

## EMU och svensk stabiliseringspolitik

*Att delta i EMU kan upplevas som ett steg in i det okända för Sveriges del. Det finns dock, hävdar Christopher Sardelis, mycket som tyder på att deltagandet inte medför några dramatiska stabiliseringspolitiska konsekvenser. Svensk ekonomi är väl integrerad med den europeiska och de stabiliseringspolitiska behoven förefaller inte skilja sig på något avgörande sätt. Dessutom är den svenska politikens nuvarande orientering inte så annorlunda än den som kommer att föras i en EMU enligt Maastricht-fördragets föreskrifter. Att stå utanför EMU skulle således innebära att vi skulle föra en likartad politik, men att vi skulle belasta ekonomin med de sedvanliga trovärdighetskostnaderna.*

Ett deltagande i den europeiska monetära unionen (EMU) ändrar radikalt betingelserna för stabiliseringspolitikens utformning. Det kommer bli att innebära att kronkursen fixeras oåterkalleligt mot de andra deltagande ländernas valutor, att penningpolitiken centraliseras på europeisk nivå och att finanspolitiken samordnas kring en gemensam inriktning. I Maastrichtfördraget (artikel 103) anges att "medlemsstaterna skall betrakta den ekonomiska politiken som en fråga av gemensamt intresse och ska samordna den inom rådet..." (Utrikesdepartementet [1993, s23]). Därmed förlorar Sverige, i likhet med de övriga länder som kan tänkas delta i EMU, den direkta kontrollen över de stabiliseringspolitiska styrmedlen och den fråga som omedelbart inställer sig är vilka risker en sådan förändring kan

komma att innebära för svenskt vidkommande.

Den infallsvinkel jag har valt för att belysa denna stora och mångfacetterade fråga är följande. För att en centraliserad stabiliseringspolitik ska kunna tillvarata deltagarländernas stabiliseringspolitiska behov måste två grundläggande villkor vara uppfyllda. För det första ska de deltagande ländernas stabiliseringspolitiska preferenser vara homogena, så att risken för uppsplitande tvister om de stabiliseringspolitiska målen minimeras.<sup>1</sup> För det andra måste ekonomierna ligga i fas med varandra under konjunkturcykeln, så att de variabler den gemensamma politiken

*Fil dr CHRISTOPHER SARDELIS är verksam vid Sveriges Riksbank. Under de två senaste åren har han arbetat som expert i monetära frågor vid EG-kommissionen.*

\* Jag är tacksam för vardefulla synpunkter på tidigare utkast från Susanne Johansson, Finansdepartementet, Anders Vredin, Handelshögskolan, samt mina kolleger på Riksbanken Lars Hörngren, Mats Kinnwall och Christina Lindenius.

<sup>1</sup> En extrem tolkning av homogena preferenser är att samtliga länder för en identisk ekonomisk politik utan någon typ av formell samordning. En sådan homogenitet kan också tas som vittnesbörd om att det finns en djupare politisk värdegemenskap.

ska söka styra, fluktuerar på ett synkroniserat sätt. Mycket tyder på att Belgien, Danmark, Frankrike, Holland, Tyskland och Österrike bildar en tämligen homogen grupp i båda dessa avseenden och dessa länder har därför kommit att betraktas som de mest sannolika deltagarländerna i en EMU. Den överskuggande frågan är huruvida Sverige uppfyller dessa villkor och därmed kan sägas tillhöra denna "kärngrupp".

Den historiska informationen tyder på att en utvidgning av denna grupp med Sverige kan tunna ut dess homogenitet i båda avseendena. Jämfört med länderna i kärngruppen har svensk ekonomisk politik under 1970- och 1980-talen prioriterat andra mål, samtidigt som viktiga stabiliseringspolitiska variabler visar ett asymmetriskt konjunkturbeteende. Mot denna bakgrund kan varje försök att utforma en gemensam stabiliseringspolitik upplevas som ett risktagande för båda parter. Jag har dock funnit anledning att ifrågasätta relevansen av denna information för bedömningar om framtida förhållanden.

För det första finns det mycket som tyder på att såväl Sveriges som kärngruppens syn på de stabiliseringspolitiska prioriteringarna numera rör sig i en konvergerande riktning. Den finansiella integrationen har dessutom medfört att små länders möjligheter att föra en substantiellt avvikande politik har urholkats påtagligt. Den svenska ekonomiska politikens nuvarande och framtida orientering kommer således att likna EMUs och den egentliga konsekvensen av att inte delta blir, något tillspetsat uttryckt, att vår politik blir mera dikterad utifrån än formulerad av oss själva.

