Bör samordning av finanspolitiken eftersträvas? Även om ECB kan tänkas vara intresserad av att få till stånd en gemensam och konjunkturspolitisk finanspolitik bland euroländerna, får vi inte glömma att med en gemensam penningpolitik bör finanspolitiken utformas mindre samordnat, eftersom den behöver hantera störningar som är specifikt nationella. Det finns alltså en naturlig spänning mellan behovet att kunna hantera nationella konjunkturcykler och de europeiska institutionernas önskan om en gemensam ekonomisk politik.



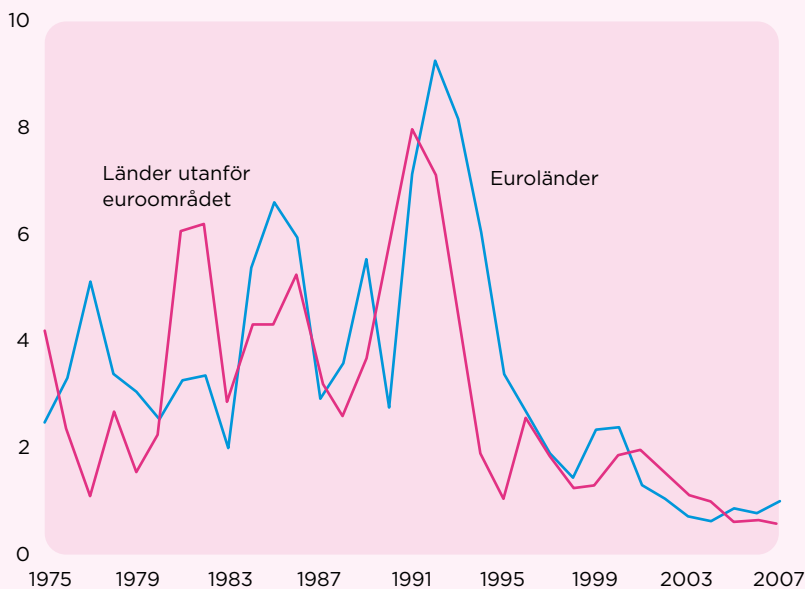
FIGUR 3.4 Spridningen i strukturella budgetsaldon (standardavvikelse mellan länder i procent).

Figur 3.4 visar standardavvikelsen för det årliga strukturella budgetsaldot i euroländerna och motsvarande för länder utanför euroområdet.¹³ Det finns en tydlig trend sedan 1999 mot minskad spridning bland euroländerna medan ingen sådan syns för de utanförstående länderna. Den här trenden kan vara resultatet av aktiv samordning, men den kan också vara följderna av att några länder är nära de gränser som fastslagits för budgetunderskott eller har överskridit dem.

Trenden i riktning mot strukturella budgetsaldon med samma relativa storlek kan också vara ett resultat av synkronisering av konjunkturcykler. Figur 3.5 visar faktiskt att även spridningen i BNP-gap har minskat stadigt sedan början av 1990-talet.¹⁴ Det intressanta är att den här trenden är märkbar både inom euroområdet och för gruppen

13. Länderna utanför euroområdet är: Australien, Kanada, Danmark, Japan, Nya Zeeland, Sverige, Schweiz, Storbritannien och USA. Norge är inte med i den här beräkningen på grund av den höga volatiliteten i budgeten, vilket i sin tur beror på fluktuationerna i oljepriset.

14. BNP-gapet är skillnaden mellan faktisk BNP vid en viss tidpunkt och trenden i BNP.



FIGUR 3.5 Spridningen i BNP-gap (standardavvikelse mellan länder i procent).

utanför. En jämförelse mellan figur 3.4 och 3.5 indikerar att synkroniseringen av det finanspolitiska agerandet inom euroländerna beror på något mer än enbart ökad synkronisering av konjunkturcyklerna. Detta bör inte vara någon överraskning med tanke på hur EU-kommissionen betonat konvergens av medlemmarnas nationella finanspolitik.

Euroområdets finanspolitiska inriktning

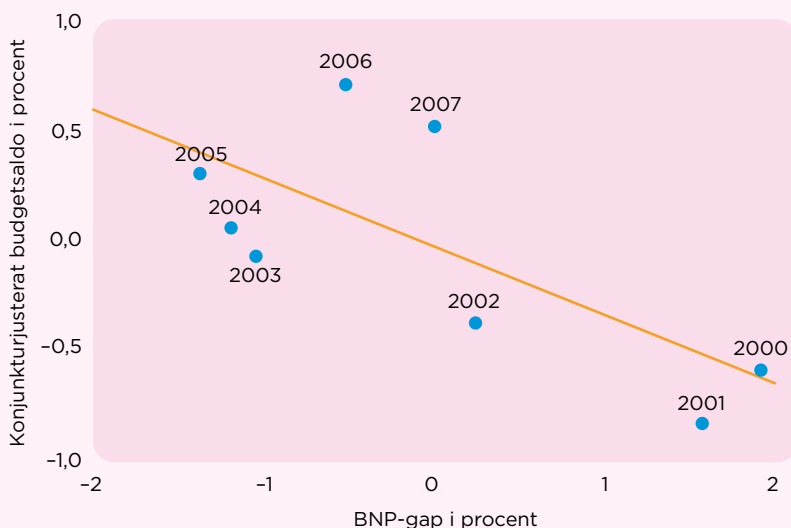
Vi har tidigare undersökt finanspolitikens konjunkturrella inriktning på nationell nivå, men hur ser det ut i euroområdet som helhet? Har finanspolitiken underlättat ECB:s uppgift? Om vi tittar på hur den strukturella budgetsaldot inom euroområdet har sett ut under konjunkturcykeln kan vi konstatera att den diskretionära delen av finanspolitiken är procyklisk.¹⁵ Det är faktiskt så att finanspolitiken inom euroområdet är bland de mest procykliska i de länder vi undersökt.

15. Fatás och Mihov (2009).

Dessutom avviker euroområdet genom att vara ett av få områden där politiken förblivit lika procyklisk efter som före 1999.

För en del kan det kanske vara överraskande att euroområdets finanspolitiska inriktning är tydligt procyklisk, med tanke på att vi under de senaste åren sett en förbättring av budgetsaldon med ökad tillväxt efter 2003. Det kan förefalla som om dessa resultat motsäger vad andra kommit fram till, nämligen en neutral eller rent av kontracyklisk finanspolitik i euroländerna. Det är viktigt att betona att vi undersökt hur cyklisk det *strukturella* (konjunkturjusterade) budgetsaldot är, och att vi bortser ifrån automatiska stabilisatorer.¹⁶

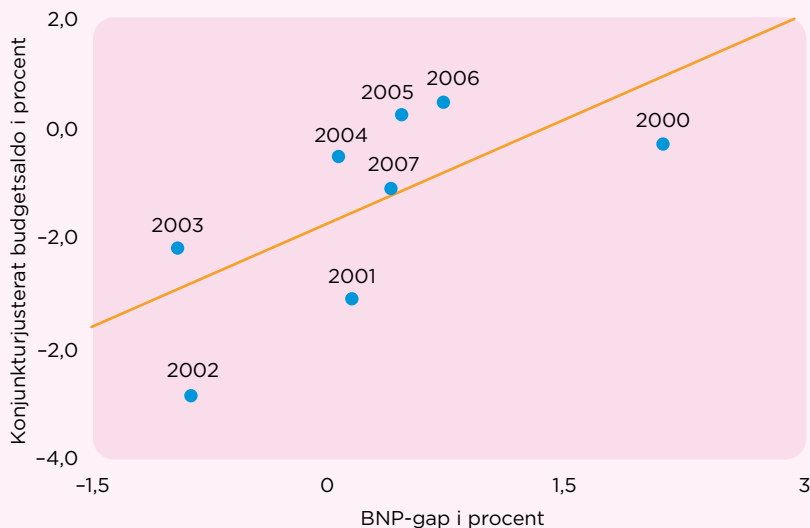
För att bättre se den starkt procykliska inriktningen av finanspolitiken inom euroområdet, har vi kartlagt förändringen av det konjunkturjusterade budgetsaldot i förhållande till BNP-gapet under åren 2000–2007.¹⁷ Figur 3.6 visar dessa två variabler för euroområdet och figur 3.7 visar motsvarande för USA.



FIGUR 3.6 Finanspolitisk inriktning och BNP-gapet i euroområdet.

16. En regression som söker förklara det primära budgetsaldot med BNP-gapet tyder på att finanspolitiken är kontracyklisk inom euroområdet. Om den faktiska BNP-tillväxten tas med i stället för BNP-gapet, blir den kontracykliska inriktningen tydligare och statistiskt signifikant.

17. Det är mycket vanligt i facklitteraturen att illustrera finanspolitikens inriktning på detta sätt (se *European Economy* (2008) eller Alesina, Campante och Tabellini (2007)).



FIGUR 3.7 Finanspolitisk inriktning och BNP-gapet i USA.

Skillnaden mellan de två figurena är chockerande. Medan det i USA finns ett tydligt samband som visar på en starkt kontracyklisk politik ser vi raka motsatsen inom euroområdet, ett starkt negativt samband. Utvecklingen av den finanspolitiska inriktningen inom euroområdet utmärks av försämrade budgetsaldon efter 2000, vilket återspeglar försvagningen av finanspolitiken efter införandet av euron, ett tecken på trötthet efter den kraftiga minskningen av underskotten före 1998 för att klara inträdeskraven till den monetära unionen. Efter recessionen 2002–2003, och trots ett negativt BNP-gap, sker en förbättring av det strukturella budgetsaldot, vilket återigen visar på en procyklisk politik. Denna förbättring beror på två faktorer: För det första var några av euroländerna uppe i budgetunderskott på nära 3 procent (eller över 3 procent) och hade litet utrymme för att justera sin finanspolitik. För det andra, och det gäller framför allt under 2005, ökade skatteintäkterna snabbare än vad många regeringar väntat sig. En förklaring till detta var att skatteelasticiteterna var större än normalt. Detta kan delvis ha berott på att vinstandelen i BNP ökade dessa år.¹⁸ Regeringarna antog att de ökade intäkterna och elasticiteterna var permanenta, och detta ledde till utgiftsökningar eller skattesänk-

18. Se European Economy (2008).

ningar, vilket i sin tur ledde till ett strukturellt budgetsaldo under de följande åren (2006 och 2007) som var för litet, trots konjunkturförbättringen.

Denna tolkning av finanspolitikens utformning visar att en del av den beror på speciella omständigheter (som effekterna av lanseringen av den nya valutan), men det är också svårt att undgå känslan av att det finanspolitiska ramverket inte har fungerat så som man väntat sig och att vi troligen kommer att få se något liknande i framtiden.¹⁹

Slutsatser

Den europeiska monetära unionen lanserades för tio år sedan, och under den tid som gått har detta unika experiments framgångar och misslyckanden ständigt debatterats. Dessa debatter har följts mycket noga i de tre länder som ställt sig utanför den gemensamma valutan, Danmark, Sverige och Storbritannien. I det här kapitlet har vi granskat hur finanspolitiken har anpassats till de nya förutsättningarna.

Debatten om finanspolitiken har fokuserat på de strikta begränsningar av underskott och statsskuld som anges i Maastrichtfördraget och Stabilitets- och tillväxtpakten. Syftet med dem var att garantera hållbara offentliga finanser och undvika tänkbar negativ inverkan från finanspolitiken på ECB:s utformning av penningpolitiken. Kritiker av dessa begränsningar har hävdade att de skulle minska finanspolitikens förmåga att hantera de nationella konjunkturcyklerna när behovet var som störst. Vad har vi då lärt oss av de tio första årens erfarenheter?

De resultat vi kommit fram till tyder på att effekterna av de finanspolitiska begränsningarna av finanspolitiken varit mycket små. Bedömningen av hur finanspolitiken fungerat i euroländerna i förhållande till de tre länder som valt att stå utanför, och i förhållande till andra länder som också står utanför, visar att skillnaden mellan de två grupperna inte är särskilt stor. Ett undantag som förtjänar att uppmärksammas är USA, där finanspolitiken blivit tydligt kontryckslig efter 1999.

Utifrån ett långsiktigt hållbarhetsperspektiv fick slutsatserna följande

19. Vi måste vara mycket försiktiga när vi tolkar en del av resultaten på grund av hur BNP-gapet används och att det kan vara så att det inte mätts korrekt. Om vi använder tillväxttal som en indikator på var i konjunkturcykeln som ekonomin befinner sig, blir bilden inte lika dramatisk. I USA finns det fortfarande en tydligt kontryckslig inriktning på finanspolitiken, men inom euroområdet ser vi en svag positiv lutning, vilket tyder på en konjunktural neutral eller lätt kontryckslig politik.

införandet av euron en klart positiv effekt på statsskulderna, men efter det att euron sjösatts finns det få belägg för att restriktionerna på budgetunderskott och skuldsättning har haft någon större effekt på den långsiktiga hållbarheten. Samtidigt har just detta misslyckande inte haft någon negativ inverkan på genomförandet av penningpolitiken, vilket gör att man kan ifrågasätta den starka fokuseringen på hållbarhet som de europeiska institutionerna haft sedan Maastrichtfördraget trädde i kraft.

När det gäller finanspolitikens inriktning i förhållande till konjunkturen är de goda nyheterna att europeiska länder tenderar att ha starka automatiska stabilisatorer inbyggda, genom att de har en stor offentlig sektor, och att de hjälper till att stabilisera de nationella konjunkturcyklerna. Vid vår granskning av den diskretionära finanspolitiken har vi inte kunnat finna någon kraftfull kontracyklisk inriktning i de flesta länder. Det samlade intrycket är att euroländerna bedriver en mer procyklisk politik än andra länder i undersökningen, men politiken verkar ha blivit mer kontracyklisk efter införandet av euron, vilket är vad man kunde förvänta sig. Men förändringen är liten och förekommer inte i samtliga euroländer, vilket visar att den diskretionära finanspolitiken kanske inte tagit över den stabiliserande roll som den nationella penningpolitiken inte längre kan spela.

När vi anlägger ECB:s perspektiv och tittar på den diskretionära finanspolitikens inriktning i euroområdet som helhet är resultaten förbryllande, eftersom det visar sig att det finns en tydlig *procyklisk* inriktning både före och efter 1999, till skillnad från i USA, där vi kan se en tydligt kontracyklisk politik.

Sammantaget visar våra resultat att finanspolitiken inte spelat någon betydelsefull roll under eurons tio första år. Det har funnits en hel del kontinuitet i form av en mindre tillfredsställande finanspolitik, som utmärks av svårigheter med att minska skuldsättningen och att erbjuda en tydligt kontracyklisk och konjunkturstabiliserande inriktning. Mycket av det vi kunnat iakta är kopplat till nationella beslut, och en del länder har bedrivit en bättre politik än andra. Därmed vore det fel att skylla en del av denna politik på den monetära unionen. Men man kan inte bortse från att det vi kommit fram till också visar på ett misslyckat institutionellt ramverk för finanspolitiken. Ett ramverk som utan framgång fokuserat på hållbarhet och samordning vid en tidpunkt då fokus borde varit på att stärka automatiska stabilisatorer och på att skapa ändamålsenliga förutsättningar för att bedriva en konjunkturstabiliserande finanspolitik.

- Alesina, Alberto, Filipo Campante och Guido Tabellini (2007), »Why is Fiscal Policy often Procyclical«, opublicerad.
- Blanchard, Olivier (1993), »Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators«, i H.A.A. Verbon och F.A.A.M. van Winden (red.), *The New Political Economy of Government Debt*, Elsevier Science Publishers.
- Blanchard, O. och R. Perotti (2002), »An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output«, *Quarterly Journal of Economics*, vol. LXVII.
- Burnside, C., M. Eichenbaum och J. Fisher (2004), »Assessing the Effects of Fiscal Shocks«, *Journal of Economic Theory*, vol. 115(1), s. 89–117.
- European Economy (2008), »Public Finances in EMU – 2008«, European Commission.
- Fatás, Antonio och Ilian Mihov (2001a), »The Effect of Government Spending on Consumption and Employment: Theory and Evidence«, manuskript.
- Fatás, Antonio och Ilian Mihov (2001b), »Government Size and Automatic Stabilizers«, *Journal of International Economics*.
- Fatás, Antonio och Ilian Mihov (2003), »The Case for Restricting Fiscal Policy Discretion«, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, nr 3, november.
- Fatás, Antonio och Ilian Mihov (2009), »Fiscal Policy and the Euro«, i A. Alesina och F. Giavazzi (red.), *The First Ten Years of the Euro*, NBER och University of Chicago Press.
- Galí, Jordi (1994), »Government Size and Macroeconomic Stability«, *European Economic Review*, 38.
- Galí, Jordi och R. Perotti (2003), »Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe«, *Economic Policy*, vol. 37, 2003, s. 533–572.
- Girouard, Nathalie och Christophe André (2005), »Measuring Cyclically-adjusted Budget Balances for OECD Countries«, *OECD Economics Department Working Papers 434*, OECD Economics Department.
- Kaminsky, Graciela, Carmen Reinhart och Carlos A. Vegh (2004), »When it Rains it Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies«, *NBER Working Paper*, nr 10 780.
- Lane, Philip R. (2003), »The Cyclical Behavior of Fiscal Policy: Evidence from the OECD«, *Journal of Public Economics*.
- Melitz, Jacques (2000), »Some Cross-Country Evidence About Fiscal Policy Behavior and Consequences for EMU«, *European Economy 2*: 3–21.
- Mohr, M. och R. Morris (2007), »Uncertainty in Measuring the Underlying Budgetary Position and Fiscal Stance«, manuskript.

- Perry, G. (2002), »Can Fiscal Rules Help Reduce Macroeconomic Volatility in the Latin America and the Caribbean Region?«, *World Bank Policy Research Working Papers*, nr 3 080.
- Statement of the Governing Council of the ECB, March 21, 2005.
- Tornell, A. och P. Lane (1999), »The Voracity Effect«, *American Economic Review*, nr 89.
- Wyplosz, C. (2005), »Fiscal Policy: Institutions Versus Rules«, *National Institute Economic Review* 191: 70–84, januari.

FINANSIELL INTEGRATION

DEN MONETÄRA UNIONEN har möjliggjort en helt integrerad europeisk finansmarknad, jämförbar med den i USA. Genom att eliminera valutarisken har den monetära unionen fått bort ett avgörande hinder för finansiell integration. Dessförinnan var finansiella fordringar, som uttrycktes i olika europeiska valutor men som i övrigt var identiska, bristfälliga substitut och handlades till olika priser. Den monetära unionen har eliminerat denna källa till nationell marknadssegmentering.

Men även om en gemensam valuta är en nödvändig förutsättning för framväxten av en paneuropeisk kapitalmarknad, så är den inte tillräcklig. Andra skillnader kan fortfarande hindra en fullständig integration: även efter det att valutarisken är borta kan kvarvarande skillnader i reglering av finansiella intermediärer, beskattning, standardklausuler i kontrakt, affärsseder, försäkringsavtal, system för värdepappershandel, betalningssystem, tillgång till information och rättstillämpning segmentera marknader utifrån nationsgränser. Un-

der den process som föregick och ägde rum under eurons införande utlöste emellertid den monetära unionen en serie reaktioner inom den privata sektorn, som sopade undan många av dessa andra hinderande regelverk. I vilken utsträckning har denna regleringsreformprocess lett till faktisk ekonomisk integration, som gynnat ekonomisk utveckling, investeringar och tillväxt?

Det här kapitlet försöker besvara frågan i ett vidare sammanhang och med utgångspunkt från den spirande forskningen om de komplexa sambanden mellan regleringar, finansiella marknader och real ekonomi. Vi börjar med att definiera begreppet finansiell integration, föreslår hur den kan mätas, analyserar vilka hinder som finns för finansiell integration och hur finansmarknaderna och den ekonomiska tillväxten skulle påverkas om dessa hinder försvann. Därefter bedömer vi om euroområdet de facto har blivit mer finansiellt integrerat, och avslutar med några policyslutsatser gällande Europas finansmarknader i framtiden.

Finansiell integration och finansiell utveckling

Finansiella marknader är integrerade när den s.k. lagen om ett pris gäller, dvs. när värdepapper med identiska betalningsflöden betingar samma pris. Eller annorlunda uttryckt, om ett företag ger ut obligationer i två länder eller regioner måste det betala lika hög ränta till båda grupperna obligationsinnehavare. På motsvarande sätt måste företaget, om det ökar det egna kapitalet, betala lika mycket för detta på båda marknaderna. Detta gäller även kreditmarknader. När de är integrerade ska ett företag eller ett hushåll kunna låna pengar på samma villkor, oberoende av var deras bank ligger. Av den här definitionen följer att mätning av graden av finansiell integration inom en region kräver jämförelser av priser – eller avkastning – på jämförbara värdepapper som utgivits i olika delar av regionen.

HINDER FÖR FINANSIELL INTEGRATION

Vad finns det för hinder för lagen om ett pris? För det första, om två länder har olika valutor, skapar växelkursförändringar ytterligare risker och investerare kommer då att kräva en riskpremie för innehav av värdepapper i utländsk valuta. Och även om det inte förekommer några växelkursförändringar, så medför transaktionskostnader i samband med köp och försäljning av valuta en avvikelse från internationellt arbitrage. Ett annat integrationshinder har sin grund i skatte- och

bidragsskillnader som fungerar som kilar mellan kapitalkostnader efter skatt i olika länder.