Indicierna om ett avvikande konjunkturmönster väcker förvåning med tanke på den svenska ekonomins struktur och graden av integration med de europeiska ekonomierna. Min slutsats är att dessa resultat i hög grad präglas av att svensk ekonomisk politik, beroende på avvikande prioriteringar under 1970-80-talen,

"stört" ekonomin på ett sätt som ger intryck att det finns djupa, strukturella olikheter. Eftersom denna källa till asymmetriskt beteende inte längre existerar, enligt min mening, torde den svenska ekonomins framtida konjunkturbeteende inte påverka kärngruppens homogenitet på något avgörande sätt.

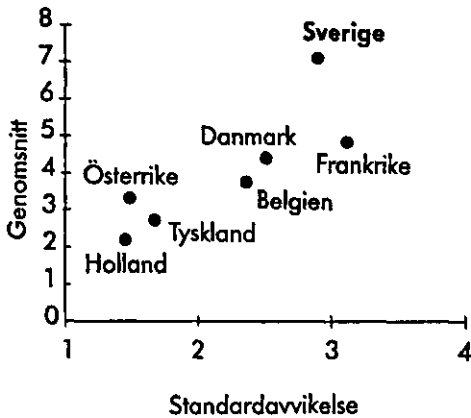
## Hur begränsas den stabiliseringspolitiska friheten?

Den definitiva förlusten av växelkursinstrumentet har flera viktiga implikationer, men den mest omedelbara är att man förlorar "inflationfriheten". Som Vredin [1993] mycket riktigt påpekar är tillgången till växelkursinstrumentet nära kopplad till möjligheten att sätta upp ett eget inflationsmål. Att frivilligt ge upp en sådan frihet i samband med EMU-deltagandet måste i så fall vara ett tecken på att de inblandade ländernas inflationspreferenser sammanfaller. *Figur 1* och *2* tyder dock på att det historiskt har funnits väsentliga preferensskillnader mellan Sverige och de övriga länderna.

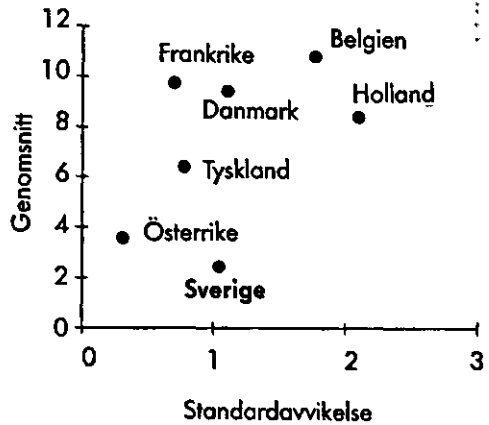
Trots en fast växelkurspolitik, hade Sverige under 1980-talet både högre och mer variabel inflation än de flesta länderna inom kärngruppen (se *Figur 1*). Mellan den "sista" stora devalveringen 1982 och den mycket kraftiga deprecieringen av kronan i samband med övergången till rörlig växelkurs i slutet av 1992, förde Sverige en politik som uppenbarligen prioriterade sysselsättningen mera än inflationen. Till skillnad från Sverige förde de andra länderna en starkt antiinflationistisk politik, i ett försök att etablera trovärdigt fasta växelkurser mot D-marken. Denna politik ledde dock till stigande och slutligen mycket hög arbetslöshet (*Figur 2*).

Med facit i handen kan man dock konstatera att det sammanlagda resultatet av båda ekonomisk-politiska inriktningarna inte gav några tillfredsställande och hållbara resultat. Den svenska inflationstole-

Figur 1 Inflation 1982–1992.



Figur 2 Arbetslösheten 1982–1992.



Källa: OECD, *Economic Outlook*, nr 54.

ransen hade säkerligen ett högt pris i termer av effektivitetsförluster och när denna politik övergavs nyligen blottades den bräckliga grund de låga arbetslöshets-talen vilade på.<sup>2</sup> Å andra sidan permanentades arbetslösheten i EU-länderna på en farligt hög nivå och problemets sociala dimensioner undergrävde trovärdigheten även i denna politik. När arbetslösheten åter visade stigande tendenser i början av konjunkturedgången 1992, utsattes även dessa länders växelkursåtaganden för trovärdighetstester och räntechockerna bidrog till en djupare lågkonjunktur än nödvändigt.

Mot denna bakgrund omprövas tidigare inställningar på båda håll i en konvergerande riktning. Den svenska ekonomiska politiken reflekterar numera uppfattningen att låg och stabil inflation är fördelaktig från effektivitetssynpunkt och penningpolitikens explicita mål är numera att hålla inflationstakten kring två procent fram till 1995. Samtidigt pågår ett omfattande arbete inom den europeiska unionen med syfte att formulera ett ekonomisk-politiskt program som, utan att äventyra inflationsmålet, avser att halvera arbetslösheten fram till sekelskiftet. Dessa idéer är redan dokumenterade i den sk Vitboken och det förtjänar att be-

tonas att flera inslag i detta program speglar en genuint svensk inställning till problemet; omskolning av arbetskraften, reaktivering av långtidsarbetslösa, utväxling av arbetsgivaravgifter mot miljöskatter, omfördelning av offentliga utgifter till förmån för infrastruktur etc. På många sätt står den svenska modellen som direkt förebild.<sup>3</sup>

Med konvergerande preferenser vad gäller inflation och arbetslöshet kan en oåterkallelig fixering av växelkursen knappast utgöra någon bindande restriktion på svensk ekonomisk politik. Tvärtom, ett deltagande i EMU bör ge oss möjligheten att åtnjuta fördelarna av en låginflationsekonomi utan att bära några trovärdighetskostnader. Det torde med

<sup>2</sup> Uppfattningarna att hög och instabil inflation har skadliga effekter (Driffill m fl [1990]) saknar en klar teoretisk grund. Å andra sidan finns det empiriskt belägg att tillväxten hämmas (se tex Commission of the EC [1990, s91]).

<sup>3</sup> Programmet beskrivs i Commission of the EC [1994] och likheterna med den svenska modellen beskrivs bl a i Larsson [1994]. Behovet av en politik som stärker utbudssidan av EU-ekonomierna tas upp i bl a Drèze m fl [1987] och Matthes & Sardelis [1993].

andra ord inte finnas några avgörande politiska hinder för att ge upp "inflationfriheten" och föra en gemensam penningpolitik med de andra unionsländerna, då denna kommer att vara inriktad mot samma mål som svensk politik redan i dagsläget bekänner sig till.<sup>4</sup> Att självmant ge upp inflationfriheten kan endast innebära att man utrotar den för svenskt vidkommande vanligaste devalveringsorsaken; en med växelkursmålet inkonstistent ekonomisk politik.

Av detta följer dock inte att växelkursinstrumentet helt kan onödiggöras. Det finns andra, mera hållbara, argument till varför en definitiv förlust av växelkursinstrumentet kan vara ett risktagande, i första hand risken för *reala chocker*. Denna aspekt kommer att behandlas i detalj i senare avsnitt, men det finns anledning att redan här göra två allmänna reflektioner. För det första är tilltron till användbarheten av växelkursinstrumentet klart överdriven. Modern litteratur (se tex de Grauwe [1992] för en översikt) har visat att växelkursen är ett mycket *inflexibelt instrument*, då dess potentiella användning är förenad med permanenta kostnader, framför allt höga räntor, avsedda att kompensera för devalveringsrisker. För det andra kan en växelkursjustering enbart lindra effekterna av störningar som är genuint asymmetriska, dvs störningar som inte drabbar samtliga länder samtidigt. Detta är en viktig aspekt eftersom EMU-länderna kommer att föra en gemensam växelkurspolitik gentemot resten av världen. Den definitiva förlusten av kronkursen har således stabiliseringspolitisk betydelse endast om störningarna i svensk ekonomi är *asymmetriska i förhållande till de övriga EMU-länderna*.

### EMU och finanspolitiken

Det är svårt att idag ge exakta besked om den effektiva begränsningen i ländernas finanspolitiska autonomi som följer av ett

deltagande i EMU. Skälet är att ländernas finanspolitiska frihet inte definieras på ett absolut sätt, utan genom dess effekter på resten av unionen via räntenivån. Räntenivån inom EMU kommer nämligen inte bara att påverkas av den gemensamma penningpolitiken, utan också av den finanspolitiska inriktningen.<sup>5</sup> Därmed blir finanspolitiken i varje enskilt land av gemensamt intresse. Detta har medfört att regler och procedurer upprättats för att påverka och samordna finanspolitiken i deltagarländerna, dels i form av några *bindande minimiregler* och dels genom en löpande dialog inom ramen för en procedur som i Maastrichtfördraget kallas *multilateral bevakning*. Denna beskrivs i artikel 103a i mycket allmänna ordalag; "Rådet skall med kvalificerad majoritet på rekommendation av kommissionen utarbeta ett utkast till *övergripande riktlinjer* för medlemsstaternas och gemenskapens ekonomiska politik och ska rapportera sina resultat till Europeiska rådet" (Utrikesdepartementet, [1992, s24]).