Dessutom kan skillnader i regelverk och deras tillämpning hindra finansiella intermediärer från att konkurrera över nationsgränser på lika villkor. Så kan exempelvis nationella särregler skapa högre inträdesbarriärer för utländska intermediärer. På liknande sätt kan effektiviteten i rättstillämpningen variera mellan länder, vilket tvingar intermediärerna att ta ut högre räntor där tillämpningen är ineffektiv, som kompensation för förväntade återvinningskostnader i samband med betalningsinställelser.

Slutligen kan inträdeshinder uppstå, inte som en följd av reglerade begränsningar utan på grund av asymmetrisk information mellan potentiella, utländska aktörer och inhemska, etablerade sådana. Det här gäller framför allt på kreditmarknaderna, där bristen på transparens hos företag och hushåll, i kombination med lokal information, ger lokala långgivare ett informationsövertag.

Införandet av euron har eliminerat växelkursrisken och kostnaderna i samband med valutatransaktioner inom euroområdet, och därigenom tagit bort ett av de största hindren för finansiell integration. Dessutom satte den monetära unionen igång en process med åtgärder och reaktioner inom den privata sektorn som undanröjde många andra regler som hindrade finansiell integration. Så slopades exempelvis kontrollen av kapitalflöden och banktjänster över gränserna och regleringen av finansiella tjänster på kredit- och värdepappersmarknaderna harmoniserades, liksom reglerna för statlig upplåning.

Genom att eliminera en del av hindren för finansiell integration ökade dessa åtgärder effektiviteten hos de finansiella intermediärerna och marknaderna i de länder inom euroområdet som haft ett trögare och mer reglerat ekonomiskt system. I samma utsträckning som ökad effektivitet stimulerar efterfrågan på kapital och finansiella tjänster, ledde detta även till ökad tillväxt på de inhemska finansmarknaderna eller förbättrade tillgängligheten till utländska marknader och intermediärer.

INTEGRATIONENS EFFEKTER PÅ FINANSIELL UTVECKLING

Den viktigaste förutsättningen för att borttagandet av olika hinder ska sätta fart på inhemsk finansiell utveckling är skärpt konkurrens genom mera sofistikerade tjänster eller billigare utländska intermediärer. Konkurrenstrycket pressar ner kostnaderna på finansiella

tjänster för företag och hushåll i länder med outvecklade finansiella system, och utvidgar på så sätt lokala finansmarknader. I en del fall är det de utländska, nya konkurrenterna själva som erbjuder nya finansiella tjänster. Utländska bankers riktade penetration och gränsöverskridande förvärv av ekonomiska intermediärer urholkar troligen lokala bankers monopolvinster. Om borttagandet av hinder leder till fusioner och sådana ökar bankers effektivitet, kommer också detta att innebära lägre kostnader för finansiella tjänster. Hårdare konkurrens, möjligen i kombination med kostnadsminskningar, leder till generösare krediter och/eller lägre räntor.

En annan förutsättning är harmonisering av nationella regleringar när det gäller redovisning, handel med värdepapper, bankverksamhet, företagsstyrning och tillsyn av finansiella företag som integrationsprocessen kräver. I den utsträckning som harmoniseringen av regelverken leder till ökad överensstämmelse med bästa internationella standard kommer den även att främja inhemsk finansiell utveckling, och utländska intermediärer kommer att etablera sig i mindre utvecklade länder. I båda fallen kan därför borttagandet av hinder för ekonomisk integration leda till en förbättring av det finansiella utbudet på mindre utvecklade marknader.

FINANSIELL INTEGRATION, INVESTERINGAR OCH TILLVÄXT

En naturlig fråga är om finansiell integration har varit ett renodlat finansiellt fenomen eller om den också påverkat investeringar och ekonomisk tillväxt. Eller för att uttrycka det enkelt – ger euron »tillväxtavkastning« via den finansiella integrationen? Finansmarknadsreformer kan påverka tillväxten på två sätt:

1. De kan öka konkurrensen mellan de finansiella intermediärerna, exempelvis genom att ta bort hinder för nyetableringar eller erbjuda kreditgivare och aktieägare bättre skydd för att uppmuntra dem att tillhandahålla mer och billigare finansiering. Resultatet blir minskade kostnader för intermediärernas tjänster, och besparingarna leder till ökade investeringar.
2. Konkurrenskraftiga och mer utvecklade finansmarknader kan även bidra till tillväxt genom en effektivare kapitalallokering. För det första genom att underlätta handel med, skydd mot och gemensam hantering av risker, eftersom en mer utvecklad finansiell sektor gör det möjligt för investerare att finansiera lönsamma men riskabla investeringar, som annars inte skulle ha kommit till stånd.

För det andra kommer investeringar, i den utsträckning som kvalificerade ekonomiska intermediärer kan särskilja bra projekt från dåliga, att göras i de mer lönsamma projekten och därmed ökar produktiviteten i ekonomin.

Olika teorier om att finansiella tjänster har betydelse för tillväxt har granskats empiriskt i flera studier, och det har visat sig att länder med mer utvecklade finansmarknader har högre tillväxttakt. Dessa belägg överensstämmer med att det finns ett orsakssamband från graden av finansiell utveckling till tillväxt. På basis av denna forskning kan man förvänta sig att stöd till finansiell utveckling i mindre utvecklade länder även gör det möjligt för ekonomisk integration att bidra till dessa länders tillväxt och investeringar. Man har, genom att jämföra de ursprungliga elva euroländerna med en kontrollgrupp, bestående av fem europeiska länder som inte övergått till euro, funnit belägg för att euron ökade investeringar i kreditbegränsade företag.¹

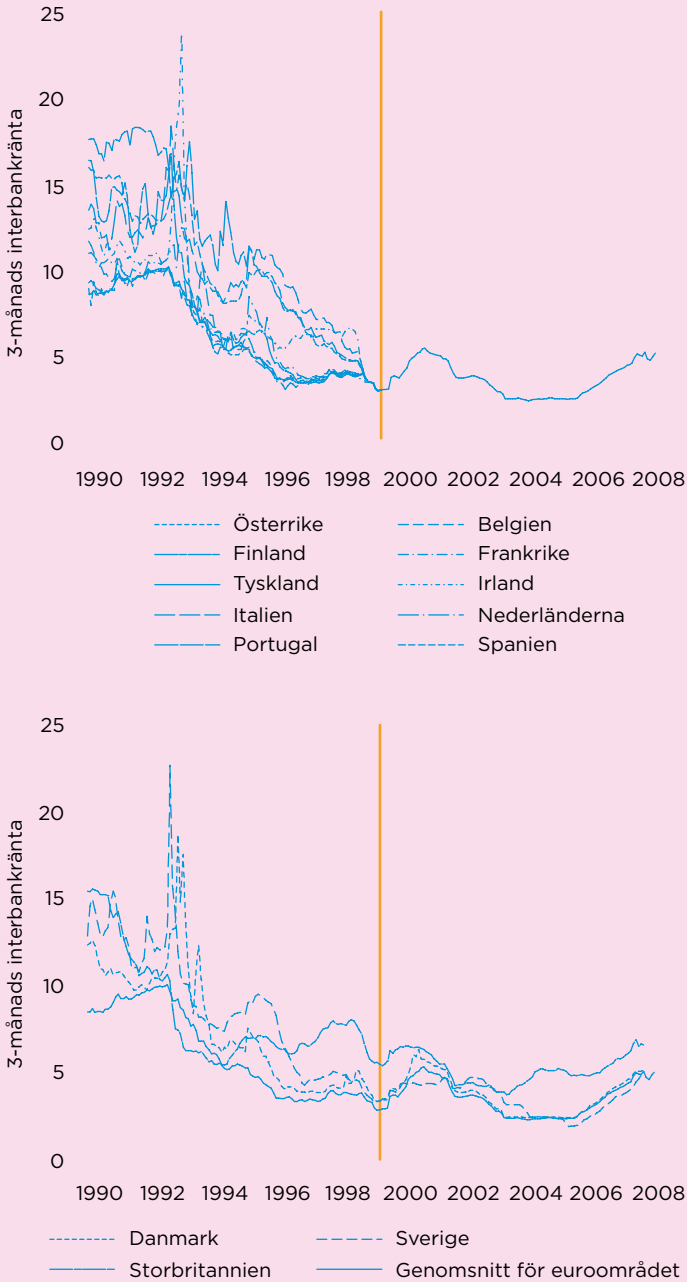
Hur integrerade är europeiska finansmarknader?

Finansiell integration har skett i olika takt på olika marknader i Europa. Penningmarknaderna och marknaderna för statspapper integreras nästan omedelbart efter introduktionen av den gemensamma valutan. På marknaderna för aktier, företagsobligationer och framför allt krediter har integrationen i stället skett i långsammare takt och är för närvarande ännu inte avslutad.

PENNINGMARKNADER

Den monetära unionens mest omedelbara effekt på den finansiella integrationen har märkts på penningmarknaderna i euroområdet. Räntorna på interbankmarknaden inom euroområdet konvergerade mot Euribor-räntan så gott som från starten. Detta framgår av kurvorna i figur 4.1, där vi ritat in den ränta bankerna erbjöd varandra under perioden 1990–2007, dels i euroländerna, dels i länder som valt att stå utanför den monetära unionen – Danmark, Storbritannien och Sverige. Före 1999 hade Italien och Portugal den största *spreaden*

1. Se Bris, Koskinen och Nilsson (2006) som jämför data från de ursprungligen elva euroländerna med en kontrollgrupp om fem europeiska länder som inte gick över till euro.



FIGUR 4.1 Interbankräntor (3-månadsräntor).

Källa: Datastream.

mot Euribor-räntan. Efter införandet av euron har interbankräntorna konvergerat mot den gemensamma Euribor-räntan. (Grekland gick med i den monetära unionen år 2001 och finns inte med i figuren.) Räntorna i de länder som stod utanför den monetära unionen sänktes efter införandet av euron, vilket återspeglade det faktum att euroräntan utövade ett starkt inflytande på interbankräntan även i de länder som ännu inte gått med i den monetära unionen. Detta är särskilt tydligt i Danmark och Sverige, medan Storbritanniens penningpolitik tydligen förblev mera oberoende av den Europeiska centralbanken.

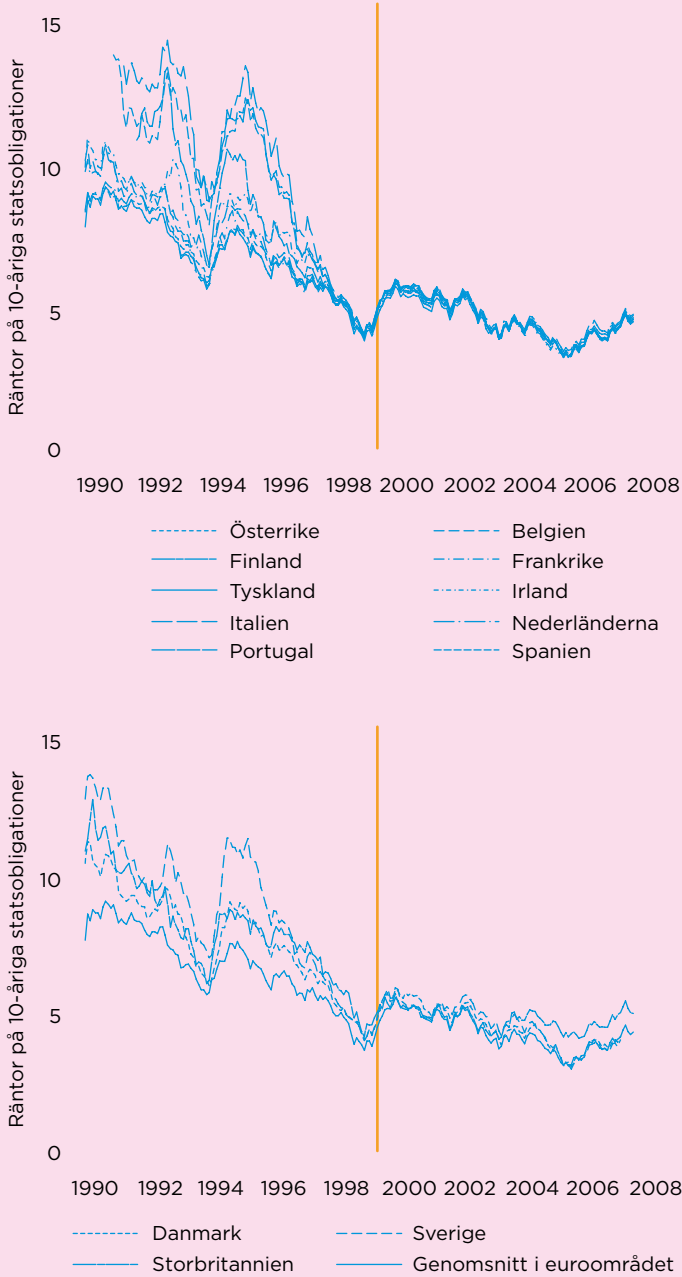
OBLIGATIONSMARKNADER

Den monetära unionen skapade också, i kombination med de åtföljande institutionella förändringarna, en högst påtaglig konvergens av räntan på statsobligationer i samband med övergången till en gemensam valuta. Detta framgår av figur 4.2, som visar räntan för tioåriga statsobligationer under perioden januari 1993 till september 2007 (obligationer med andra löptider uppvisar liknande mönster). Konvergensen är dramatisk.

Det mesta av konvergensen ägde rum före införandet av euron och härrörde från de deltagare som inte utgjorde kärnländerna, nämligen Finland, Irland, Italien, Portugal och Spanien, medan obligationer från Österrike, Belgien, Frankrike och Nederländerna redan uppvisade liten *spread* i förhållande till tyska obligationer redan 1996. Detta berodde på att sannolikheten för en depreciering av den egna valutan i förhållande till D-marken innan den monetära unionen förverkligades var avsevärd i den förra ländergruppen, men inte i den senare. För de länder som inte tillhörde kärnan berodde den dramatiska minskningen av *spreaden* för räntan på tioåriga statsobligationer nästan enbart på att risken för depreciering eliminerades. I Sverige och Danmark konvergerade räntan till genomsnittet för euroområdet, medan den i Storbritannien i allmänhet förblev högre.

En granskning av marknaden för företagsobligationer visar att även denna har uppnått en anmärkningsvärd grad av integration.² Införandet av euron satte igång en våldsamt ökad utgivning av företagsobligationer under 1999, då volymerna mer än fördubblades från 273 miljarder dollar till 657 miljarder. Att utvecklingen av en aktiv marknad för företagsobligationer i euro är den monetära unionens verkliga framgångssaga, bekräftas av den mycket goda likviditeten på

2. Se Baele et al. (2004).



FIGUR 4.2 Räntor på 10-åriga statsobligationer.

Källa: Datastream.

68 marknaden. Företagsobligationer i euroområdet har mindre skillnader mellan köp- och säljkurser än jämförbara obligationer utgivna i brittiska pund eller dollar.³

AKTIEMARKNADER

Att bedöma huruvida europeiska aktiemarknader blivit mer integrerade sedan införandet av euron är svårare än att bedöma obligationsmarknader. Det vanligaste är att utgå ifrån att när segmenterade marknader börjar integreras, kommer utdelningar, liksom räntor, att få en starkare samvariation mellan olika marknader. Det finns belägg för att avkastningen på europeiska aktier i växande omfattning orsakats av gemensamma europeiska störningar sedan början av 1980-talet, men dessa förändringar i samvariationen av den faktiska avkastningen återspeglar inte nödvändigtvis integration.⁴ Avkastningen på olika marknader kan uppvisa gemensamma mönster på grund av att de drabbas av samma störningar, till exempel förändringar i oljepriser eller penningpolitik. Detta gäller i synnerhet EU, där integrationen av varu- och arbetsmarknader troligen ökade den gemensamma komponenten i reala störningar i olika länder, och där man nu per definition har en gemensam penningpolitik.

Andra mätningar av aktiemarknadsintegration bygger på kvantitativa indikatorer, exempelvis sammansättningen av finansiella portföljer. Det finns mängder med belägg för s.k. *home market bias* när det gäller aktieinnehav, det vill säga att investerare inte förmår att diversifiera tillräckligt när det gäller andelen utländska aktier. Emellertid minskade *home market bias* hos investeringar i euroområdet och pensionsfonder efter införandet av euron.⁵

Det finns alltså visst belägg för ökad integration även av aktiemarknader. Men det finns fortfarande betydande institutionella hinder för integration, inte minst de avsevärda kostnaderna för handel över nationsgränserna som beror på det splittrade systemet för clearing och betalningar – något som vi kommer tillbaka till senare.

KREDITMARKNADER

Kreditmarknaderna har integrerats mycket långsammare än obligationsmarknaderna, antagligen beroende på att låntagarna inte är någon homogen grupp och att långivarna behöver lokal informa-

3. Se Biais et al. (2006).

4. Se Baele (2005).

5. Se Adam et al. (2002) och Baele et al. (2004).

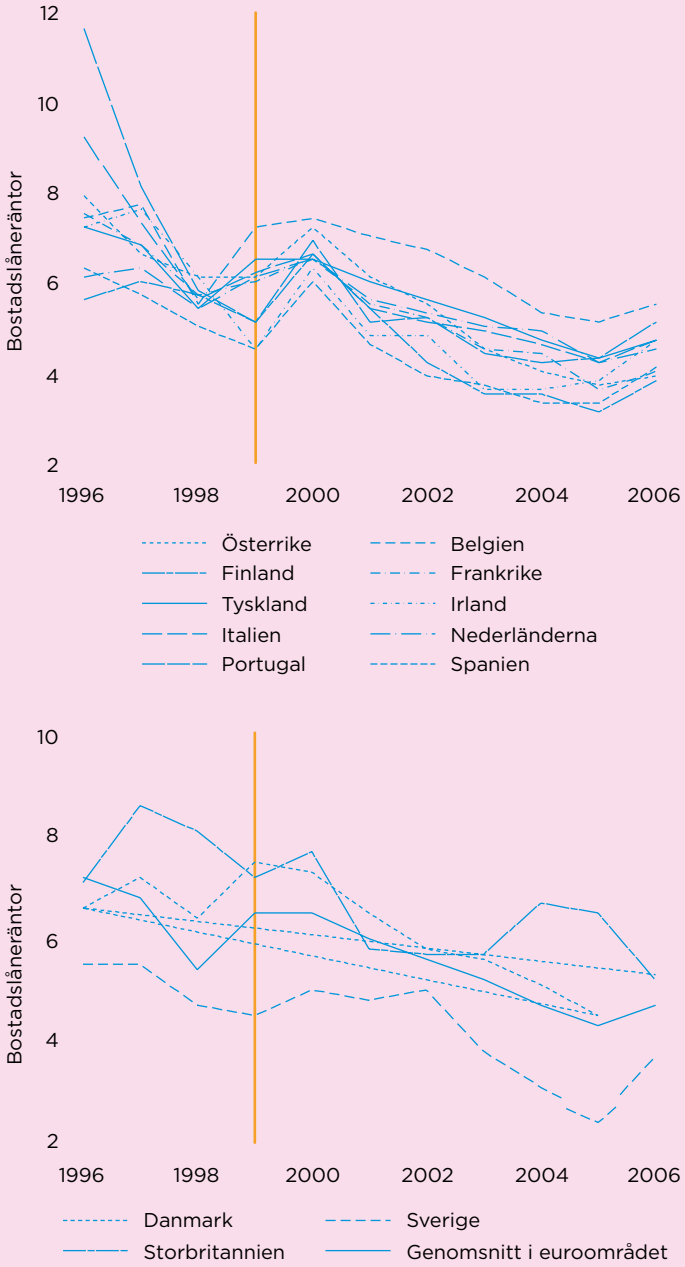
tion. En konsekvens av detta är att ränteskillnaderna förblir större än på obligationsmarknaderna.⁶ Det råder framför allt fortsatt stora skillnader på marknaden för medellånga och långa lån till företag, på konsumentkreditmarknaden och på bostadslånemarknaden. Detta exemplifieras i figur 4.3, som visar räntorna på bostadslånemarknaden från 1996 till 2005. Där är konvergensen mindre än för tioåriga statsobligationer, både i euroländerna och i de länder som inte infört euron. Detta kan antingen återspegla kvarvarande hinder för finansiell integration på denna marknad eller att olika länders låntagargrupper har olika risk.

Den inledande konsolideringsvågen inom euroområdets banksektor ägde samtidigt nästan uteslutande rum inom nationsgränserna. Det fanns faktiskt fler exempel på konsolidering mellan olika verksamhetsgrenar än på konsolidering över nationsgränser, i samband med att flera sammanslagningar av banker och försäkringsbolag ägde rum. Följaktligen har koncentrationen i de inhemska banksystemen i euroområdets länder ökat något på senare år. En färsk rapport från EU-kommissionen anför tre faktorer som förklarar tendensen till inhemsk konsolidering inom euroområdets banker.⁷ För det första gjordes hinder som hängde samman med regleringar, skatter och arbetsmarknadslagstiftning gränsöverskridande konsolidering svårare. För det andra ville bankerna bli tillräckligt stora på hemmaplan, innan de satsade på förvärv i andra länder inom euroområdet. Slutligen kan det ha förekommit ett tyst stöd bland nationella myndigheter för tanken att bygga upp konkurrenskraftiga inhemska företag, för att begränsa möjligheten att betydande delar av det inhemska banksystemet skulle hamna hos utländska ägare. Den samlade effekten av dessa faktorer blev en begränsad konsolidering bland euroområdets banker.

Men under senare år har integrationen på kreditmarknaden tagit fart, när gränsöverskridande fusioner och uppköp har blivit allt vanligare. Bland de mer uppmärksammade exemplen finns Italian Unicredit Group's förvärv av tyska HypoVereinsbank och ett konsortium, bestående av Royal Bank of Scotland, Banco Santander och Belgienbaserade Fortis Bank, som förvärvade ABN AMRO, med bas i Nederländerna, under 2007. Sedan dess har många fler förändringar ägt rum som delvis har att göra med finanskrisen.

6. Se Adam et al. (2002) och Baele et al. (2004).

7. EU-kommissionen (2008).



FIGUR 4.3 Bostadslåneräntor.

Källa: *Hypostat*, European Mortgage Federation, olika publikationer.

Utsikterna för ökad integration av värdepappersmarknader

Även om den finansiella integrationen har ägt rum i en anmärkningsvärt snabb takt i Europa under de två senaste decennierna, så är den långt ifrån fullständig. Därför är det naturligt att ställa frågan om processen kan förväntas fortsätta utan problem och av egen kraft, eller om det krävs ytterligare regleringsingripanden för att (1) ta bort återstående hinder och (2) ta itu med en del av den finansiella integrationens önskade effekter. Frågan är, med andra ord, om finansiell integration lugnt kan överlämnas till marknadens aktörer, för att låta dem sköta saken på egen hand från och med nu? Många hävdar att svaret beror på vilken marknad det handlar om, med tanke på den ojämna integrationstakten på värdepappersmarknader och inom bankutlåning.

De fyra viktigaste hindren för ökad integration av euroområdet värdepappersmarknader är: (1) segmenteringen av clearing och betalningssystem, (2) fragmenteringen av infrastrukturen för handel med värdepapper genom allt för många börser, (3) den fragmenterade utgivningen av statsobligationer och (4) den bristfälliga genomlysningen i andrahandshandeln på företagsobligationsmarknaden.

CLEARING OCH BETALNING

Segmenteringen av clearing- och betalningssystem medför otillbörligt höga kostnader för handel med värdepapper över nationsgränser. Segmenteringen beror delvis på fragmenteringen när det gäller olika plattformar för aktiehandel. En del börser, som exempelvis Deutsche Börse, är vertikalt integrerade och har både en plattform som tillhandahåller handelstjänster och ett eget clearing- och betalningssystem. Detta begränsar konkurrensen från andra handelsplattformar, eftersom kunderna hos sådana nya plattformar fortfarande måste använda de etablerade börsernas clearing- och betalningssystem.

Tillträdes hinder skapar monopolintäkter för de etablerade börserna. För att komma tillrätta med problemet krävs det troligen ingripande på EU-nivå. Detta är man medveten om, både i EU-kommissionen och ECB. ECB aviserade i juli 2006 att man övervägde önskvärdheten av att etablera en egen tjänst för clearing och betalning via ett system kallat *Target 2 Securities* (T2S). ECB skulle i så fall inte bli den första offentliga institution som tillhandhöll en central clearing- och betalningstjänst. I USA driver Federal Reserve ett betalningssystem

för obligationer, och både clearing och betalningar sköts av *Depository Trust and Clearing Corporation*, ett användarägt serviceföretag som tillkom genom direkta påtryckningar av regeringen.

AKTIEHANDELNS INFRASTRUKTUR

Till skillnad från clearing- och betalningssystem är infrastrukturen för handeln på Europas aktiemarknader – en gång i tiden organiserade på nationell basis – redan omstrukturerad utifrån transnationella riktlinjer och på initiativ av börser och finansiella intermediärer, men utan att detta nödvändigtvis har minskat fragmenteringen. Å ena sidan har befintliga börser genomdrivit konsolidering: börserna i Paris, Amsterdam, Bryssel och Lissabon har gått samman i Euronext; Stockholms OMX AB har förvärvat och driver börser i Sverige, Finland, Danmark, Island, Estland, Litauen och Lettland; och 2007 förvärvade London Stock Exchange Borsa Italiana. Samtidigt har EU:s direktiv för handel med finansiella instrument (MiFID) öppnat dörren för nya handelsplattformar i de finansiella intermediärernas regi, och ett konsortium bestående av sju ledande investmentbanker har redan lanserat en ny paneuropeisk plattform för aktiehandel. Så medan befintliga plattformar konsolideras tillkommer nya, och i båda fallen är det i riktning mot paneuropeiska och inte nationella plattformar.

EMITTERING AV STATSOBLIGATIONER

Det finns utrymme för ytterligare integration även på euroområdets statsobligationsmarknader. Handelskostnaderna (medianen för skillnaderna mellan köp- och säljkurser) på plattformen för euroområdets statsobligationsmarknader (den s.k. MTS-plattformen) är avsevärt högre än på USA:s statsobligationsmarknad. Denna ständiga likviditetsklyfta beror på större fragmentering, med många utgivare och mindre emissioner än i USA.⁸ För att övervinna fragmenteringen bör regeringarna inom euroområdet ta itu med det politiskt ömtåliga problemet med gemensamma emissioner, som kan skapa konflikter mellan nationella, oberoende finansmyndigheter. Vissa framsteg skulle kunna uppnås genom att begränsa gemensamma emissioner till några få löptider, åtminstone inledningsvis, så att man kan testa effekterna av gemensam obligationsutgivning på likviditetsvinster och minskade kostnader för skuldsättning.

8. Se Dunne, Moore och Portes (2006).

TRANSPARENS PÅ MARKNADEN FÖR FÖRETAGSOBLIGATIONER

Euroområdet företagsobligationsmarknad är, liksom i USA, huvudsakligen uppbyggd som en marknad för OTC-handel, där handeln är decentraliserad och handlarna tillgodoser kundernas sälj- och köporder med hjälp av sina köp- och säljpriser. Även om elektroniska handelsplattformar nu börjar dyka upp, går de flesta order fortfarande via telefon till mäklare och handlare. För investerare på en så decentraliserad marknad är information om priserna i den handel som äger rum en signal om »vart marknaden är på väg« och en vägledare för handelsstrategin. Avsaknaden av sådan »andrahandsmarknads-transparens« gör att investerare tvekar att lägga ut order, och den nya, väsentliga information som deras order skulle kunna signalera kommer till uttryck i priser mycket långsammare.

För närvarande finns det ingen systematisk transparens i andrahandshandeln på den europeiska företagsobligationsmarknaden, speciellt inte för investerare på detaljhandelnivå och små institutioner.⁹ Följden har blivit att informationen kommer sent; det tar ofta mer än ett dygn för informationen om en affär att fullt ut återspeglas i marknadspriser. En viss ökning av transparensen på andrahandsmarknaden skulle troligen snabba upp prisinformationen och öka likviditeten på marknaden.¹⁰

Utsikterna för kreditmarknadsintegration

Att kreditmarknaderna hamnat på efterkälken i den europeiska finansiella integrationsprocessen beror förmodligen på kreditgivningens inneboende natur; den är beroende av lokal och kundspecifik information och av avtals juridiska hållbarhet nationellt. Dessa tillträdeshinder för utländska långgivare och för gränsöverskridande krediter kommer inte att försvinna inom en nära framtid, även om bristen på information om lokala kunder kan minskas genom att utländska banker tar över lokala banker och gör dem till dotterbolag – en process som nu är på gång. Men en del förändringar av regelverken och deras tillämpning skulle kunna hjälpa till att rensa ut de återstående nationella inträdeshindren till de olika kreditmarknaderna inom EU

9. Se Biais et al. (2006).

10. Se Biais et al. (2006).

och minska riskerna med gränsöverskridande integration. Kreditmarknadsintegrationen skulle gynnas av ytterligare regleringar av EU på åtminstone fyra olika områden.

TILLÄMPNING AV KREDITAVTAL

En omfattande litteratur på området vittnar om att snabb och effektiv avtalslämning är av avgörande betydelse för utvecklingen av kreditmarknaden. Domstolsväsendets effektivitet och tillförlitlighet avgör hur stort kreditgivarnas skydd är i praktiken, och det finns ett positivt samband mellan den privata skuldsättningens andel av BNP och »rättssäkerheten« i ett land. Färska undersökningar har visat att det är stora skillnader mellan länder vad gäller effektiviteten i rättstillämpningen – även inom euroområdet.¹¹

Skillnader i tidsåtgång och kostnader för rättstillämpningen hindrar kreditillgången för företag i de länder som har den minst effektiva rättstillämpningen. Att förbättra rättstillämpningen i de minst utvecklade länderna i detta avseende, upp till EU:s högsta standard, är naturligtvis en mycket stor uppgift för nationella lagstiftare. Problemet är mycket mer omfattande än kreditmarknadsintegrationen och dess lösning är inte något vi kan räkna med kommer att ske i en handvändning.

GEMENSAMMA INFORMATIONSSYSTEM

Forskning på senare tid har visat att gemensam tillgång till information mellan banker, i form av kreditrapporteringsystem om låntagare, spelar en viktig roll på kreditmarknader. Bankutlåning till den privata sektorn är större och straffräntorna lägre där information om låntagare är mer allmän och utbredd, och den privata sektorns skuldsättning som andel av BNP är positivt korrelerad med tillgången till sådan information.¹²

För att kreditmarknaderna ska kunna integreras över nationsgränserna måste information om personer som ansöker om lån bli tillgänglig på jämförbara villkor för banker i olika länder. Om inte uppgifter om låntagarnas egenskaper och återbetalningshistorik blir tillgängliga för eventuella utländska långivare på samma sätt som de är för de inhemska, kommer de nationella kreditmarknaderna i euroområdet inte att integreras. Registrering av låntagares skuldsättningshistorik på överstatlig basis är också nödvändig för att banker ska

11. Se Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes och Schleifer (2003).

12. Jappelli och Pagano (2002) och Djankov, McLiesh och Shleifer (2007).

kunna bedöma riskerna för betalningsinställelse på ett korrekt sätt och kunna ge lån utan större risker, i ett läge då gränsöverskridande kreditgivning kan komma att bli allt vanligare.

Olyckligtvis är åtgärder för att skapa allmän tillgång till information fortfarande huvudsakligen nationella inom euroområdet. Dagens kreditregister och upplysningsföretag skapades för att erbjuda tjänster till hemlandets banker (och var ibland tillkomna på dessa bankers initiativ) och återspeglar en rad nationella lagar om personlig integritet och regleringar. På det här området skulle gemensamma åtgärder bland de företag som har hand om offentliga kreditregister i Europa, i syfte att harmonisera och knyta samman sina databaser, kunna vara till avsevärd nytta för kreditmarknadsintegrationen.

INSÄTTNINGSGARANTIER

En annan, ofta förbisedd skillnad mellan olika nationella regleringar inom EU, som förstärker segmenteringen av bankmarknaderna, berör insättningsgarantier.¹³ Problemet rör inte gränsöverskridande tillgodohavanden för enskilda individer och företag, som fortfarande inte är särskilt omfattande, utan banker som konkurrerar över nationsgränser men som arbetar med olika regler för insättningsgarantier.

Insättningsgarantier varierar från land till land, både vad gäller omfattning och finansiering. Eftersom de med större insättningar kan antas vara mer sofistikerade och bättre på att sätta bankerna under konkurrenstryck, kan de länder vars garantier är mer omfattande ha svagare incitament för bankerna att skydda sina insättare. Olika system för insättningsgarantier varierar också vad gäller fonderingen. En del är förfinansierade (summorna som ska betalas i händelse av att en bank går omkull har betalats in i förväg till en särskild fond), medan andra fonderas ex post, i samband med att banken faktiskt går omkull, medan ytterligare andra kombinerar dessa båda metoder. Dessutom varierar villkoren för hur fondavgiften tas ut i de länder som har förfinansierade program. En del tar ut avgifter i procent av inlåningen, andra låter beräkningar av bankernas risktagande avgöra avgiftens storlek.

Genom skillnader i nivå på insättningsgarantin (fondernas kapital dividerat med inlåningsvolymen) inom EU skapar garantierna olika incitament och kostnader för bankerna i olika länder och kan därmed påverka konkurrensen. En viss grad av överensstämmelse mellan de

13. På den här viktiga punkten lutar vi oss i hög utsträckning mot insiktsfulla påpekanden av Trichet (2008).

olika systemen för inlåningsgaranti skulle också kunna hjälpa till att hantera hoten mot det europeiska banksystemets stabilitet. Detta leder oss fram till den fjärde – och förvisso också den viktigaste – angelägenheten för finansiella regleringsmyndigheter i Europa i dag, nämligen tillsynen över de finansiella marknaderna.

KLOK REGLERING OCH BANKTILLSYN

Att säkerställa stabiliteten i det europeiska banksystemet är nyckeln till att kunna skörda framgångar av den finansiella integrationen och samtidigt undvika ovälkomna effekter genom finansiell smitta. Den finansiella krisen 2007–2008 har tydligt visat svagheter på dagens fragmenterade tillsynssystem för banksektorn. »Trots tecknen på en uppenbar risk för smitta gjordes inte någon gemensam analys av läget, ingen förtroelig information delades, ingen samordning av kommunikationen skedde och inga krismöten förefaller ha ägt rum mellan tillsynsorgan inom EU.«¹⁴

Problemet är att reglering och tillsyn fortfarande organiseras utifrån nationella riktlinjer, trots uppkomsten av paneuropeiska banker, vilket innebär en avsevärd risk för stabiliteten på kreditmarknaden. Om exempelvis en paneuropeisk bank skulle få likviditetsproblem i hemlandet, eller i ett av sina utländska dotterbolag, är reglerna för krisledning och gemensamt ansvarstagande oklara. Okoordinerat agerande från olika nationella tillsynsorgans sida skulle faktiskt kunna förvärra krisen när det i stället vore nödvändigt med ett snabbt, samordnat agerande.

Betydande framsteg när det gäller regleringar har förvisso gjorts. EU-kommissionen har i hög utsträckning harmoniserat finansiell reglering i och med 1999 års *Financial Services Action Plan*, och under 2004 skapades ett gemensamt rådgivande organ som samlade alla europeiska banktillsynsorganisationer i *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS). Dessa organ har enats om en räckvärd bilaterala »avsiktsförklaringar inför kommande samarbete«, för att stärka samordningen i händelse av bankkriser som berör gemensamma åtaganden. EU:s reglering är emellertid fortfarande långt ifrån det gemensamma ramverk och den verkställighetsstruktur som skulle behövas för att minska risken för kriser som berör paneuropeiska banker och mildra deras effekter.

14. Padoa-Schioppa (2007).

Sammanfattning

Det här kapitlet redogör för hur den ekonomiska integrationsprocessen har främjat finansiell utveckling efter införandet av den monetära unionen. Det inleds med en definition av finansiell integration och hur den kan mätas, analyserar sedan hindren för en sådan integration och hur finansmarknaderna, investeringar och tillväxt påverkas när dessa hinder tas bort. Vi gör också en bedömning av huruvida euroområdet de facto blivit mer integrerat. Kapitlet belyser vilka fortsatta steg som måste tas för att befästa och öka den finansiella integrationen och för att främja stabiliteten på finansmarknaderna i framtiden.

REFERENSER

- Adam, Klaus, Tullio Jappelli, Annamaria Menichini, Mario Padula och Marco Pagano (2002), »Analyze, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union«, Report to the European Commission, Directorate General for Internal Affairs, januari, http://ec.europa.eu/internal_market/economic-reports/index_en.htm
- Baele, Lieven (2005), »Volatility Spillover Effects in European Equity Markets«, »*Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40(2), 373–401.
- Baele, Lieven, Annalisa Ferrando, Peter Hördhal, Elizaveta Krylova och Cyril Monnet (2004), »Measuring Financial Integration in the Euro Area«, ECB Occasional Paper Series, nr 14.
- Biais, Bruno, Fany Declerck, James Dow, Richard Portes och Ernst-Ludwig von Thadden (2006), »*European Corporate Bond Markets: Transparency, Liquidity, Efficiency*«, CEPR Report, maj.
- Bris, Arturo, Yrjö Koskinen och Mattias Nilsson (2006), »The real effects of the Euro: evidence from corporate investments«, »*Review of Finance* 10(1), 1–37.
- Djankov, Simeon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, och Andrei Shleifer (2003), »Courts«, »*Quarterly Journal of Economics* 118(2), 453–517.
- Djankov, Simeon, Caralee McLiesh och Andrei Shleifer (2007), »Private Credit in 129 Countries«, »*Journal of Financial Economics* 84(2), 299–329.

- Dunne, Peter, Michael Moore och Richard Portes (2006), *European Government Bond Markets: Transparency, Liquidity, Efficiency*, CEPR Report, maj.
- European Commission (2008), »EMU@10. Successes and Challenges after 10 Years of Economic and Monetary Union«, *European Economy* 2.
- Jappelli, Tullio, och Marco Pagano (2002), »Information Sharing, Lending and Defaults: Cross-Country Evidence«, *Journal of Banking and Finance* 26(10), 2 017-45.
- Padoa-Schioppa, Tommaso (2007), »Europe Needs a Single Financial Rulebook«, *Financial Times*, 11 december, 13.
- Pagano, Marco och Ernst-Ludwig von Thadden (2004), »The European Bond Markets under EMU«, *Oxford Review of Economic Policy* 20 (4), 531-554.
- Stulz, René (1999), »Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital«, *Journal of Applied Corporate Finance* 12(3), Hösten, 8-25.
- Trichet, Jean-Claude (2008), »Keynote speech at the Second Symposium of the ECB-CFS research network on 'Capital Markets and Financial Integration in Europe'«, 13 februari, Frankfurt am Main, http://www.ecb.int/press/key/date/2008/html/sp080213_2.en.html

HANDEL OCH INVESTERINGAR

DEN MESTA FORSKNINGEN om eurons effekter på handel tyder på att euron medfört en betydande ökning av handeln inom euroområdet och – fastän inte lika stor – mellan euroområdet och länder utanför. Däremot visar forskningen om eurons effekter på utländska direktinvesteringar mindre entydiga resultat. Vissa studier visar på avsevärda, positiva effekter, andra att det inte uppstod några effekter alls inom euroområdet. Euron verkar dock ha medfört en ökning av inflödet av investeringar till euroområdet.

Det var inte alls givet före 1999 att den gemensamma valutan skulle få stora, positiva effekter på handeln. Valutahindren föreföll oväsentliga för handeln och den verkade inte påverkas särskilt mycket av växelkursförändringar. Vi kommer här att gå igenom de belägg som finns om eurons effekter. Dessutom beräknar vi hur mycket Danmarks, Storbritanniens och Sveriges handel skulle öka om de gick med i den monetära unionen.

Vilka är valutahindren för handel och investeringar?

På vilka sätt utgör olika nationella valutor ett hinder för handel och investeringar över gränserna? Det mest uppenbara hindret är kostnaden för valutaväxling. Denna är dock ganska liten. Skillnaden mellan bankernas köp- och säljkurs för exempelvis euro och svenska kronor är cirka 0,3 procent. De flesta exportörer och importörer har ytterligare kostnader för att försäkra sig mot förändringar i växelkursen fram tills betalning skett. För närvarande är *spreaden* mellan köp- och säljkurser på terminsmarknaden mellan euron och den svenska kronan 0,4–0,5 procent av kursen. Den samhällsekonomiska besparingen av att eliminera behovet av valutaväxling och valutakursförsäkring är ungefär lika stor som *spreaden* i procent av det belopp som transaktionen avser. Dessutom medför hanteringen av olika valutor i företagen ytterligare kostnader för exportörer och importörer. De sammanlagda kostnaderna för växling, försäkring och valutahantering bör dock inte överstiga en bråkdel av en procent av export- och importvärdet.¹

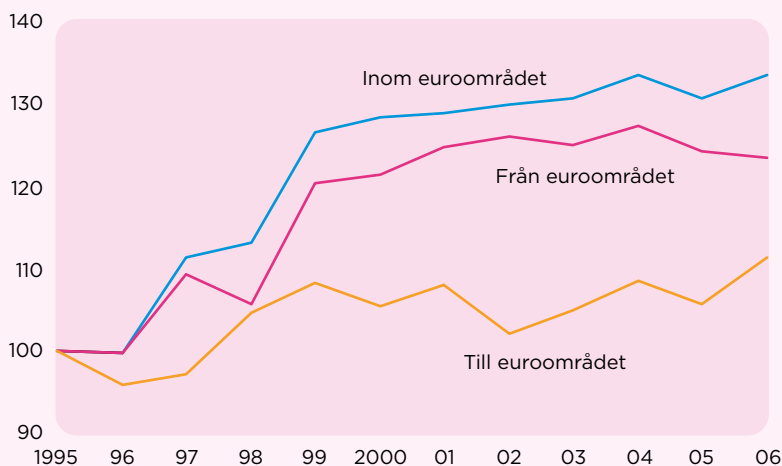
De flesta som sysslar med utrikeshandel skulle säga att det inte är dessa relativt små och gripbara kostnader som utgör det främsta hindret för internationell handel och internationella investeringar, utan den osäkerhet som förändringar av valutakurserna ger upphov till. Den kan man visserligen skydda sig emot till en kostnad, men vanligen bara upp till högst ett år.² En trend i växelkursen som sträcker sig mer än ett år framåt kommer slutligen att påverka intäkter och kostnader, och därmed handelns och investeringarnas lönsamhet. Osäkerheten kring valutakurserna är därför en viktig kostnad när det gäller beslut om att börja exportera, importera eller investera i ett annat land.