Minimireglerna är däremot mera explicita och har specificerats ytterligare i en kompletterande lagstiftning som gäller från januari 1994. För det första ska varje land bära sin egen skuldbörda, dvs det kommer inte att finnas någon finanspolitisk solidaritet mot länder som har forlorat budgetkontrollen. Grundtanken är att man vill utnyttja kapitalmarknadens straffmedel (räntepremier), för att stärka

<sup>4</sup> Att den Europeiska Centralbanken kommer att föra en politik orienterad mot prisstabilitet garanteras av statuterna i Maastrichtfördraget. Det är däremot inte klart med vilka metoder detta ska uppnås. För en utförlig diskussion av denna aspekt se Sardelis [1993b].

<sup>5</sup> Penningpolitiken kommer tillsammans med det aggregerade offentliga upplåningsbehovet att påverka nivån på en gemensam grundränta. Utöver denna kan eventuella riskpremier tillkomma för olika länder, beroende bl a på statsskuldens utveckling.

budgetdisciplinen. Regeln avser med andra ord att isolera eventuella räntechocker till de länder som bedriver en på sikt ohållbar finanspolitik. För att ytterligare stärka marknadens roll och göra denna regel mer effektiv har man också förbjudit likvidisering av underskotten, dvs finansiering av offentlig verksamhet med hjälp av sedelpressarna. Upplåning i centralbankerna är därmed utesluten, en viktig begränsning för vissa länder särskilt under steg två, då centralbankerna i allt väsentligt fortsätter att ha sina traditionella roller. Slutligen finns det en regel mot "alltför stora underskott" (*excessive deficits*), vars praktiska konsekvenser är svårare att förutse. Huruvida underskottet i ett visst land kan klassificeras som "alltför stort" eller ej är en bedömningsfråga, eftersom ekonomiska omständigheter och exogena faktorer ska vägas in. Ansvar att göra dessa bedömningar har därför delegerats till ECOFIN-rådet.<sup>6</sup>

De viktigaste konsekvenserna som följer av Maastrichtfördraget kan därmed sammanfattas som ett starkare externt tryck för låg inflation och sunda statsfinanser. Men vilken stabiliseringspolitisk frihet har ett land som Sverige utanför EMU?

#### *Handlingsutrymmet vid alternativa växelkursregimer*

Att frivilligt och oåterkalleligt ge upp friheten att formulera en egen stabiliseringspolitik skulle vara en besynnerlig och irrationell handling, om det inte var så att den frihet man väljer att avstå ifrån i själva verket upplevs som en belastning. Wihlborg [1993] har på ett förtjänstfullt sätt lyft fram denna aspekt i EMU-debatten genom att betona att de risker som vanligtvis associeras med olika institutionella alternativ inte är väsensskilda och separerbara från varandra; snarare olika skepnader av en och samma makroekonomiska grundrisk. Vi ska här titta närmare på de existerande växelkursalternativen

utifrån denna synvinkel.

Det torde numera inte råda några delade meningar om att hållbarheten i varje system med fasta, men justerbara, växelkurser förutsätter att en rad villkor ska vara uppfyllda. Kravet på konvergerande inflationstakter har redan nämnts, men detta har visat sig vara otillräckligt om inflationspolitiken äventyrar andra viktiga mål. Caramazza [1993] har tex visat att arbetslöshetsutvecklingen har haft en signifikant inverkan på devalveringsförväntningarna av den franska francen mot den tyska marken. I en studie av ERM kommer de Grauwe [1993] till en liknande slutsats. Mekanismens trovärdighet har visat sig vara mycket konjunkturkänslig, så att de premier som åläggs för växelkursrisken i termer av räntedifferenser tenderar att stiga under lågkonjunktur och minska under högkonjunktur. Anledningen förefaller vara att marknaden agerar utifrån uppfattningen att devalveringsbehovet växer när arbetslösheten stiger, särskilt i länder som sett sin konkurrenskraft gröpas ur under en längre period. Under högkonjunktur minskar däremot behovet av en sådan anpassning då trycket på arbetsmarknaden avtar och regeringar kan leva med en på sikt ohållbar kurs. Räntechockerna inom ERM har med andra ord inte varit slumpmässiga utan systematiskt destabiliserande. De räntechocker som föregick kronans fall under hösten 1992 illustrerar på ett tydligt sätt kostnaderna med ett sådant alternativ. Halvfasta växelkurser utan en ihärdig politik som leder till långtgående ekonomisk konvergens utgör med andra ord inget "frihetsbevarande" stabiliseringspolitiskt alternativ.