Vad statistiken har att säga utan statistisk analys

Innan vi går in på de belägg som finns om eurons effekt på handeln kan det vara informativt att titta på den bild som statistiken ger, innan den utsatts för statistisk analys. Den blå kurvan i figur 5.1 visar handelns utveckling mellan den monetära unionens ursprungliga elva

1. Den svenska regeringens EMU-utredning (Calmfors et al., 1997) beräknade de samlade kostnaderna till ungefär 0,2 procent av BNP.

2. Skydd för längre perioder går att få, men kostar mycket mer.



FIGUR 5.1 Handel i relation till en kontrollgrupp.

Källa: Flam och Nordström (2007).

medlemsländer före och efter starten 1999 i relation till handeln mellan tio länder utanför unionen. Handels storlek mellan medlemsländerna i den monetära unionen har index 100 år 1995 och är ett oviktat genomsnitt för 90 bilaterala, enkelriktade handelsflöden.³ Jämförelsegruppen består av de tre EU-medlemmar som valt att stå utanför den monetära unionen och sju andra OECD-länder i Europa och den övriga världen.⁴ Som vi ser finns det ett tydligt hopp uppåt kring 1999 och därefter en mer eller mindre stadig ökning.

De röda och gula kurvorna i figuren visar utvecklingen för bilate-

3. Enkelriktad handel mellan elva länder innebär $11 \cdot 10 = 110$ handelsflöden. Men Belgien och Luxemburg behandlades som ett land i handelsstatistiken fram till 1999 och vi måste därför göra på samma sätt för hela undersökningsperioden. Därför har vi bara $10 \cdot 9 = 90$ handelsflöden inom den monetära unionen. Vi skulle också kunna använda ett viktat genomsnitt för handeln, men väljer ett oviktat genomsnitt eftersom enkelriktade handelsflöden har fått samma vikt i den statistiska analysen. Den statistiska analysen besvarar vanligen frågan: Hur mycket har den gemensamma valutan fått handeln att öka mellan två länder i den monetära unionen i genomsnitt? Statistisk analys som använder viktade observationer skulle besvara frågan: Hur mycket har den samlade handeln inom den monetära unionen ökat beroende på den gemensamma valutan?

4. De tre EU-medlemmarna är Danmark, Sverige och Storbritannien, och de sju OECD-länderna är Norge, Schweiz, Kanada, USA, Japan, Australien och Nya Zeeland.

ral, enkelriktad handel mellan medlemmar i den monetära unionen och länder utanför, i relation till handeln mellan länderna i jämförelsegruppen. Den röda kurvan visar exporten från medlemmar i den monetära unionen till länder utanför, och den gula kurvan visar export i motsatt riktning. Varje kurva är ett oviktat genomsnitt för 100 bilaterala, enkelriktade handelsflöden.⁵ Vi kan se att den relativa exporten från medlemsländer till utanförstående länder uppvisar ett mönster kring 1999 som liknar det för handeln inom den monetära unionen. Den relativa exporten från utanförstående länder till medlemsländer uppvisar emellertid en mer eller mindre horisontell linje under hela perioden, vilket betyder att den växte i ungefär samma takt som handeln mellan länder utanför den monetära unionen.

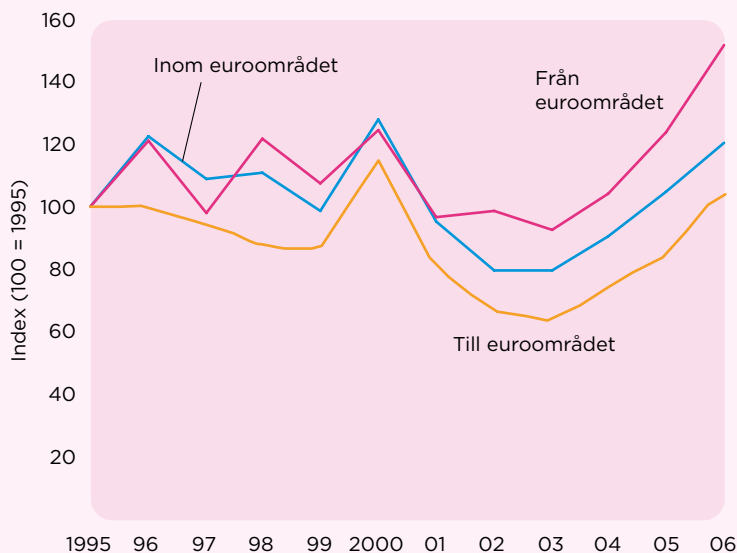
Det är frestande att dra slutsatsen att införandet av euron 1999 ledde till en märkbar ökning av handeln mellan medlemsländerna i den monetära unionen och av exporten från dessa till länder utanför. Men vi kan inte vara säkra på detta. Handelns utveckling beror på många andra faktorer än den gemensamma valutan, exempelvis BNP-variationer, valutakursförändringar, genomförandet av den inre marknaden och Uruguay-rundans sänkning av tulltariffer. För att vara säker på vad som är den gemensamma valutans inverkan måste dess effekter isoleras från andra effekter. Det är detta som den statistiska analysen försöker göra. Hur viktigt detta är framgår av det faktum att den statistiska analysen visar att euron ledde till ökad export från länder utanför den monetära unionen till euroområdet, i motsats till vad den gula kurvan i figur 5.1 indikerar.

Figur 5.2 visar utvecklingen av utländska direktinvesteringar före och efter 1999 på motsvarande sätt som för handeln i figur 5.1.⁶

Figur 5.2 ger intrycket att utländska direktinvesteringar är opåverkade av tillkomsten av den monetära unionen 1999. Det finns ingen

5. Antalet handelsflöden mellan länder innanför och utanför den monetära unionen i varje riktning är $10 \cdot 10 = 100$.

6. Statistiken om utländska direktinvesteringar är mycket mindre tillförlitliga än statistiken om utrikeshandeln. Det förefaller som om en hel del utländska investeringar görs utan inrapportering. Uppgifterna presenteras både som flöden, som visar värdet av utländska direktinvesteringar per år och som stockar, som visar värdet på ackumulerade utländska direktinvesteringar efter avskrivning. Både flöden och stockar rapporteras av både det land som gör investeringen och det land som tar emot den. Stora skillnader i de uppgifter som rapporteras av det sändande respektive mottagande landet är mer regel än undantag. Det finns skäl att tro att länder är bättre på att registrera inkommande än utgående investeringar. Figur 5.2 bygger på statistiken om ackumulerade investeringar (stockar) som rapporterats av mottagande länder.



FIGUR 5.2 Utländska direktinvesteringar i relation till en kontrollgrupp.

tydlig trend för någon av de tre kategorierna av bilaterala, enkelriktade, direktinvesteringar. Här, i högre grad än för handel, är det tydligt att man måste använda sig av statistisk analys för att blottlägga någon inverkan av euron.

Metoden för att blottlägga eurons inverkan på handeln

Nästan all forskning om eurons inverkan på handeln använder samma teoretiska modell och statistiska tillvägagångssätt för att isolera eurons inverkan från andra faktorer som man vet påverkar internationell handel och för att beräkna dess storlek.⁷ Det statistiska tillvägagångssättet är detsamma som i kliniska försök med en ny medicinsk behandling. Euroländerna kan liknas vid en grupp patienter som har behandlats med en ny medicin. De jämförs med en grupp länder som

7. Den teoretiska modellen är en variant av den så kallade gravitationsmodellen för internationell handel, som den formulerats av Anderson och van Wincoop (2003). Gravitationsmodellen är konsistent med standardmodeller för internationell handel, dvs. den Ricardianska, Heckscher-Ohlin- och Heckscher-Ohlin-Chamberlin-modellen.

behållit sina nationella valutor, dvs. inte har fått den särskilda behandling som en gemensam valuta innebär. I kliniska försök kan urvalet av patienter som ges behandling och patienter i kontrollgruppen göras slumpmässigt och i tillräckligt antal för att garantera att det inte finns några skillnader mellan grupperna när försöket inleds. Det är naturligtvis inte möjligt att göra så när det gäller »behandlingen« i form av en ny, gemensam valuta. Det finns ekonomiska och politiska orsaker till varför en del länder gick med i den monetära unionen 1999 och andra valde att stanna utanför (och också till att en del länder har valt att inte delta i den Europeiska unionen och därför inte har möjlighet att delta i den monetära unionen). Att urvalet av länder som deltar och står utanför inte skett slumpmässigt är ett problem för att analysera eurons effekter på internationell handel och direktinvesteringar. I princip är det möjligt att just de länder vars handel och investeringar med varandra ändå ökade av andra och okända orsaker, valde att delta i den monetära unionen. Det finns med andra ord en risk för att orsakssambandet utgår ifrån handel och investeringar till deltagande i den monetära unionen, i stället för tvärt om.

Metoden består i att först välja ut en kontrollgrupp med länder, vanligen rika OECD-länder, och en tidsperiod före och efter 1999. Förändringar av handeln som beror på andra faktorer än euron rensas bort genom statistisk analys. Sådana faktorer inbegriper exempelvis BNP, reala växelkurser och tulltariffer. Dessutom rensas skillnader i handelns storlek mellan varje par länder som beror på faktorer som bedöms vara konstanta över tid också bort, exempelvis geografiskt avstånd och kulturella likheter. Därefter kvarstår en skillnad i handelns storlek före och efter 1999. Denna skillnad för handeln mellan euroländerna jämförs med motsvarande skillnad för handeln mellan länderna i kontrollgruppen. Om det finns en skillnad mellan skillnaderna, tolkar vi den som en effekt av euron. På samma sätt kan man fastställa om det finns en euroeffekt på exporten dels från euroländerna till länderna utanför, dels från länderna utanför till euroländerna. Det finns anledning att förvänta sig att euron påverkar handeln mellan euroländerna och länder utanför den monetära unionen negativt. Genom att ta bort handelshinder mellan länderna i den monetära unionen borde deras inbördes handel öka på bekostnad av deras handel med länder till vilka hindren kvarstår.

Euroeffekter på handeln: vad forskningen visar

Tabell 5.1 innehåller en förteckning över studier om eurons effekter på handeln och dessas viktigaste resultat. De flesta studier finner positiva och betydande euroeffekter. De flesta finner också, något överraskande, positiva och betydande euroeffekter – men inte lika stora – på handeln mellan euroländer och länder utanför den monetära unionen.

Tre av studierna i tabell 5.1 ifrågasätter slutsatserna om stora positiva effekter.⁸ De visar att det finns en långsiktig trend med ökande handel mellan euroländerna och anser sig kunna belägga att när hänsyn tas till denna trend i den statistiska analysen, återstår det föga eller inget av euroeffekten. De hävdar med andra ord att vad som tolkas som en euroeffekt är en trend som beror på andra faktorer än euron.

Det faktum att en sådan trend verkligen existerar gör det svårt att skilja trenden från euroeffekten i den statistiska analysen. Trenden kan inkludera euroeffekten eller så kan euroeffekten inkludera trenden. Ett sätt att komma förbi denna inneboende svårighet är att beräkna trenden före själva undersökningsperioden och sedan låta trenden vara en av förklaringsfaktorerna under själva undersökningsperioden. Detta tillvägagångssätt används i en av studierna, och trenden tar då bort det mesta av euroeffekten på handeln.⁹ Men att göra så medför nya inneboende svårigheter. Den långsiktiga trenden mellan de ursprungliga medlemmarna i den monetära unionen beror troligen i viss utsträckning på politiska åtgärder inom EU, exempelvis borttagandet av tulltariffer på 1960-talet och skapandet av den inre marknaden i slutet av 1980-talet och under 1990-talet. Att föra in trenden i den period som används för att beräkna euroeffekten kan innebära att det som verkligen är en euroeffekt tolkas som en trend som i sin tur beror på tidigare politiska åtgärder för att stärka den ekonomiska integrationen.

Det faktum att handeln mellan de ursprungliga medlemmarna i den monetära unionen ökar kraftigt just 1999 och sedan blir kvar på en högre nivå, efter det att effekterna av andra faktorer rensats bort, visar att det finns en euroeffekt. Samma sak gäller för handeln mellan medlemmar i den monetära unionen och utanförstående länder. Detta framgår av figur 5.3.

8. Bun och Klaassen (2007), Berger och Nitsch (2008) och Gomes et al. (2006).

9. Berger och Nitsch (2008).

Författare	Period
Baldwin, R., F. Skuderlmy och D. Taglioni (2006)*	1991–2002
Baldwin, R. et. al. (2008)	1990–2006
Barr, D., F. Breedon och D. Miles (2003)	1978–2002
Berger, H. och V. Nitsch (2008)	1948–2003
Brouwer, J., R. Paap och J.-M. Viaene (2007)	1990–2004
Bun, M. och F. Klaassen (2007)	1967–2002
Chintrakarn, P. (2008)	1994–2002
De Nardis, S. och C. Vicarelli (2003)	1980–2000
Faruqee, H. (2004)	1992–2002
Flam, H. och H. Nordström (2003)	1989–2002
Flam, H. och H. Nordström (2007)	1995–2006
Frankel, J. (2008)	1948–2006
Gomes, T., C. Graham, J. Helliwell, T. Kano, J. Murrey och L. Schembri (2006)	1980–2003
Micco, A., E. Stein och G. Ordoñez (2003)	1992–2002

* Baserat på branschvisa observationer.

Staplarna visar med hur många procent i genomsnitt handeln mellan euroländer, exporten från euroländer till länder utanför, respektive exporten från utanförstående länder till euroländer skiljer sig från handeln mellan länder utanför den monetära unionen, och i relation till läget 1995, sedan effekterna av andra faktorer rensats bort. Dessa andra faktorer inkluderar förändringar i BNP, valutakurser, tulltariffer och samtliga faktorer som är specifika för varje par av länder och konstanta över tiden, som geografiskt avstånd, ett gemensamt språk, en liknande lagstiftning eller deltagande i den inre marknaden. Staplar med stark respektive svag färg i figur 5.3 visar på statistiskt signifikanta respektive icke-signifikanta förändringar. Det är uppenbart att handel som underkastats »eurobehandling« ökar och att denna effekt är statistiskt signifikant just från och med 1999. Perioden före »behandlingen« har avsiktligt gjorts kort – 1995 till 1998 – för att minimera effekten av trender som sammanfaller med euroeffekten.

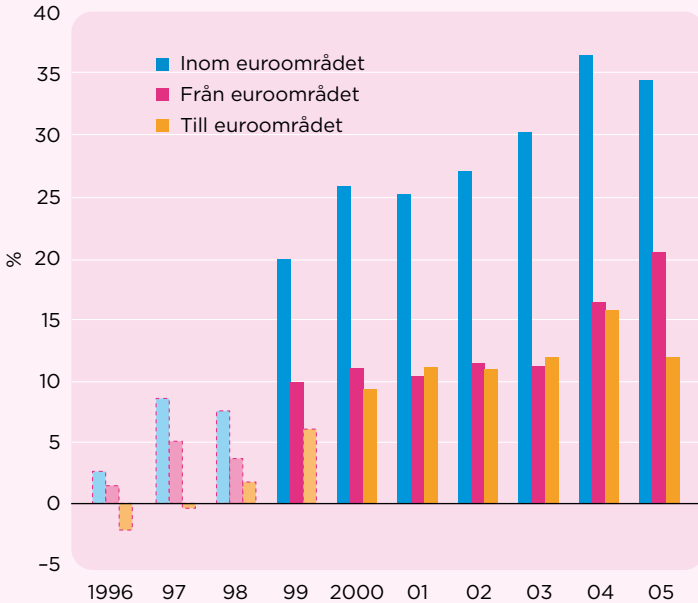
Det återstår att förklara hur euron kan ha en så stor inverkan, med tanke på att kostnaderna för valutaväxling, kurssäkring och hantering av olika valutor beräknas utgöra bråkdelen av en procent, och med tanke på att den empiriska forskningen om inverkan av växelkurs-

Metod	Resultat (%)	
	Inom euroområdet	Mellan euroområdet och länder utanför
Tvårsnitt	26-83	22-24
Panel	2	0-1
Panel	29	[ej beräknade]
Panel	0	[ej beräknade]
Panel	0-15	Blandade resultat
Panel	3	[ej beräknade]
Panel	9-14	Ej handelsavdelning
Dynamisk panel	2-6	[ej beräknade]
Panel	14	8
Panel	15	8
Panel	28	12-14
Panel	12-200	[ej beräknade]
Panel	0-22	[ej beräknade]
Panel	9-13	1-9

osäkerhet på utrikeshandel inte har kunnat finna några signifikanta negativa effekter.¹⁰

I brist på entydiga belägg kan vi bara föreslå möjliga förklaringar. En möjlighet är att effekten av att helt och oåterkalleligt eliminera osäkerheten kring den nominella växelkursen, genom att ersätta nationella valutor med en gemensam valuta, är någonting helt annat än att minska osäkerheten kring växelkursen genom att minska variationerna i densamma (vilket är vad den empiriska forskningen studerat). Förändringar på kort sikt kan man kurssäkra sig emot till en låg kostnad, men detta är inte möjligt när det gäller långsiktiga förändringar av nominella växelkurser. Vi tror att risken för sådana långsiktiga förändringar har en negativ och betydande effekt på handeln, och att borttagandet av osäkerheten kring nominella växelkurser därför har

10. Se studien gjord av McKenzie (1999). I en studie gjord av Klein och Shambaugh (2006) beräknas effekterna av att bilateralt låsa växelkurserna i bilateral handel. Den fann att handeln ökade med 35 procent. Tidigare forskning bedömde vilka effekter växelkursernas volatilitet hade.



FIGUR 5.3 Årliga euroeffekter på handel.

Anmärkning: Staplar med svagare färgton betecknar statistiskt icke säkerställda effekter.
Källa: Flam och Nordström (2008).

betydande positiva effekter.¹¹ En anledning kan vara att det medför betydande startkostnader att börja exportera och att dessa inte kan återvinnas om växelkursen i efterhand förändras i ogynnsam riktning. När de nominella växelkurserna försvinner bortfaller sådana hinder som kan verka återhållande på potentiella exportörer.¹² En del forskning indikerar att euron verkligen resulterat i export från nya exportörer, men också att den delen av den totala exportökningen är liten.¹³

En möjlig förklaring till den påtagliga exporteffekten från euroländer till länder utanför euroområdet är att euron gjort exportörer

11. Empirisk forskning bygger på månatliga, kvartalsvisa eller årliga växelkursförändringar, och inte på förändringar med en varaktighet på mer än ett eller flera år, exempelvis dollarkursens förändringar i relation till andra stora valutor under de senaste åren. Schiavo (2007) utvecklar det teoretiska argumentet och visar att en felaktig (*misaligned*) växelkursnivå har negativa effekter på utländska direktinvesteringar.

12. Detta har framförts av Baldwin et al. (2006).

13. Baldwin et al. (2008) och Flam och Nordström (2007).

i euroområdet mer konkurrenskraftiga i och med att deras relativa kostnader minskat. Små kostnadsminskningar för transporter av in-satsvaror över nationsgränser inom euroområdet kan ge en stor sam-lad kostnadsbesparing.

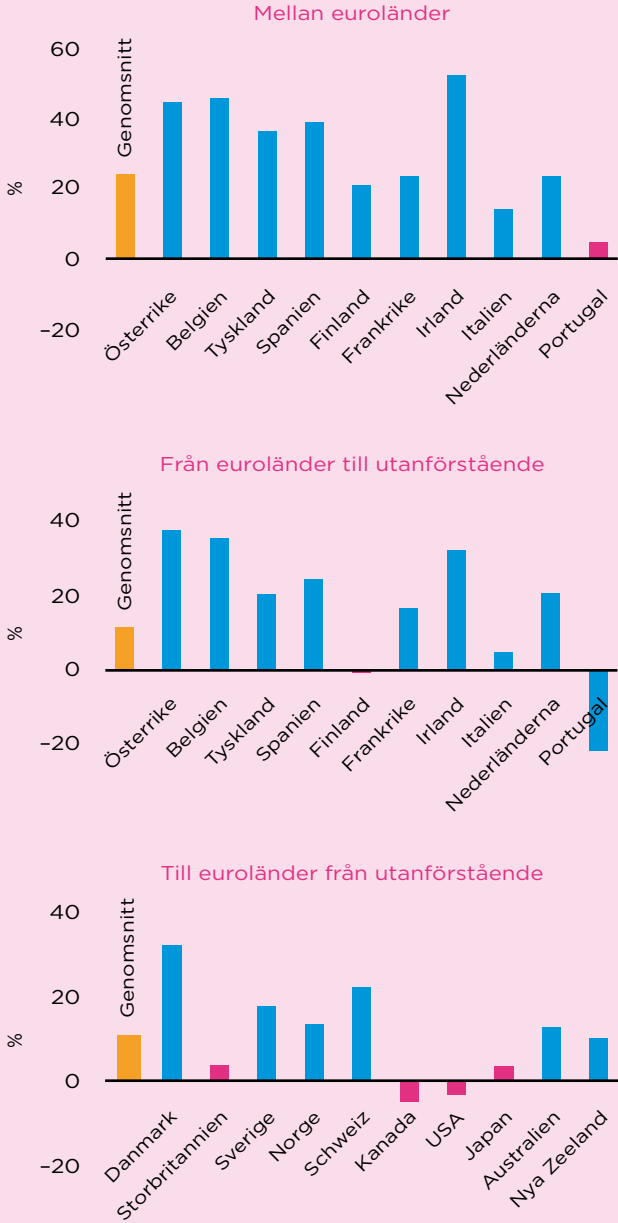
Slutligen kan exportökningen till euroområdet från länder utan-för förklaras av att valutahindren inom euroområdet försvunnit. Om exportörer utanför euroområdet använder ett av länderna i den mo-netära unionen som plattform för export till andra medlemsländer – genom att ha försäljning, lager och distribution i ett land – är deras vinster nästan lika stora som för producenter inom euroområdet.

Beräknad handelsökning av inträde i den monetära unionen

Figur 5.4 visar beräknade euroeffekter för enskilda länder. Staplarna visar med hur mycket den genomsnittliga exporten under 1999–2006 avviker från genomsnittet under 1995–1998 i relation till handeln mellan länder utanför den monetära unionen, sedan andra faktorer rensats bort.

Lägg märke till att euroeffekterna är ungefär desamma för olika länder. Den genomsnittliga euroeffekten beror således inte på några enstaka länder. Lägg också märke till att merparten av exportökning-en från länder utanför den monetära unionen till euroländer härrör från de europeiska länderna i kontrollgruppen. Det är kanske ingen tillfällighet att den inbördes rangordningen mellan de tre länder som valt att stå utanför den monetära unionen överensstämmer med hur mycket respektive nationell valutas värde har varierat i förhållande till euron.

Danmarks export till euroländerna har faktiskt ökat mer än den genomsnittliga ökningen mellan euroländerna själva. Utifrån detta kan man emellertid inte dra slutsatsen att Danmark inte skulle göra några handelsvinster genom att gå med i den monetära unionen. För det för-sta skulle Danmarks export (liksom Sveriges och Storbritanniens) till euroländerna antagligen ha ökat ännu mer om landet varit medlem i den monetära unionen, eftersom samtliga euroländer beräknas ha ökat sin handel mer med andra euroländer än med länder utanför. För det andra skulle ett medlemskap ha gjort de tre utanförstående länder-na mer attraktiva som handelspartner för andra utanförstående länder



FIGUR 5.4

Anmärkning: röda staplar betecknar statistiskt icke säkerställda effekter.
 Källa: Egna statistiska beräkningar.

och därmed ökat deras handel med länder utanför euroområdet.¹⁴

Euroeffekten på exporten (liksom analogt för importen) för utanförstående länder av att gå med i den monetära unionen kan i grova drag beräknas på följande sätt:

Export till andra euroländer:	12 % gånger euroområdets andel av exporten
Export till länder utanför:	+ 12 % gånger utanförståendes andel av exporten
Total export:	= 12 %

Beräkningen utgår ifrån att handeln med euroländer ökar i relation till handel med länder utanför den monetära unionen med lika mycket som det beräknade genomsnittet, 12 procent, och att de tre ländernas handel, när de blivit medlemmar i den monetära unionen, med länder utanför euroområdet också ökar med lika mycket som det beräknade genomsnittet för euroländerna, 12 procent. (Eftersom ökningen är ungefär 12 procent i båda fallen spelar det ingen roll vilka andelar som handeln med euroområdet respektive utanförstående länder har om de summerar till ett.) Beräkningen är försiktig i så måtto att euroeffekterna sannolikt ökar med tiden. Handelsvinster skulle ha blivit större om vi använt uppgifter för de senaste åren i stället för genomsnittet för 1999–2006.

Det är omöjligt att översätta handelsvinster till BNP-vinster med rimlig precision utan att ha tillgång till mycket fler uppgifter och mer information om hur ekonomin fungerar än vad som finns tillgängligt. Vi vet att ett lands BNP skulle vara mycket lägre om det tvingades producera alla varor och tjänster som konsumeras, om det ens vore möjligt. Genom att exportera vissa varor och tjänster kan man köpa andra varor och tjänster från utlandet till lägre kostnad än om man skulle tillverkat de importerade varorna och tjänsterna hemma.

För att få en uppfattning om vilka steg som en översättning av handelsvinster till BNP-vinster inbegriper, kan vi använda ett hypotetiskt exempel. Antag att det skulle kosta 10 procent mer i genomsnitt att låta inhemska företag producera de varor som importeras på marginalen. Med andra ord, de resurser som används för att producera de extra 12 procenten export för att köpa 12 procent mer import

14. Baldwin et al. (2006) bortser från den andra effekten och kommer fram till ganska modesta effekter av ett medlemskap i den monetära unionen i en ofta citerad rapport för ECB.

antas få 10 procent högre produktivitet än tidigare. Antag vidare att exportens andel av BNP före inträdet i den monetära unionen är 50 procent och att exportens inhemska förädlingsvärde är 50 procent, dvs. exporten består på marginalen till 50 procent av importerade råvaror och halvfabrikat. Detta innebär att de 12 procenten i ökad handel motsvarar en BNP-ökning på 0,3 procent. Det här exemplet är rent hypotetiskt, men det är antagligen korrekt såtillvida att det visar att BNP-vinsten bara är en bråkdel av handelsvinsten när det gäller ökning av handeln på marginalen. Den är ändå inte försumbar, och det diskonterade värdet av alla framtida BNP-vinster skulle vara betydande.

Euroeffekter på direktinvesteringar från utlandet

Det framgår inte entydigt av teorier om utländska direktinvesteringar vilka effekter som slojade kostnader för valutaväxling och eliminerad osäkerhet kring nominella växelkurser skulle få.¹⁵ Direktinvesteringar klassificeras vanligen som antingen horisontella – när produktion startas på en annan marknad i stället för att exportera till samma marknad – eller vertikala – när produktion startas på en annan marknad för att utnyttja t.ex. låga kostnader – men skillnaden är inte alltid tydlig. De flesta direktinvesteringar mellan de gamla EU-länderna är horisontella och ersätter export. Vertikala direktinvesteringar är vanligare mellan de gamla och nya EU-medlemmarna. De tenderar att vara ett komplement till handel.

Utländska direktinvesteringar kan också göras av rent strategiska orsaker. Ett företag kan exempelvis köpa upp ett utländskt företag för att stärka sin ställning på marknaden, få bort en konkurrent eller förhindra att någon konkurrent köper upp det utländska företaget. En stor del av den kraftiga ökningen av utländska direktinvesteringar som ägde rum i euroområdet vid millennieskiftet skedde i form av fusioner och uppköp av strategiska skäl, och innebar inte så mycket faktisk överföring av kapital över gränserna.¹⁶

Euron har gjort det billigare att exportera mellan euroländer och den ökade exporten kan fungera som ersättning för horisontella di-

15. En gränsöverskridande investering räknas som utländsk direktinvestering om investeraren har eller får mer än tio procent av det företag som investeringen görs i. Annars räknas den som en portföljinvestering (finansiell investering).

16. Taylor (2008).

rektinvesteringar för företag inom euroområdet. Den gemensamma valutan har emellertid också gjort det mer attraktivt för företag utanför den monetära unionen att starta produktions- eller distributionsanläggningar i ett euroland och använda det som plattform för export till andra euroländer. I så fall orsakar euron en ökning av de utländska direktinvesteringarna till euroområdet, och dessa fungerar då som komplement till handeln.

Vi har framfört hypotesen att en fullständig eliminering av osäkerheten kring nominella växelkurser kan få stora effekter på handeln, mycket större än vad man funnit inom den empiriska forskningen som undersöker effekterna av att växelkurserna fluktuerar i olika utsträckning. Det är inte uppenbart på vilket sätt som elimineringen av osäkerheten kring nominella växelkurser skulle påverka de utländska direktinvesteringarna. Ett viktigt syfte med utländska direktinvesteringar är att fungera som skydd mot real växelkursosäkerhet. Genom att starta produktion på en exportmarknad kommer kostnader och intäkter att i högre grad vara i samma valuta. En gemensam valuta eliminerar detta motiv till direktinvesteringar. Osäkerhet om växelkurser är samtidigt en risk när man står i begrepp att företa en utlandsinvestering. Det kostar mindre *ex ante* att minska eller stoppa export om växelkursen blir oförmånlig än att minska eller upphöra med lokal produktion. Att eliminera osäkerheten om den nominella växelkursen kommer därför troligen att verka stimulerande på utländska direktinvesteringar.

Det är uppenbart, mot bakgrund av dessa principiella resonemang, att utländska direktinvesteringar och handel kan fungera både som komplement och substitut till varandra. Därför är det osäkert hur euron kommer att påverka de utländska direktinvesteringarna. Merparten av den ganska begränsade forskning som hittills gjorts drar slutsatsen att euron har haft en betydande och positiv påverkan på utländska direktinvesteringar inom euroområdet, medan övriga studier inte hittar någon inverkan. Det är dock möjligt att den forskning som kommer fram till positiva effekter blandar ihop euroeffekter med effekter av den inre marknaden genom att inte skilja på de olika effekterna på ett adekvat sätt i den statistiska analysen.¹⁷

Tabell 5.2 ger en överblick av de studier som gjorts.

Många av de utländska direktinvesteringarna sker i form av fusioner och köp av företag. En av studierna har beräknat eurons effekter

17. Flam och Nordström (2008).

Författare	Period
Brouwer, J., R. Paap och J.-M. Viaene (2007)	1990-2004
Coeurdacier, N., R. De Santis och A. Aviat (2009)	1985-2004
de Sousa, J. och J. Locharde (2006)	1982-2004
Flam, H. och H. Nordström (2008)	1995-2006
Foad, H. (2006)	1986-2002
Petroulas, P. (2007)	1992-2001
Schiavo, S. (2007)	1980-2001
Taylor, C. (2008)	1984-2003

på fusioner och uppköp inom euroområdet både av företag från euroområdet och från utanförstående länder.¹⁸ Den statistik som använts är mycket mer tillförlitlig än officiell statistik om utländska direktinvesteringar. Enligt beräkningarna ökade euron antalet *horisontella* fusioner och uppköp av företag från euroområdet med 200 procent och av företag från utanförstående länder med 70 procent. *Vertikala* fusioner och uppköp inom euroområdet genomförda av företag från utanförstående länder beräknades ha ökat med 140 procent till följd av eurons införande. Effekten var koncentrerad till tiden kring millennieskiftet, när antalet fusioner och uppköp i de rikaste länderna ökade allmänt, och den minskade sedan kraftigt. Studiens författare tolkar eurons starka effekt som en följd dels av den inre marknaden, dels av den finansiella integration och minskad växelkursosäkerhet som den monetära unionen medförde. Dessa faktorer var pådrivande i en tid med snabba värdeökningar för aktier. Det är intressant att notera att de största euroeffekterna på horisontella fusioner och uppköp ägde rum i den del av tillverkningsindustrin som också upplevde de största euroeffekterna på handeln. Det verkar med andra ord vara så att handel och utländska direktinvesteringar i viss mån kompletterar varandra, vilket inte är vad man i första hand skulle vänta sig.

18. Coeurdacier, De Santis och Aviat (2009).

Metod	Resultat %	
	Inom euroområdet	Mellan euroområdet och länder utanför
Panel	19	4
Panel	200	70
Panel	26	[ej beräknade]
Panel	0	[ej beräknade]
Dynamisk panel	[ej beräknade]	Positiva för utländska direktinvesteringar från USA
Panel	16	8-11
Panel	300	200
Deskriptiv	Ingen effekt	Mindre inflöde

Sammanfattning

Den mesta forskningen om eurons inverkan på handeln finner betydande effekter, både på handeln mellan länder i den monetära unionen samt mellan dessa och länder utanför. Effekterna ökar med tiden. En del av den inverkan som uppmäts kan bero på andra, långsiktiga faktorer, men euroeffekterna är ändå mycket betydande. Vår egen beräkning tyder på att handeln inom euroområdet i genomsnitt är 24 procent högre efter 1999 än den var under åren innan samt att handeln mellan euroområdet och länder utanför den monetära unionen är 12 procent högre.

Det är inte givet vilken euroeffekt vi borde vänta oss på utländska direktinvesteringar. Handel och utländska direktinvesteringar kan fungera som både substitut för och komplement till varandra. Flera av de studier som gjorts av eurons inverkan på utländska direktinvesteringar finner att effekterna är av samma storleksordning som för handeln. Dessa resultat kan dock ifrågasättas. Det förefaller som om man inte skiljt på effekter av euron och effekter av den inre marknaden på ett korrekt sätt i den statistiska analysen. Det finns dock mycket starka euroeffekter inom euroområdet på den del av direktinvesteringarna som utgörs av fusioner och uppköp, både av företag från euroländer och företag från utanförstående länder. Detta tyder på att den finansiella integrationen och borttagandet av osäkerheten kring nominella

växelkurser, som följde på införandet av en gemensam valuta, var av stor vikt för investeringsbeslut.

Potentialen för ökad handel och investeringar är inte uttömd. För det första tar det tid för företag och hushåll att fullt ut dra nytta av den gemensamma valutan. För det andra har bara 16 av de 27 medlemsländerna i EU gått med i den monetära unionen. För det tredje återstår det mycket innan den inre marknaden blir en verkligt gemensam marknad för varor, tjänster, kapital och arbetskraft. En del av direktiven för den inre marknaden har fortfarande inte införlivats i samtliga medlemsländers lagstiftning och tillämpningen är inte alltid fullständig, fastställda och allmänt erkända krav på många produkter saknas fortfarande vilket hindrar handel med dem, den offentliga sektorns uppköp görs fortfarande huvudsakligen från inhemska företag (särskilt inom försvaret), och i servicesektorn finns handelshinder kvar, exempelvis när det gäller finansiella tjänster, telekommunikationer, post, energi och transporter. Den inre marknaden kommer troligen att förbli en viktig förutsättning för eurons effekter på handeln, samtidigt som den gemensamma valutan är viktig för att den inre marknaden ska fungera på bästa sätt. De förstärker varandra ömsesidigt. Medlemsländerna kan alltså bidra till eurons positiva effekter på handeln genom att fortsätta och intensifiera arbetet med att genomföra den inre marknaden fullt ut.

REFERENSER

- Anderson, James och Eric van Wincoop (2003), »Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle«, *American Economic Review*, 93, s. 170–192.
- Baldwin, Richard och Paul Krugman (1989), »Persistent Trade Effects of Large Exchange Rate Shocks«, *Quarterly Journal of Economics*, 419, s. 635–654.
- Baldwin, Richard, Frauke Skudelny och Daria Taglioni (2006), »Trade effects of the euro – evidence from sectoral data«, Working Paper Series 446, European Central Bank.
- Baldwin, Richard, Virginia DiNino, Lionel Fontagné, Roberto A. De Santis och Daria Taglioni (2008), »Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment«, European Economy Economic Papers, nr 321.

- Barr, David, Francis Breedon och David Miles (2003), »Life on the Outside«, *Economic Policy*, 18, s. 573–613.
- Berger, Helge och Volker Nitsch (2008), »Zooming Out: The Trade Effect of the Euro in Historical Perspective«, *Journal of International Money and Finance*.
- Brouwer, Jelle, Richard Paap och Jean-Marie Viaene (2008), »The Trade and FDI Effects of EU Enlargement«, *Journal of International Money and Finance*, 27, s. 188–208.
- Bun, Maurice och Franc Klaassen (2007), »The Euro Effect on Trade is not as Large as Commonly Thought«, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 69, s. 473–496.
- Calmfors, L., H. Flam, N. Gottfries, J.H. Matlary, M. Jerneck, R. Lindahl, C. N. Berntsson, E. Rabinowicz och A. Vredin (1997), *EMU – A Swedish Perspective*, Kluwer Academic Publishers.
- Chintrakarn, Pandej (2008), »Estimating the Euro Effects on Trade with Propensity Score Matching«, *Review of International Economics*, 16, s. 186–198.
- Coeurdacier, Nicolas, Roberto De Santis och Antonin Aviat (2009), »Cross-Border Mergers and Acquisitions and European Integration«, *Economic Policy*, vol. 57.
- De Nardis, Sergio och Claudio Vicarelli (2003), »The Impact of Euro on Trade: The (Early) Effect is not so Large«, opublicerat manus.
- de Sousa, José och Julie Lochard (2006), »Does the Single Currency Affect FDI? A Gravity-Like Approach«, opublicerat manus.
- Faruqee, Hamid (2004), »Measuring the Trade Effects of EMU«, IMF Working Paper 154.
- Flam, Harry och Håkan Nordström (2003), »Trade Volume Effects of the Euro: Aggregate and Sector Estimates«, opublicerat manus.
- Flam, Harry och Håkan Nordström (2007), »Explaining Large Euro Effects on Trade: The Extensive Margin and Vertical Specialization«, opublicerat manus.
- Flam, Harry och Håkan Nordström (2008), »The Euro Impact on FDI Revisited and Revised«, opublicerat manus.
- Foad, Hisham (2006), »Export-Oriented FDI and the Adoption of the Euro«, opublicerat manus.
- Frankel, Jeffrey (2008), »The Estimated Effects of the Euro on Trade: Why are They Below Historical Evidence on Effects of Monetary Unions Among Smaller Countries?«, opublicerat manus.
- Gomes, Tamara et al. (2006), »The Euro and Trade: Is there a Positive Effect?«, opublicerat manus.
- Klein, Michael och Jay Shambaugh (2006), »Fixed Exchange Rates and Trade«, *Journal of International Economics*, 70, s. 359–383.

- 98 McKenzie, Michael (1999), »The Impact of Exchange Rate Volatility on International trade flows«, *Journal of Economic Surveys*, 13, s. 71–106.
- Micco, Alejandro, Ernesto Stein och Guillermo Ordoñez (2003), »The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU«, *Economic Policy*, 37, s. 317–356.
- Petroulas, Pavlos (2007), »The Effect of the Euro on Foreign Direct Investment«, *European Economic Review*, 51, s. 1 468–1 491.
- Schiavo, Stefano (2007), »Common Currencies and FDI Flows«, *Oxford Economic Papers*, 59, s. 536–560.
- Taylor, Christopher (2008), »Foreign Direct Investment and the euro: The First Five Years«, *Cambridge Journal of Economics*, 32, s. 1–28.

DANMARK, SVERIGE, STORBRIANNIEN OCH DEN MONETÄRA UNIONEN

DANMARK, SVERIGE OCH Storbritannien valde att inte delta i den monetära unionen när den startade 1999. Danmark och Storbritannien fick särskilda undantagsklausuler inskrivna i Maastrichtfördraget, medan Sverige på egen hand beslutade att stå utanför. I alla tre länderna var och är den främsta orsaken en negativ inställning bland väljarna. De danska och svenska regeringarna har varit för ett inträde och fört fram förslaget i folkomröstningar (två gånger i Danmark). I Storbritannien har regeringen i princip varit för ett medlemskap, men på vissa villkor.

Det här kapitlet bedömer vilka för- och nackdelar som utanförskapet har inneburit för Danmark, Sverige och Storbritannien, mot bakgrund av de senaste tio årens erfarenheter. Med ledning av resonemang och rön i tidigare kapitel kommer vi att ta upp effekterna på penningpolitik, finanspolitik, arbetsmarknad, handel och investeringar samt finansmarknader. Vi behandlar också helt kort politiska

100 aspekter, nämligen om de tre länder som valt att stå utanför upplevt minskat inflytande inom EU, och om det spelar någon roll att nya medlemsländer ansluter sig. Vi inleder emellertid med bakgrunden till att Danmark, Sverige och Storbritannien för närvarande inte är medlemmar i den monetära unionen.

Kortfattad bakgrund

Under de förhandlingar som föregick Maastrichtfördraget fick Storbritannien en undantagsklausul inskriven i fördraget, som gjorde att Storbritannien på egen hand fick ta ställning till om man skulle gå med i den monetära unionen. Under 1997 uttalade sig Storbritanniens regering principiellt för att gå med, men med flera viktiga brasklappar: medlemskapet skulle vara i nationens intresse, omständigheterna klara och entydiga och det skulle finnas en folklig uppslutning bakom inträdet. Regeringen fastslog fem ekonomiska villkor gällande (1) graden av sammanfallande konjunkturcykler, (2) ekonomins flexibilitet i händelse av problem, (3) Storbritanniens attraktivitet som investeringsland, (4) finanssektorns konkurrenskraft och (5) den samlade effekten på tillväxt och stabilitet. Dessutom skulle ett beslut av regeringen föregås av en folkomröstning.

Under 2003 drog en omfattande utredning, tillsatt av Storbritanniens finansdepartement, slutsatsen att kraven gällande investeringsklimat och finansiella sektorns konkurrenskraft var uppfyllda, men att kraven på sammanfallande konjunkturcykler och ekonomins flexibilitet inte uppfylldes. Finansdepartementets bedömning var att »några klara och otvetydiga argument för att Storbritannien ska gå med i EMU inte finns för närvarande, och ett beslut om anslutning nu inte skulle vara i landets nationella, ekonomiska intresse«.

Den danska regeringen däremot accepterade Maastrichtfördraget. Men när fördraget blev föremål för en folkomröstning 1992 avvisades det av en liten majoritet av väljarna. Danmark fick då fyra undantagsklausuler, däribland ett undantag från skyldigheten att övergå till EMU:s tredje steg, dvs. den monetära unionen. I september 2000 genomfördes en ny folkomröstning. Strax före omröstningen betonade regeringen de ekonomiska argumenten för att övergå till euro, i grund och botten »ett vädjande till danskens plånbok«.¹ Men av främst politiska skäl – för att behålla suveränitet – röstade en majoritet på 53 procent av det danska folket nej.

1. Marcussen (2005).

Sverige är, enligt Maastrichtfördraget, skyldigt att övergå till euro så snart det uppfyller inträdeskraven. Den svenska regeringen hävdade trots detta att den svenska riksdagen hade sista ordet i frågan om ett svenskt medlemskap. Sverige uppfyller för närvarande inte inträdeskraven, eftersom man inte genomfört de nödvändiga förändringarna av de lagar som styr Riksbankens arbete, och inte heller deltar i växelkursmekanismen (ERM II) för att klara kravet på en stabil växelkurs. Frågan om Sveriges inträde i den monetära unionen har därför inte – passande nog – ställts på sin spets.

År 1996 fastslog en svensk statlig expertutredning att vid denna tidpunkt argumenten mot ett medlemskap var starkare än argumenten för. Utredningen rekommenderade därför att Sverige skulle vänta.² I september 2003 hölls en folkomröstning om svenskt deltagande i den monetära unionen och en majoritet på 56 procent röstade nej. Många av skeptikerna hävdade att ett inträde i valutaunionen skulle få negativa konsekvenser för Sveriges suveränitet och skada demokratin.³

De tre länder som valt att stå utanför valutaunionen är sinsemellan mycket olika i sin syn på EU. Danskarna är rent allmänt mycket mer positiva än svenskarna och britterna. I Eurobarometern för oktober 2006 svarade 74 procent av danskarna ja på frågan »Om du väger in för- och nackdelar, tycker du då att ditt land sammantaget har vunnit på att vara medlem i EU«. Detta gör Danmark till det tredje mest positiva landet bland EU:s medlemmar. I Sverige var det bara 41 procent som svarade ja på den frågan och i Storbritannien 39 procent, vilket gör dem till det tredje, respektive det mest negativa, av samtliga medlemsländer i EU.

Makroekonomiska prestationer

När det gäller ekonomin som helhet har de tre länder som valt att stå utanför den monetära unionen klarat sig bra. Tillväxten i BNP har varit avsevärt högre i Sverige och Storbritannien än inom euroområdet, medan den varit något lägre i Danmark. Men genomsnittet för euroområdet har dragits ner av den svaga utvecklingen i de större länderna. Den genomsnittliga oviktade tillväxten i euroområdet är jämförbar med det oviktade genomsnittet för de tre utanförstående länderna. Sysselsättningen har ökat mer i euroområdet än hos länderna utanför, men detta måste ses i skenet av att arbetslösheten varit mycket högre inom euroområdet än utanför. Under 2008 var arbets-

2. Calmfors et al., (1997).

3. Lindahl och Naurin (2005).

102 **TABELL 6.1** Makroekonomisk utveckling i euroområdet och länderna som valt att stå utanför.

	Genomsnittet för perioden			
	Euroområdet ⁶		Danmark	
	1989-98	1999-07	1989-98	1999-07
Real BNP-tillväxt ¹	2.3	2.2	2.2	2.0
Real BNP ²	94.3	109.9	109.8	128.1
Sysselsättningsstillväxt	0.1	1.0	0.0	0.3
Arbetslöshet ³	9.6	8.3	7.1	4.6
Inflation	3.7	2.1	2.5	2.1
Inflationsavvikelse ⁴	2.0	0.6	0.7	0.4
Budgetsaldo ⁵	-4.3	-1.8	-1.9	2.4
Offentlig bruttoskuld ⁵	80.2	71.8	69.7	31.8
Handelsbalans ⁵	1.0	1.6	4.7	4.6

1. Årlig tillväxt per capita.
2. Per capita; OECD = 100 år 2000.
3. Andel av arbetskraften.
4. Absolutvärde på årlig avvikelse från 2 procent.

lösheten markant lägre i samtliga tre utanförstående länder än genomsnittet för euroområdet.

De utanförstående länderna har också klarat sig bra vad gäller penning- och finanspolitik. Inflationen har legat ganska nära målet på 2 procent, med en genomsnittlig årlig avvikelse i spannet 0,4–0,8 procent. Men den genomsnittliga årliga inflationsavvikelsen från 2 procentenheter har varit låg även i många av euroländerna, och det oviktade genomsnittet i euroländerna är 0,8 procentenheter. I fråga om finanspolitiken har två av de tre länderna utanför euroområdet, Danmark och Sverige, haft ett positivt budgetsaldo i snitt, att jämföra med det negativa saldot i euroländerna, medan Storbritannien på senare år har haft ett ganska stort och växande underskott.

Sammantaget är prestationerna i de utanförstående länderna jämförbara med de mer framgångsrika euroländerna. Men vad är det som ligger bakom dessa prestationer? Beror de på den frihet som det innebär att stå utanför valutaunionen, eller finns det andra orsaker? Låt oss undersöka några delar av ekonomin som kan eller skulle kunna vara särskilt påverkade av medlemskap i den monetära unionen.

Sverige		Storbritannien		Euroområdet oviktade genomsnitt	
1989-98	1999-07	1989-98	1999-07	1989-98	1999-07
1.5	3.2	2.1	2.7	2.9	3.0
102.3	132.2	96.8	119.7	100.7	126.6
-1.2	0.4	-0.1	0.2	0.4	0.8
5.8	4.9	8.3	5.2	8.2	6.9
4.1	1.4	3.7	1.6	4.0	2.4
3.0	0.8	1.8	0.6	2.4	0.8
-3.4	1.4	-3.7	-1.3	-4.0	-0.8
82.5	46.9	53.4	47.5	73.3	56.8
3.6	6.5	-1.1	-2.2	1.7	2.9

5. Procent av BNP.

6. 12 länder, befolkningsviktat.

Källa: <http://stats.oecd.org>, Economic Outlook No. 83, OECD Factbook 2008.

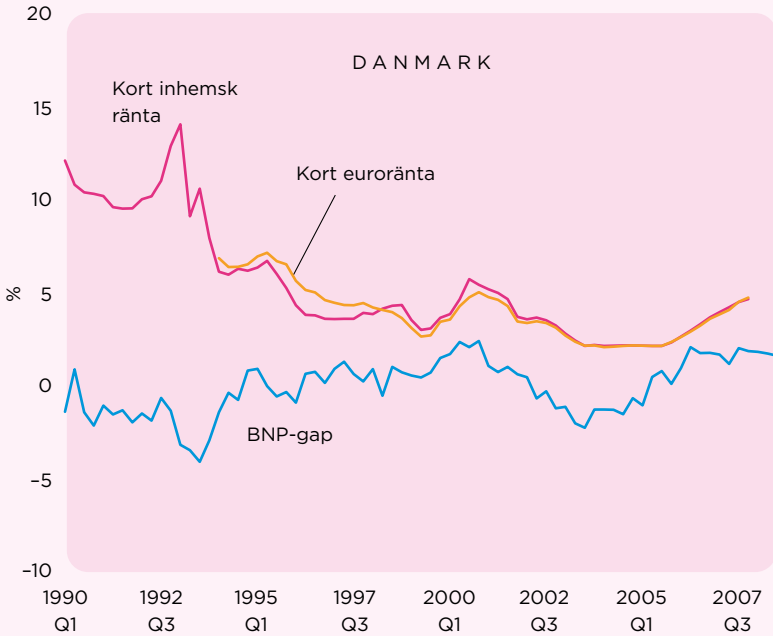
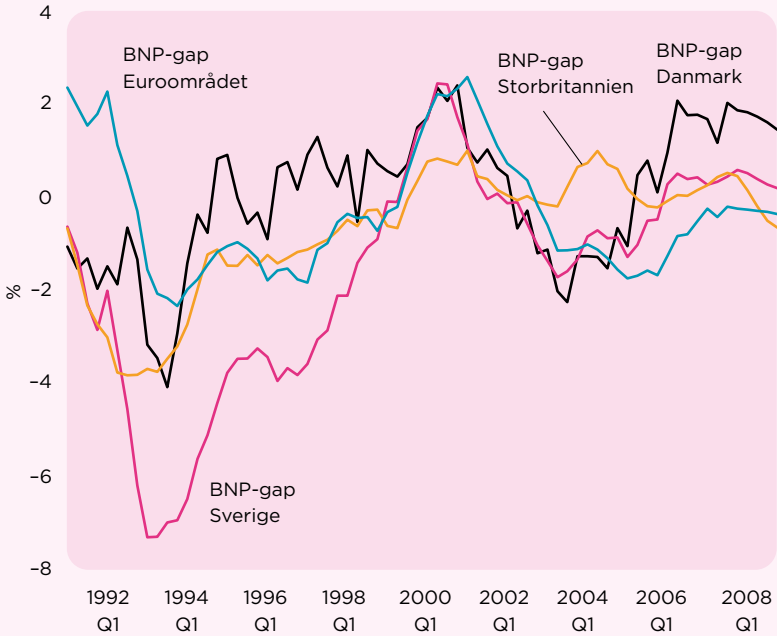
Penningpolitik

De tre länderna som ställt sig utanför euroområdet har valt olika penningpolitiska regimer. Medan Sverige och Storbritannien antagit ett inflationsmål har Danmark valt en fast växelkurs mot euron.

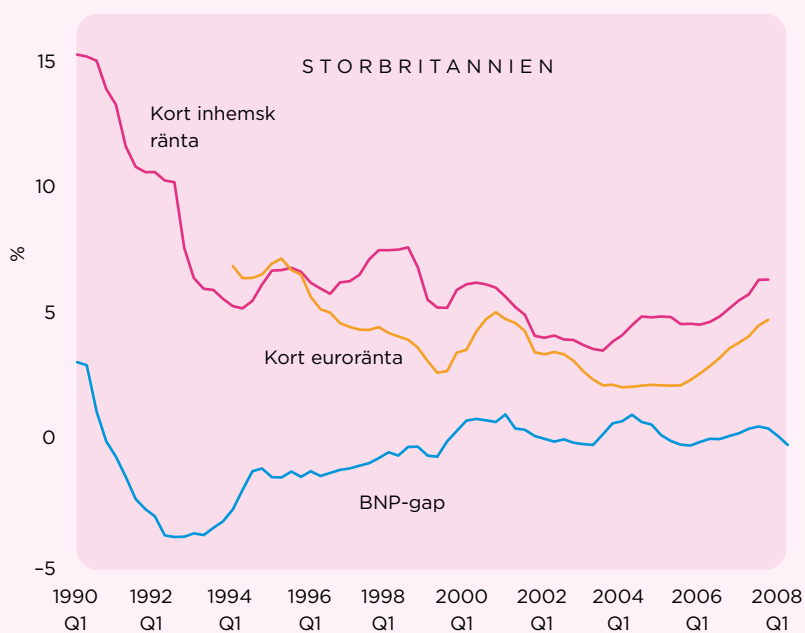
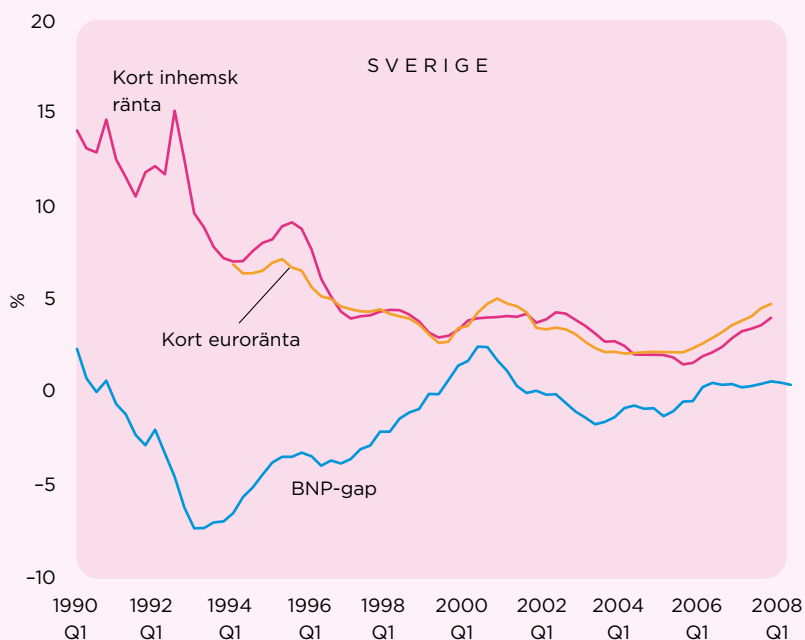
Medlemsländerna i den monetära unionen har ingen egen penningpolitik. Styrräntan bestäms av ECB-rådet, som gör sin bedömning med hänsyn till de samlade effekterna i hela euroområdet. Med tanke på euroområdets storlek får ett enskilt land – även Storbritannien om det vore anslutet – bara ett litet eller försumbart inflytande över räntan. Därmed kommer euroräntan bara att passa ett enskilt medlemsland i den utsträckning som konjunkturläget i landet ligger nära genomsnittet för euroområdet. Hur klarar sig de tre utanförstående länderna i detta avseende?

Figur 6.1 a visar att det har varit ganska stora skillnader i BNP-gap vid en och samma tidpunkt mellan länderna inom och utom euroområdet.⁴ Så var exempelvis BNP-gapet i början av 1990-talet mycket

4. BNP-gapet är skillnaden mellan faktisk BNP vid en given tidpunkt och BNP:s trend. Det är normalt positivt under en högkonjunktur, när BNP ligger över trenden, och negativt under en lågkonjunktur.



FIGUR 6.1a-d BNP-gap för euroområdet och länderna utanför. Det översta diagrammet till vänster visar BNP-gapet för euroområdet och för vart och ett av de tre länderna som står utanför den monetära unionen. De andra tre



diagrammen visar BNP-gapet och den korta räntan i respektive land tillsammans med den korta euroräntan.

större i Sverige än inom euroområdet. Men BNP-gapets storlek verkar ha blivit mindre med tiden, dvs. konjunkturcyklerna har blivit mer dämpade, vilket skulle minska betydelsen av att konjunkturcyklerna inte sammanfaller. Dessutom finns det även en tendens i riktning mot ökad synkronisering av konjunkturcyklerna. Enligt EU-kommissionens utvärdering av den monetära unionen efter tio år är Storbritanniens ekonomi mycket mer synkroniserad med euroområdets nu än den var på 1990-talet.⁵ På motsvarande sätt konstateras i en annan undersökning att den svenska konjunkturcykeln sedan mitten av 1990-talet sammanfaller mer med euroområdets än tidigare.⁶

Trots ökad synkronisering finns det fortfarande betydande skillnader i konjunkturläge. Den brittiska ekonomin var på väg upp 2004 med stigande inflation, låt vara från en låg nivå, medan euroområdets konjunktur vände ner. Som framgår av figur 6.1d blev resultatet att Bank of England höjde styrräntan till en nivå som var 2–3 procentenheter högre än den inom euroområdet. Om Storbritannien hade varit medlem av den monetära unionen skulle den låga euroräntan ha stimulerat brittisk ekonomi ytterligare. En lägre ränta skulle också ha stimulerat den kraftiga uppgången i fastighetspriser ännu mer än vad som skedde, vilket antagligen skulle ha lett till ett ännu kraftigare prisras än vad som varit fallet. Dock kan tilläggas att den brittiska inflationstakten har varit lägre än det uppsatta målet sett över hela tioårsperioden, med undantag för den senaste tiden, vilket tyder på att räntan kan ha varit för hög i genomsnitt.

I Sverige har synkroniseringen mellan den egna och euroområdets konjunkturcykel varit större, vilket också återspeglas i de små ränteskillnaderna i figur 6.1c. Detta överensstämmer med en analys av hur väl ECB:s styrränta passat de enskilda medlemsländerna i den monetära unionen.⁷ Av analysen framgår att euroräntans bana över tiden skulle ha passat bra för Sverige men mindre bra för Storbritannien. Där konstateras också att euroräntan har passat två av länderna inom euroområdet sämre än Storbritannien och Sverige, nämligen Irland och Nederländerna.

Samma analys visar att euroräntan har passat Danmark bättre än Sverige. Detta tyder på att Danmark inte har förlorat så mycket i form

5. EU-kommissionen (2008).

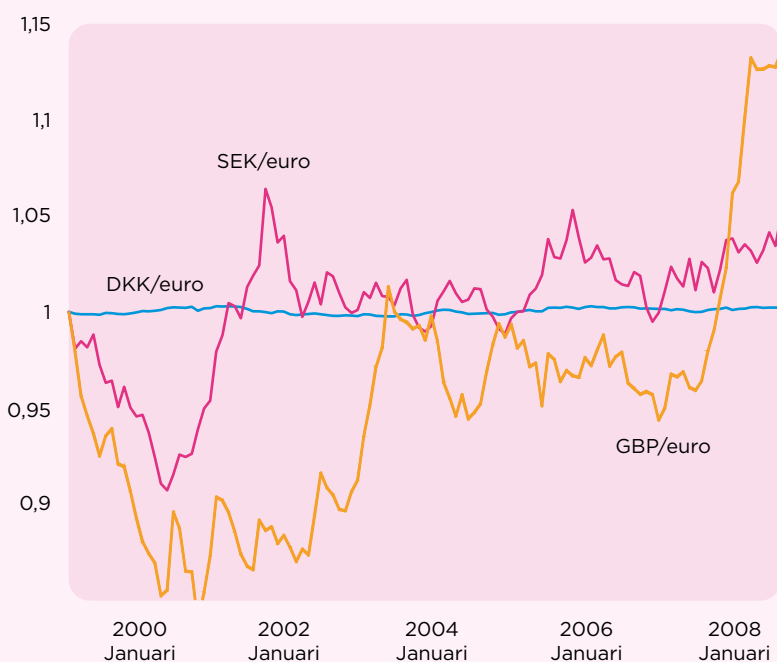
6. Söderström (2008).

7. Calmfors et al. (2007). Undersökningen beräknar den optimala räntan för varje enskilt land baserat på en stiliserad penningpolitisk regel, en framåtblickande Taylor-regel, där samtliga länder har samma vikt.

av penningpolitisk stabilisering genom att låsa sin växelkurs till euron, vilket har inneburit att den danska styrräntan praktiskt taget har sammanfallit med styrräntan i euroområdet, jämför figur 6.1 b. Under 2006–2007 var BNP-tillväxten emellertid ganska hög och en högre ränta än inom euroområdet skulle förmodligen ha varit bättre.

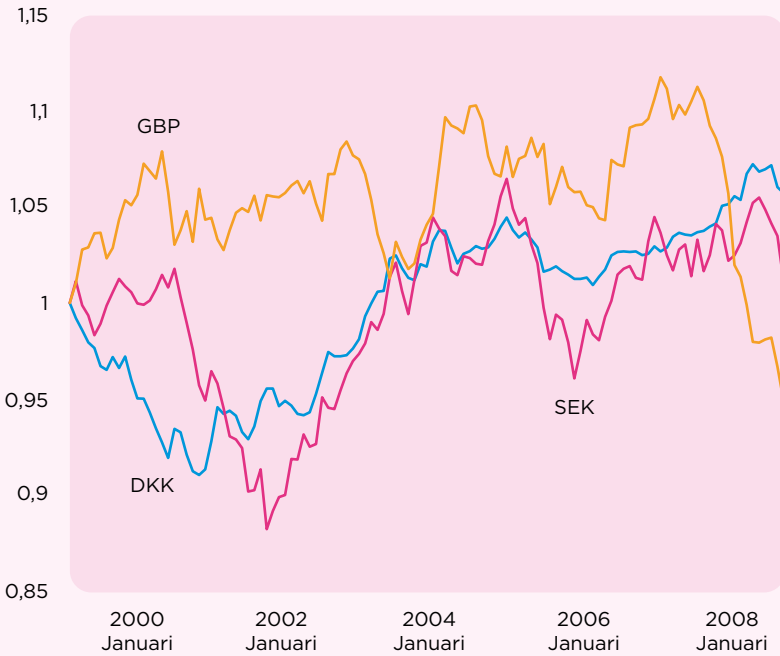
En annan del av penningpolitiken är växelkursen. Hur skulle det ha gått för de tre utanförstående ländernas nominella växelkurs om de i stället anslutit sig till den monetära unionen? Under de första åren efter införandet av euron 1999 apprecierades det brittiska pundet och den svenska kronan i förhållande till euron, se figur 6.2. Men kronan, och något senare även pundet, deprecierades senare tillbaka till ungefär ursprungsnivån och pundet har senare deprecierats ännu mer.

Figur 6.3a visar den nominella effektiva (handelsvägda) växelkursen i de tre utanförstående länderna. Vi kan konstatera stora kurssvängningar för den svenska kronan under den första tiden och ökad stabilitet därefter. För det brittiska pundet har de stora svängningarna fortsatt.



FIGUR 6.2 Nominella växelkurser i förhållande till euron (bas 1 januari 1999).

Anmärkning: Lägre värde betyder starkare valuta.

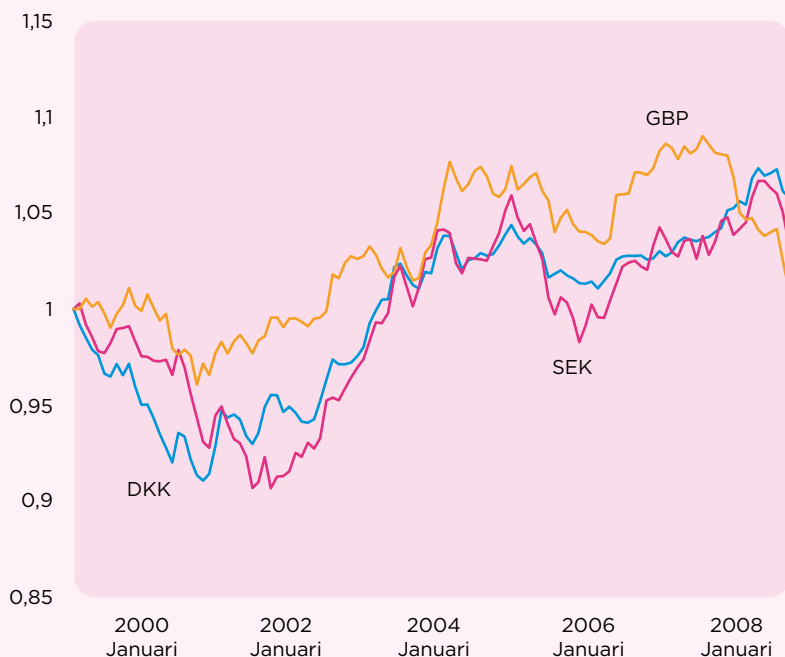


FIGUR 6.3 a Index över nominell effektiv växelkurs (högre värden innebär starkare valuta). Nominella effektiva växelkurser (baserat på BIS, Brett index, löpande handelsvikter, geometriskt genomsnitt för bilaterala växelkurser).

Figur 6.3b visar den nominella effektiva växelkursen i ett hypotetiskt fall där valutorna är kopplade till euron, bildad genom att multiplicera siffrorna i figur 6.3a med siffrorna i figur 6.2. Det innebär att man antar att de tre utanförstående länderna inte skulle ha haft någon påverkan på eurons växelkurs och att deras handelsmönster också skulle ha varit opåverkat. Vi konstaterar att detta skulle ha gett en jämnare utveckling av den nominella effektiva växelkursen, som i stort sett skulle ha följt den inledande deprecieringen och den följande apprecieringen av euron. Det förefaller alltså som om medlemskap i valutaunionen skulle ha inneburit färre kortsiktiga fluktuationer av den nominella effektiva växelkursen, men också mer varaktiga förändringar.

Vad hade då hänt om växelkursen uppvisat en jämnare utveckling? Merparten av empirisk forskning hävdar att kortvariga fluktuationer i växelkursen orsakas av faktorer som inte har att göra med ekonomins fundamenta, som BNP och räntor.⁸ Det innebär att nomi-

8. Se t.ex. en nyligen publicerad översikt av Rigobon (2008).



FIGUR 6.3b Nominell effektiv växelkurs om knuten till euron.

nella växelkursförändringar i allmänhet är kostsamma för ekonomin. Men växelkursrörelser kan faktiskt ha en stabiliserande effekt i vissa fall. En undersökning av konsekvenserna av ett svenskt medlemskap i valutaunionen, med en empiriskt förankrad (skattad) modell av den svenska ekonomin, drar slutsatsen att växelkursförändringarna sedan 1993 hjälpt till att stabilisera ekonomin efter vissa störningar, men att de också i viss utsträckning fungerat som destabiliserande element i ekonomin genom att föra in ytterligare volatilitet.⁹

En annan fråga är risken för mer ihållande obalanser i den *reala* effektiva växelkursen eller konkurrenskraften. Erfarenheterna från den (europeiska) monetära unionen visar att alltför hög inflation i ett visst land kan bli mycket långvarig. En anledning är att högre inflation ger lägre realräntor med utjämnade nominella räntor, vilket stimulerar ekonomin och eldar på inflationen ytterligare (detta förlopp brukar kallas för Walters kritik av monetär union). Grekland, Irland, Portugal och Spanien har upplevt långvarigt hög löne- och prisökning relativt

9. Söderström (2008).

produktivitetöknungen, vilket lett till avsevärda förluster av konkurrenskraft i förhållande till andra länder i euroområdet.¹⁰ När löner är trögrörliga nedåt i nominella tal, kan det bli svårt att återställa konkurrenskraften i ett land som är med i en monetär union.¹¹ Ett land med en självständig penningpolitik kan däremot i högre grad förebygga kraftig inflation och därigenom undvika att tappa konkurrenskraft.

En del av debatten om medlemskap i den monetära unionen handlade om huruvida det går att etablera och upprätthålla penningpolitisk trovärdighet utanför unionen. De tre länder som ställde sig utanför hade då färsk erfarenheter av hög inflation, och medlemskap i valutaunionen uppfattades som ett sätt att minimera risken för att denna inflationshistorik upprepades. Den svenska EMU-utredningen hävdade faktiskt att om inte Riksbanken fick ökat oberoende skulle det utgöra ett starkt argument för att gå med i valutaunionen.¹² Men Riksbanksreformen genomfördes och alla tre länderna har uppnått trovärdighet för sina respektive penningpolitiska regimer.

Enligt vissa bedömningar är det mest imponerande exemplet på bibehållen trovärdighet för penningpolitiken den fasta danska valutakursregimen. I en värld med i hög grad internationellt rörligt kapital har det blivit allt svårare att behålla en fast valutakurs, och många europeiska länder misslyckades med detta under 1990-talet. Danmarks fasta växelkurs har emellertid behållit sin fulla trovärdighet, fram till den senaste finanskrisen. Den höga trovärdigheten för den danska fasta valutakursregimen har berott på den goda konjunkturkorrelationen med euroområdet, vilket inneburit att euroräntans press på den danska ekonomin i allmänhet har varit liten. Trovärdigheten har också berott på de betydande fördelarna med att upprätthålla en fast växelkurs när nästan hälften av Danmarks export går till euroområdet. Slutligen vilar trovärdigheten på att Danmark har ett avtal med ECB, som garanterar obegränsade interventioner av ECB om det är nödvändigt för att upprätthålla växelkursen, på villkor att det inte utgör något hot mot prisstabiliteten i euroområdet.¹³ Under den nuvarande finanskrisen har emellertid ränteskillnaden ökat till över en procentenhet.

10. EU-kommissionen (2008), 58–60.

11. Se belägg hos Dickens et al. (2007) och Holden och Wulfsberg (2008).

12. Calmfors et al. (1997).

13. Se <http://europa.eu/scadplus/leg/en/lvb/l25082.htm>

Finanspolitik

Medlemskap i valutaunionen skulle främst ha betydelse för finanspolitiken i två avseenden. För det första är Stabilitets- och tillväxtpaktens tak för underskott i statsbudgeten och statsskuldens storlek mer bindande för medlemmar än för utanförstående. För det andra läggs en ökad börda på finanspolitiken när det gäller att stabilisera ekonomin.

Tabell 6.1 visar att Danmark och Sverige på senare år har klarat sig betydligt bättre än euroländerna vad gäller de offentliga finanserna, med ett i genomsnitt stort budgetöverskott och följaktligen en kraftigt minskad statsskuld. Storbritannien har å sin sida haft ganska stora budgetunderskott de senaste åren – nära Stabilitets- och tillväxtpaktens tak på 3 procent – men har en statsskuld som är lägre än genomsnittet bland euroländerna.

Men, som framgick i kapitel 3, har även några av euroländerna haft budgetöverskott och kunnat minska statsskuden väsentligt. Man kan alltså inte dra slutsatsen att medlemskap i den monetära unionen i sig inneburit någon stor skillnad för den finanspolitiska disciplinen efter 1999, men det tvingade flera länder att förbättra sina budgetsaldon för att klara inträdesvillkoren före 1999.

Det faktum att det inte verkar ha funnits någon särskild effekt på budgetsaldot av medlemskap i den monetära unionen kan återspegla att länderna inom och utom euroområdet har samma incitament. Medlemmarna i den monetära unionen är begränsade av Stabilitets- och tillväxtpakten, men har också egna incitament att uppnå budgetöverskott under normal konjunktur för att kunna bedriva en aktiv stabiliseringspolitik när konjunkturen vänder neråt. Men att bevara en uthållig finanspolitik är lika viktigt utanför den monetära unionen, eftersom svag budgetdisciplin lätt kan underminera förtroendet för penningpolitiken. Dessutom verkar Danmark och Sverige ha lärt av sina erfarenheter med stor statsskuld i början av 1990-talet och har sedan dess fört en sund finanspolitik.

Om vi övergår från uthålliga statsfinanser till den ökade stabiliseringspolitiska roll som finanspolitiken fått för de länder som anslutit sig till den monetära unionen, så visar kapitel 3 att de flesta EU-länder, däribland de tre som valt att stå utanför den monetära unionen, har ganska stora och effektiva automatiska stabilisatorer. Men det har inte funnits någon konsekvent, kontracyklisk, diskretionär finanspolitik i EU-länderna under det senaste decenniet, till skillnad från den tydligt kontracykliska finanspolitiken i USA.

De sunda statsfinanserna i Danmark och Sverige bör göra det möjligt för dem att använda finanspolitiken på ett sätt som är förenligt med reglerna i Stabilitets- och tillväxtpakten för att stabilisera konjunktursvängningar. I Danmark har politikerna varit väl medvetna om att upprätthållandet av en fast växelkurs, knuten till euron, kräver att finanspolitiken används för att stabilisera ekonomin.¹⁴ I Sverige visar det nyligen inrättade Finanspolitiska rådet, en myndighet med uppgift att göra en oberoende utvärdering av finanspolitiken, på en imponerande politisk villighet att upprätthålla en sund finanspolitik. Danmark och Sverige skulle så till vida vara väl lämpade för medlemskap i den monetära unionen. För Storbritanniens del tyder det nuvarande stora budgetunderskottet på att det behövs mer tid för att klara budgetreglerna i Stabilitets- och tillväxtpakten.

Även om finanspolitik kan och bör användas för att stabilisera ekonomin, så ska man komma ihåg att den inte fullt ut kan kompensera avsaknaden av en självständig penningpolitik. Det finns välkända begränsningar med finanspolitik, däribland att den tar längre tid att implementera, är svårare att sätta in tidsmässigt optimalt, samt att ständiga förändringar av skattesatser och offentliga inköp kan få samhällsekonomiska kostnader. Finanspolitiken är också ofta påverkad av politiska överväganden som kan stå i motsatsförhållande till stabiliseringskraven. Därför är finanspolitiken mindre verksam för att återställa obalanser i den reala växelkursen som orsakats av alltför kraftiga löneökningar, vilket påpekats tidigare.

Arbetsmarknad och lönebildning

Avsaknaden av en självständig penningpolitik inom en monetär union ställer krav på flexibilitet på arbetsmarknaden för att undvika att konjunkturvariationer leder till stora svängningar i sysselsättningen och stadigvarande arbetslöshet. De utanförstående länderna förefaller i detta avseende vara väl rustade att bli medlemmar i den monetära unionen, med högre sysselsättnings- och lägre arbetslöshetsnivåer än de flesta länder i euroområdet. Under de senaste tio åren har de även genomfört fler arbetsmarknadsreformer för att öka flexibiliteten än vad merparten av medlemmarna gjort.¹⁵ Många av den monetära

14. Se Andersen och Chiriaeva (2007).

15. Se EU-kommissionen (2008), 80–82.

unionens medlemsländer genomförde fler reformer innan de blev medlemmar och färre när medlemskapet var i hamn.

Sysselsättningsökningen, å andra sidan, har varit högre inom den monetära unionen, vilket delvis återspeglar den mycket låga sysselsättningsgraden i en del euroländer i mitten av 1990-talet.

Trots att Storbritanniens arbetsmarknad är bland de mest flexibla i Europa gjorde det brittiska finansdepartementet 2003 bedömningen, på grundval av den utredning som nämnts tidigare, att »vi kan inte lita på att Storbritanniens flexibilitet, även om den förbättrats, skulle vara tillräcklig«. Bakom slutsatsen fanns skepticism om huruvida flexibiliteten skulle räcka till inom den monetära unionen. Det hävdades att »ju mindre flexibilitet som uppnås inom EMU, desto högre blir värdet av en hög flexibilitet i Storbritanniens ekonomi«.

En central aspekt av arbetsmarknaden är lönebildningen. Som framgår av senare tids forskning kan ett strikt inflationsmål leda till dämpade lönekrav i länder med centraliserad lönebildning.¹⁶ Det bygger på tanken att höga löneökningar kommer att mötas av kraftigt höjda räntor, vilket i sin tur förstärker de negativa effekterna på sysselsättningen. Detta bör leda till återhållsamma lönekrav och följaktligen en permanent lägre jämviktsarbetslöshet.

Utifrån det här resonemanget har en del forskare pekat på att inträde i den monetära unionen kan bryta en sådan lönedämpning i ett land med centraliserad lönebildning och ett nationellt inflationsmål, eftersom det inte längre skulle finnas någon tydlig koppling mellan den nationella lönebildningen och den gemensamma räntan inom euroområdet.¹⁷ Detta argumentet utgår ifrån att medlemskap i den monetära unionen skulle öka jämviktsarbetslösheten i Sverige genom att minska Riksbankens disciplinerande inverkan på fackföreningarna. (Resonemanget är inte relevant för Storbritannien, som har decentraliserad lönebildning, och Danmark, som har en fast växelkurs.)

Man kan emellertid också hävda att just eftersom ett nationellt inflationsmål kan disciplinera lönebildningen, så kan det även försvaga aktörernas incitament att samordna återhållsamma lönekrav.¹⁸ Det innebär alltså att de starkare incitamenten för samordnad löneåterhållsamhet skulle finnas inom den monetära unionen, eller med fast växelkurs som i Danmark, och att detta kan medföra samordning som

16. Bratsiotis och Martin (1999) samt Soskice och Iversen (2000).

17. Soskice och Iversen (1998) samt Cukierman och Lippi (2001).

18. Holden (2005).

leder till lägre jämviktsarbetslöshet. Finländska observatörer hävdar att medlemskapet i den monetära unionen har »stärkt kraven på centrala löneuppgörelser«. ¹⁹ Andra forskare har funnit att återhållsamheten i lönekraven ökat i många länder inom euroområdet efter införandet av euron, men också i länder som Sverige och Storbritannien. ²⁰ De hittar med andra ord inget stöd för att det skulle finnas något samband mellan löneåterhållsamhet och penningpolitisk regim. Den här analysen tar emellertid inte hänsyn till en mängd andra variabler som troligen också påverkar lönebildningen, exempelvis institutionella variabler och arbetsmarknadens stramhet, vilket minskar resultatets giltighet.

Handel och utländska direktinvesteringar

Man bör vänta sig att en monetär union har en positiv effekt på handeln inom unionen. Kostnaderna för valutaväxling och för att hantera osäkerhet om växelkurserna minskar. Priserna blir mer transparenta, vilket bör öka konkurrensen. Genomgången i kapitel 5 visade att de flesta undersökningar finner belägg för ökad handel, men att storleken på de beräknade ökningarna varierar. Sammantaget tyder dessa belägg på att medlemskap i den monetära unionen har en ganska stor positiv effekt på handeln. Den ökar både inom euroområdet och med länder utanför. Det sistnämnda kan vara en följd av att medlemskap i den monetära unionen gör ett land mer attraktivt som exportmarknad för länder utanför unionen, men också av att exportörer inom euroområdet blir mer konkurrenskraftiga.

För de tre aktuella länderna utanför den monetära unionen visar analysen i kapitel 5 att Danmark haft en större ökning av handeln med euroområdet än euroländerna haft själva i genomsnitt. Detta kan bero på det höga förtroendet för den fasta växelkursen mot euron. För Sverige var ökningen av handeln med euroländerna något mindre och för Storbritannien mycket mindre än genomsnittet för euroländerna själva.

Utifrån de belägg som presenteras i kapitel 5 kan vi alltså förvänta oss att de tre utanförstående länderna, i synnerhet Sverige och Storbritannien, skulle ha en klar fördel av medlemskap i den monetära unionen i form av ökad handel både inom unionen och med länder

19. Tiilikainen (2005).

20. Posen och Popov Gould (2006).

utanför euroområdet. Dessutom skulle ökad handel med euroområdet kunna leda till en mer synkroniserad konjunkturcykel med euroländerna. Det skulle minska nackdelen med att inte ha någon nationell penningpolitik.²¹

Den monetära unionens effekter på utländska direktinvesteringar är mindre tydliga än effekterna på handeln. Som framgick av diskussionen i kapitel 5 verkar olika krafter mot varandra. Å ena sidan kan horisontella direktinvesteringar, dvs. att starta produktion i ett annat land av samma slag som i hemlandet, vara ett substitut för handel. Om kostnaderna för handel minskar kan det leda till ett minskat behov av horisontella direktinvesteringar. Å andra sidan har den monetära unionen också gjort det attraktivt för utanförstående länder att starta produktion inom unionen. Eftersom det rör sig om motstridiga effekter så uppvisar också genomgången av empiriska undersökningar i kapitel 5 divergerande resultat. Men, som hävdades i kapitel 5, har de undersökningar som kommer fram till positiva resultat inte rensat på ett adekvat sätt för den positiva effekt som EU:s inre marknad haft. Slutsatserna i kapitel 5 är alltså att euron har oklara effekter på utländska direktinvesteringar inom euroområdet, men att den kan ha haft positiva effekter genom att locka till sig investeringar från länder utanför den monetära unionen.

Finansmarknader

Tillkomsten av den monetära unionen ledde till en snabb integration av en del finansiella marknader. Som framgår av kapitel 4, figurerna 4.1 och 4.2, integrerades penning- och statsobligationsmarknaderna direkt efter det att euron lanserats. Men räntorna på dessa marknader är ungefär desamma i Danmark och Sverige som inom euroområdet, och de små skillnader som återstår speglar förmodligen skillnaderna i centralbankernas styrräntor. När det gäller Storbritannien är skillnaden något större, vilket återspeglar skillnaden i centralbankernas styrräntor.

Kapitel 4 visar även att viss integration ägt rum av aktie-, företagsobligations- och kreditmarknaderna, men att den fortfarande är ofullständig, särskilt på kreditmarknaderna. Det finns exempelvis fortfarande en ansenlig spridning vad gäller räntor på bostadslån inom den monetära unionen, vilket framgår av figur 4.3 i kapitel 4.

21. Frankel och Rose (1998).

Spridningen mot de två länder utanför den monetära unionen som haft ett inflationsmål, Sverige och Storbritannien, är ännu större, men det förklaras huvudsakligen av skillnader i centralbankernas styrräntor. Sammantaget visar den här jämförelsen att medlemskap i den monetära unionen skulle haft begränsade effekter för den finansiella integrationen för de länder som i dag står utanför.

Ett annat viktigt orosmoment gäller den finansiella stabiliteten. Bankkrediter är den främsta källan till skuldfinansiering för företag utanför finanssektorn i Europa. Gränsöverskridande banktjänster ökar, och många europeiska banker har blivit stora i relation till sina hemländers storlek. Detta ökar behovet av gemensam överstatlig reglering och tillsyn, vilket blivit extra uppenbart under finanskrisen. Att vara med i euroområdet kan vara en fördel under en finansiell kris, eftersom det innebär visst inflytande över krishanteringen och möjligen också tillgång till hjälp som de utanförstående länderna inte har.

Man kan också hävda att tillgång till en oberoende centralbank ger större utrymme för att anpassa åtgärder till inhemska förhållanden. Om exempelvis inhemska ekonomiska problem gör att inhemska banker får en kraftigare likviditetsåstramning än banker i andra länder, kan en nationell centralbank tillföra ytterligare krediter genom att acceptera ett bredare sortiment av säkerheter. Inom en monetär union kan det vara svårt att angripa problem som är specifika för enskilda länder på ett sådant sätt.

På det hela taget verkar frågor om finansiell stabilitet inte erbjuda några entydiga argument för eller emot medlemskap i den monetära unionen. Den pågående finanskrisen är emellertid ett test av systemet och kan komma att ge sådana argument.

Politiska frågor

Vad förlorar länderna som ställt sig utanför den monetära unionen i form av inflytande? För det första har naturligtvis icke-medlemmar ingen röst i ECB-rådet. Men med tanke på att de utanförstående länderna – även Storbritannien – är små i relation till hela euroområdet, så skulle inflytandet över ECB:s penningpolitik i vilket fall som helst varit litet. Det verkar i stället vara viktigare att veta om utanförskapet innebär minskat inflytande även på andra EU-områden, som är särskilt viktiga för något av de utanförstående länderna. En sådan förlust av inflytande kan uppstå genom att inte tillåtas delta i beslutsfattande organ, genom att bli en mindre attraktiv partner i det ömse-

sidiga givande och tagande som präglar EU:s politik, eller helt enkelt genom minskat anseende.

Länder utanför valutaunionen deltar inte i de regelbundna, informella mötena mellan finansministrarna i euroområdet – eurogruppen – som äger rum varje månad, dagen före Ecofinrådets möten. Eurogruppen nämns inte i fördraget och har ingen formell beslutskompetens. Ändå har den med tiden fått en allt större betydelse som ett forum för diskussioner och konsensuskapande.

Ett antal undersökningar har gjorts för att utvärdera förlusten av inflytande för de länder som ställt sig utanför delar av EU-samarbetet, inklusive den monetära unionen. En undersökning bygger på 33 djupintervjuer med danska och brittiska representanter samt 20 sådana intervjuer med representanter för olika EU-organ och andra medlemsländer. Undersökningen gjordes mellan december 2005 och januari 2008 och konstaterar att många av de danska representanterna beskriver sin undantagsklausul som en begränsning av deras förmåga att främja danska intressen. Förutom effekten av att hamna utanför beslutsfattandet på berörda områden kan representanterna förstärka de negativa effekterna genom själv censur och genom att medvetet avstå från att försöka utöva inflytande, för att undvika inhemsk eller internationell kritik. Men de utanförstående länderna befanns också försöka kompensera genom andra strategier, exempelvis genom att vara »bäst i klassen« (som när Danmark och Sverige uppfyller Stabilitets- och tillväxtpaktens kriterier med råge), genom att hjälpa andra medlemsländer och genom att föreslå kompromisser. En del brittiska representanter hävdade tvärtom att länder med undantagsklausuler i vissa fall kan vara till nytta för att främja nationella intressen. När det gäller den monetära unionen visar undersökningen att Storbrianniens representanter inte känner sig hindrade av att stå utanför euroområdet och även är glada över att kunna bidra med kunskaper om hur en bra penningpolitik ska bedrivas.²²

En annan undersökning finner på liknande sätt att Sverige och Danmark förbättrar sina positioner genom att vara »bäst i klassen« och implementera flest EU-direktiv.²³ De tillämpar även strategin att söka bilateralt samarbete med andra medlemsländer.

Flera undersökningar tyder på att de tre utanförstående länderna

22. Adler-Nissen (2008). Detta överensstämmer med resultaten hos Miles och Doherty (2005).

23. Lindahl och Naurin (2005).

inte har mindre inflytande än andra EU-länder, trots att de ställt sig utanför den monetära unionen. I en undersökning med 131 representanter i Ministerrådets arbetsgrupper från samtliga medlemsländer, genomförd 2003, rankades de tre utanförstående länderna högt som samarbetspartners. Storbritanniens representanter toppade rankinglistan, följda av representanter från två andra stora länder, Frankrike och Tyskland, och med Sverige och Danmark på fjärde respektive sjunde plats. En klar majoritet, 102 av 129, svarade nej när de tillfrågades om huruvida beslutet att stanna utanför euroområdet var en faktor som man tog hänsyn till när man valde samarbetspartners (9 svarade ja och 8 svarade »ja, i frågor som endast rör euron«).²⁴

De utanförstående länderna behandlas inte ogynnsamt när det gäller viktiga uppdrag i parlamentet eller tjänster i EU-kommissionen. Medan Sverige var underrepresenterat på de högsta posterna i EU-kommissionen, var Danmark och Storbritannien överrepresenterade. I fördelningen av tjänster som föredragande i parlamentet var danskarna något underrepresenterade, brittena hade en genomsnittlig representation och svenskarna var klart överrepresenterade.²⁵

Intervjuer som gjordes i september 2007 med danska eurointressenter, fackföreningsrepresentanter, arbetsgivarorganisationer, regeringen, centralbanken och andra institutioner, visar att de inte upplever några direkta problem på grund av att Danmark står utanför valutaunionen. Det hävdas att lösningar och praxis har skapats för att hantera situationen. Den danska rollen som »modelland« har också gett Danmark en gynnad position i Europa.²⁶

Utvidgning av den monetära unionen

Utvidgningen av den monetära unionen med nya medlemsländer har i princip motstridiga effekter på de tre utanförstående länderna när det gäller deras ställningstagande till ett medlemskap. Å ena sidan skulle en större monetär union öka de fördelar som lägre handelskostnader innebär. Det kan också göra det ännu svårare för utomstående att utöva något inflytande. Å andra sidan kommer fler medlemmar att minska varje enskilt lands inflytande inom valutaunionen. Den sammanlagda effekten kan väntas vara positiv, men antagligen liten med tanke på nya medlemmars begränsade ekonomiska vikt.

24. Lindahl och Naurin (2003).

25. Grönberg (2003).

26. Marcussen (2007).

Det kommer att ta längre tid än man först trodde för alla de nya medlemsländerna att gå med i den monetära unionen. Slovenien gick med 2007, Malta och Cypern 2008 och Slovakien i början av 2009, men de andra nya EU-medlemmarna är fortfarande långt ifrån ett medlemskap i den monetära unionen. Den långsamma utvidgningsprocessen stärker slutsatsen att en utvidgning troligen inte spelar någon roll för Danmarks, Sveriges och Storbritanniens övervägande om anslutning under många år framöver.

Slutsatser

Det främsta makroekonomiska argumentet mot att gå med i den monetära unionen är att en nationell penningpolitik tenderar att vara bättre anpassad till tillståndet i det enskilda landets ekonomi och därmed kan bidra mer till att stabilisera produktion, sysselsättning och inflation. I den mån som asymmetriska störningar leder till att den gemensamma penningpolitiken avviker från vad som skulle vara bäst för den nationella ekonomin, återstår bara finanspolitiken som stabiliseringsverktyg.

Finanspolitik kan spela en viktig roll för att stabilisera ekonomin. För det första, och som behandlades i kapitel 3, har de flesta EU-länder ganska kraftfulla automatiska stabilisatorer. När automatiska stabilisatorer tillåts verka dämpas fluktuationerna i ekonomin. För det andra är det möjligt att stabilisera ekonomin ytterligare genom att använda kontracyklisk, diskretionär finanspolitik. I praktiken finns det dock många begränsningar som gör att finanspolitik inte är någon perfekt ersättning för penningpolitik. Diskretionära förändringar i finanspolitiken är svårare att sätta in vid rätt tidpunkt och kan beröra skattesatser och offentliga inköp som får en skadlig effekt på ekonomins effektivitet. Vad som är ännu viktigare är att finanspolitiken ofta påverkas av politiska hänsyn, som kan gå på tvärs mot vad som krävs för att stabilisera ekonomin. Erfarenheterna inom euroområdet är i själva verket att diskretionär finanspolitik tenderar att fungera procykliskt snarare än kontracykliskt.

Ett specifikt problem med att bedriva finanspolitik inom valutaunionen beror på de restriktioner som finns inskrivna i Stabilitets- och tillväxtpakten. De sätter gränser för storleken på underskott i statsbudgeten och de begränsar även storleken på statsskulden, vilket ytterligare begränsar budgetunderskott när skulden överskrider den angivna gränsen.

En inneboende egenskap hos en monetär union är att skillnader i inflationsnivåer mellan länder eller regioner ger upphov till skillnader i realräntor, eftersom de nominella räntorna är mer eller mindre desamma. Ett land med inflation över genomsnittet kommer att ha en lägre realränta. Detta kommer att ge extra bränsle på inflationsbrasan och kan underminera konkurrenskraften i exportsektorn, om det inte kompenseras genom en högre produktivitetstillväxt. Grekland, Irland, Portugal och Spanien är exempel på detta. Belägg från euroområdet visar att det är svårt att korrigera priser och löner för att återställa konkurrenskraft, och att detta kan ta flera år. Tysklands svaga makroekonomiska utveckling efter 1999 kan i viss utsträckning förklaras med en initialt alltför stark växelkurs.

Det främsta makroekonomiska argumentet för att delta i en monetär union är att svängningarna i de nominella växelkurserna i förhållande till andra länder inom unionen försvinner. Nominella växelkurser kan variera mycket kraftigt på kort sikt, med litet eller inget samband med förändringar i ekonomiska fundamenta som BNP och räntor. Förändringar av nominella växelkurser leder till reala växelkursförändringar på kort sikt, eftersom priser och löner är trögrörliga. Sådana förändringar är kostsamma för ekonomin. Medlemskap i en monetär union kan i och för sig resultera i ökad volatilitet i växelkurserna gentemot länder utanför den monetära unionen, men de tre utanförstående länderna har nästan hälften av sin handel med euroområdet. En övergång till euro kommer därför troligen att innebära minskade fluktuationer i nominella och reala växelkurser, vilket skulle vara av godo för Sverige och Storbritannien (men inte för Danmark eftersom landet redan har en fast kurs i förhållande till euron).

Den viktigaste vinsten med att få bort växelkursfluktuationerna – och med att övergå till samma valuta – är ökad handel. Beläggen i kapitel 5 visar att medlemskap i den monetära unionen har lett till en avsevärd ökning av handeln, inte bara mellan medlemsländerna, utan också mellan dem och länder utanför valutaunionen. Dessutom innebär en gemensam valuta att pristransparensen ökar och därmed främjar konkurrensen på varu- och tjänstemarknaderna.

Hur skulle det ha gått för Danmark, Sverige och Storbritannien om de deltagit i valutaunionen från starten 1999, på grundval av de argument för och emot medlemskap som förts fram här?

Danmark har knutit sin växelkurs till euron och kan inte dra nytta av fördelarna med en nationell penningpolitik. Dess penningpolitiska styrränta har nära följt ECB:s ränta, utom under den finansiella krisen,

och den genomsnittliga inflationen har varit densamma som inom euroområdet. Utifrån detta måste vi dra slutsatsen att Danmarks makroekonomiska utveckling skulle ha varit i huvudsak densamma om landet varit med i valutaunionen. Vad gäller effekten på handel, så har Danmark redan skördat en del vinster genom sin stabila växelkurs i relation till euron, men skulle förmodligen få ytterligare vinster vid ett medlemskap.

Sverige har en självständig penningpolitik med ett inflationsmål. Skillnaden mellan penningpolitikens styrränta i Sverige och ECB:s har varit ganska liten sedan 1999. Det är vad man skulle vänta sig, eftersom BNP-gapet i Sverige och euroområdet har följt ett liknande mönster och haft ungefär samma storlek. Det är därför troligt att Sveriges makroekonomiska utveckling som medlem i den monetära unionen skulle ha varit mycket lik den faktiska.²⁷ Beläggen i kapitel 5 tyder dock på att utrikeshandeln skulle varit avsevärt större, särskilt med andra länder i euroområdet, men antagligen också med länder utanför den monetära unionen.

Storbritanniens konjunktur har blivit alltmer synkroniserad med euroområdets jämfört med tidigare, men det finns fortfarande betydande skillnader i konjunkturläget emellanåt. Detta har lett till periodvis ganska stora skillnader mellan styrräntan i Storbritannien och euroområdet, där Storbritanniens ränta konsekvent varit högre. Under flera år har inflationen i Storbritannien varit lägre än det uppsatta målet, och en lägre ränta skulle å ena sidan ha pressat upp inflationen och antagligen minskat målavvikelsen. Å andra sidan skulle en lägre ränta också ha kunnat driva upp fastighetspriserna ännu mer, vilket troligen inneburit att den senaste tidens prisfall på fastigheter blivit större. Sammantaget skulle inte effekten av ett medlemskap i den monetära unionen blivit stor vad gäller Storbritanniens makroekonomiska utveckling. Som tidigare nämnts visar belägg i kapitel 5 att utrikeshandeln troligen skulle varit avsevärt högre, särskilt med länder i euroområdet, men antagligen också med länder utanför den monetära unionen.

Sammanfattningsvis drar vi slutsatsen att den makroekonomiska utvecklingen inte skulle ha varit särskilt mycket annorlunda för Danmark, Sverige och Storbritannien om de varit med i den monetära

27. Detta stöds av en studie av Söderström (2008) om hur den svenska ekonomin skulle ha utvecklats inom euroområdet. Han finner att BNP-tillväxten skulle varit högre och mer volatil, och inflationen högre. Skillnaderna beräknades dock vara mycket små.

unionen från starten. Men utrikeshandeln hade ökat, särskilt för Sverige och Storbritannien.

Danmarks, Sveriges och Storbritanniens politiska inflytande hade antagligen inte påverkats särskilt mycket av ett medlemskap, eftersom förlusten av politiskt inflytande verkar ha varit liten av att stå utanför. Dessutom skulle en ytterligare utvidgning av den monetära unionen med nya medlemsländer inte ha särskilt stor effekt för de tre utanförstående länderna.

Vad kan detta säga oss om vad som skulle hända om de här länderna blev medlemmar i dag? Beläggen ovan tyder på att handeln skulle öka, särskilt för Sverige och Storbritannien. Effekterna på den makroekonomiska utvecklingen skulle vara beroende på omfattningen av framtida externa störningar och förmågan att hantera dem. En ständigt fortgående integration mellan medlemsländerna och länderna utanför kommer troligen att minska de asymmetriska störningarnas omfattning, och därmed minska den förlust det innebär att ge upp den egna penningpolitiken. Det är naturligtvis svårt att förutse vilket slags störningar som kommer att uppstå i framtiden. Dessutom återstår det att se hur konkurrenskraftsproblemen inom den monetära unionen kommer att lösas, och vilka konsekvenserna blir för länder som påverkas.

Vad beträffar förmågan att hantera störningar förefaller de länder som valt att stå utanför den monetära unionen att stå väl rustade. För närvarande har Danmark och Sverige goda möjligheter att använda finanspolitiken som en ersättning – om än inte perfekt – för en självständig penningpolitik, eftersom deras offentliga skuldsättning är låg och de har haft överskott i statsbudgeten. Men framför allt har de ett bra ramverk för att utforma finanspolitiken. Storbritannien har också en relativt liten statsskuld, men ett sämre läge när det gäller statsbudgeten. Dessutom har de utanförstående länderna relativt flexibla arbetsmarknader jämfört med länderna inom euroområdet, vilket underlättar anpassningar när sådana är nödvändiga.

Bör Danmark, Sverige och Storbritannien gå med i den monetära unionen? Med fast valutakurs mot euron har Danmark egentligen inget penningpolitiskt oberoende. Medan Danmark behåller möjligheten att devalvera sin valuta i händelse av en stor, negativ störning, så finns också risken för spekulationer mot kronan om penningpolitiken förlorar trovärdighet. Dessutom skulle handeln öka. Danmark skulle därför troligen tjäna ekonomiskt på att gå med i den monetära unionen.

Om ett medlemskap är ekonomiskt gynnsamt för Sverige och

Storbritannien eller ej, beror på vilken vikt man tillmäter förlusten av en självständig penningpolitik i händelse av asymmetriska störningar å ena sidan, och de troliga vinsterna med minskade nominella och reala växelkursfluktuationer och ökad handel å andra sidan.

REFERENSER

- Adler-Nissen, R. (2008), »The Diplomacy of Opting-Out: A Bourdieudian Approach to National Integration Strategies«, *Journal of Common Market Studies* 46(3), 663–684.
- Andersen, T. M. och J. Chiriaeva (2007), »Exchange Rate Pegs, Fiscal Policy and Credibility«, *Open Economics Review* 18, 53–76.
- Bjørnland, H.C. (2006), »Monetary policy and exchange rate overshooting: Dornbusch was right after all«, Mimeo, Norwegian School of Management.
- Bratsiotis, G. och C. Martin (1999), »Stabilization, Policy Targets and Unemployment in Imperfectly Competitive Economies«, *Scandinavian Journal of Economics* 101(2), 241–256.
- Calmfors, L., H. Flam, N. Gottfries, J. H. Matlary, M. Jerneck, R. Lindahl, C.N. Berntsson, E. Rabinowicz och A. Vredin (1997), *EMU – A Swedish perspective*. Kluwer Academic Publishers.
- Calmfors, L., G. Corsetti, M. P. Devereux, S. Honkapohja, G. Saint-Paul, H.W. Sinn, J.-E. Sturm, och X. Vives (2007), The EEAG Report on the European Economy 2007, kap. 1. CESifo.
- Cukierman, A. och F. Lippi (2001). »Labor markets and monetary union. A strategic analysis«, *Economic Journal* 111, 541–565.
- Dickens, W., L. Goette, E.L. Groshen, S. Holden, J. Messina, M.E. Schweitzer, J. Turunen och M. Ward (2007), »How wages change: Micro Evidence from the International Wage Flexibility project«, *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 195–214.
- EU-kommissionen (2008), EMU@10.
- Frankel, J. och A. Rose (1998), »The Endogeneity of Optimal Currency Area Criteria«, *The Economic Journal* 108, 1 009–1 025.
- Grönberg, M. (2003), »EMU ryktet och inflytandet«, Mimeo, University of Gothenburg, Department of Political Science.
- Holden, S. (2005), »Monetary regimes and the co-ordination of wage setting«, *European Economic Review* 49, 833–843,
- Holden, S. och F. Wulfsberg (2008), »Downward nominal wage rigidity in the OECD«, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 8, nr 1 (Advances), artikel 15.

- Lindahl, R. och D. Naurin (2003), »Gemenskap, utanförskap och inflytande i EU:s Ministerråd«, *CERGU Working Paper Series* nr 03:2, Göteborg.
- Lindahl, R. och D. Naurin (2005), »Sweden: The Twin Faces of a euro-Outsider«, *European Integration*, vol. 27, nr 1, 65–87.
- Marcussen, M. (2005), »Denmark and european Monetary Integration: Out But Far From Over«, *European Integration*, vol. 27, nr 1, 43–63.
- Marcussen, M. (2007), *Handling euro-outsiderness*. Center for Democratic Network Governance, Roskilde University, WP 2007:6.
- Miles, Lee och Gabriel Doherty (2005), »The United Kingdom: A Cautious euro-Outsider«, *European Integration*, vol. 27, nr 1, 89–109.
- Pisani-Ferry, J, P. Aghion, M. Belka, J. von Hagen, L. Heikensten och A. Sapir (2008), *Coming of age: Report on the euro area*. Bruegel Blueprint series.
- Posen, A.S. och D. Popov Gould (2006), »Has EMU Had Any Impact on the Degree of Wage Restraint?«, *Working Paper* 06-6, Institute for International Economics.
- Puetter, U (2004), »Governing informally: the role of the eurogroup in EMU and the Stability and Growth Pact«, *Journal of European Public Policy* 11:5, oktober 2004: 854–870.
- Rigobon, R. (2008), »Exchange rate volatility«, i Durlauf, S.N. och L.E. Blume (red.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, vol. 3, 96–99.
- Soskice, D. och T. Iversen (1998), »Multiple wage-bargaining systems in the single european currency area«, *Oxford Review of Economic Policy* 14, 110–124.
- Soskice, D. och T. Iversen (2000), »The non-neutrality of monetary policy with large price or wage setters«, *Quarterly Journal of Economics* CXV, 265–284.
- Söderström, U. (2008), »Re-evaluating Swedish Membership in the EMU: Evidence from an Estimated Model«, Mimeo, Bocconi University.
- Tiilikainen, T. (2005), »Finland: Any Lessons for the Euro-Outsiders?«, *Journal of European Integration* 27(1), 25–42.

Antonio Fatás är professor i nationalekonomi vid INSEAD i Frankrike och forskare vid Georgetown University i Washington. Han forskar om finanspolitik och om samband mellan konjunkturcykler och tillväxt. Han har haft flera uppdrag åt IMF, Världsbanken, OECD och EU-kommissionen. Antonio Fatás är huvudförfattare till kapitel 3 (tillsammans med Ilian Mihov).

Harry Flam är professor i internationell ekonomi vid IIES, Stockholms universitet. Han har forskat om handel och europeisk ekonomisk integration, och var bland annat ledamot av den stora EMU-utredningen i mitten av 1990-talet. Han har också varit redaktör för Ekonomisk Debatt och medlem av finansdepartementets ekonomiska råd. Harry Flam är huvudförfattare till kapitel 1 och kapitel 5.

Steinar Holden är professor vid Oslo universitet och har lönebildning och penningpolitik som främsta forskningsområden. Han är vetenskaplig rådgivare till Norges Bank och har även varit ansvarig för den årliga utvärderingen av den norska penningpolitiken, Norges Bank Watch. Steinar Holden är huvudförfattare till kapitel 6.

Tullio Jappelli är professor i nationalekonomi vid Neapels universitet och chef för dess Center for Studies in Economics and Finance. Han forskar om sparande, likviditetsbegränsningar, och hushållens portföljval och är redaktör för tidskriften Economic Policy. Han har haft uppdrag för bl.a. Världsbanken, EU-kommissionen och Banca Italia. Tullio Jappelli är huvudförfattare till kapitel 4 (tillsammans med Marco Pagano).

Ilian Mihov är professor vid INSEAD i Frankrike, har en forskningsprofessur vid DWI i Berlin och är rådgivare till Banque de France i forskningsfrågor, bulgariska centralbanken och Singapores monetära myndighet. Han forskar om finans- och penningpolitik samt om transitionsekonomier. Ilian Mihov är huvudförfattare till kapitel 3 (tillsammans med Antonio Fatás).

Marco Pagano är professor i nationalekonomi vid Neapels universitet och chef för Einaudi Institute for Economics and Finance. Han forskar bl.a. om finansmarknader, penning- och finanspolitik och har varit rådgivare åt italienska finansdepartementet, EU-kommissionen, ECB m.fl. Marco Pagano är huvudförfattare till kapitel 4 (tillsammans med Tullio Jappelli).

Charles Wyplosz är professor i internationell ekonomi vid Graduate Institute i Genève, där han leder International Centre for Money and Banking Studies. Han har forskat om finanskriser, europeisk ekonomisk integration, finanspolitik och övergång till marknadsekonomi och är rådgivare till EU-kommissionens ordförande, IMF, Världsbanken, FN m.fl. Han är även regelbunden kolumnist i bl.a. Financial Times och Le Monde. Charles Wyplosz är huvudförfattare till kapitel 2.