Att ytterligare öka eller minska flexibiliteten i en växelkursmekanism är dock

<sup>6</sup> Sverige hade kanske aldrig tillåtit att föra en politik som leder till budgetunderskott av nuvarande storlek, oberoende av omständigheter.

två alternativ som också är förenade med risker och problem, om än av olika slag. Vid rörliga växelkurser maximeras i och för sig friheten att välja både inflation och räntenivå men, om denna frihet utnyttjas till fullo så att tex inflationstakten fluktuerar oberoende av omvärldens, blir växelkursen mycket volatil. Kostnaden för denna frihet kommer att bäras av de som har ett intresse att eliminera växelkursrisken, i princip de som bedriver handel med omvärlden. Detta är tekniskt möjligt med hjälp av optioner, terminer och andra derivatinstrument, men priset på sådana instrument är enligt finansiell teori växande i den underliggande osäkerheten (variansen). Därmed ökar den kostnad som övervältras på de privata aktörerna i takt med att handlingsutrymmet exploateras och, omvänt, varje försök att avlasta den externa sektorn från denna börda innebär att det effektiva handlingsutrymmet elimineras.

Att delta i en valutaunion innebär som redan påpekats två typer av risker, en preferensrisk och en ekonomisk risk. Preferensrisken behandlades i föregående avsnitt och visade sig vara minimal i det aktuella fallet. Den ekonomiska risken uppstår på grund av att räntan ska fixeras på en nivå som, åtminstone i EMUs fall, ska vara förenlig med prisstabilitetsmålet för unionen som helhet. Penningpolitiken kommer med andra ord inte att ackommodera asymmetriska (länderspecifika) chocker, annat än i den utsträckning sådana påverkar inflationstrycket i hela området.

En centralisering av penningpolitiken är från denna synpunkt nästan likvärdig med en fasträntepolitik på nationell nivå och, i så fall, lika destabiliserande som denna om reala asymmetriska chocker är frekventa. Normalt vill man att räntan ska reagera på ett sätt som absorberar reala chocker, vilket sker antingen automatiskt, via efterfrågeanpassningen om penningmängden används som intermediärt mål, eller genom direkta penningpolitiska

ingrepp. Men räntan kan aldrig reagera om den bestäms på en besluts- eller marknadsnivå som ligger utanför chockvägornas räckvidd. Räntestelheten kan därmed leda till stor variabilitet i produktion och sysselsättning vid förekomst av asymmetriska reala chocker, då räntan kan vara antingen för låg eller för hög, beroende på typ av chock och var chocken inträffar.

Slutsatsen är att i en värld med globala kapitalmarknader är riskerna i stor utsträckning utbytbara och att delta i en valutaunion innebär inget annat än att man har valt en speciell risk- och kostnadstyp. I valet mellan halvfasta och rörliga kurser tenderar de flesta ekonomerna i dag att föredra rörliga, då finansiella innovationer pressar ner kostnaderna för riskhanteringen. Men att avlasta ekonomin både från destabiliserande räntechocker och riskelimineringkostnader genom att delta i en valutaunion sker inte med mindre än att man framför allt ådrar sig en risk för ökad volatilitet i reala variabler. Denna risk är värd att undersöka i detalj.

### Risken för asymmetriska chocker

Asymmetriska störningar innebär att centrala makroekonomiska variabler inom en grupp av länder svänger på ett osynkroniserat sätt. Att tex BNP-fluktuationerna i två länder är dåligt korrelerade med varandra kan tas som ett tecken på att det inte finns förutsättningar för att bedriva en gemensam stabiliseringspolitik. Det är därför av stort intresse att undersöka både förekomsten av och eventuella orsaker till osynkroniserade förlopp hos centrala variabler. Resultaten i existerande studier presenteras i nästa avsnitt, men några påpekanden om deras relevans ter sig berättigade.

#### *Typer av asymmetriska chocker*

Generellt är det önskvärt att rensa det historiska mönstret från asymmetriska

chocker som har sin upprinnelse i unika händelser. De är inte intressanta för framtida bedömningar, just därför att de har varit unika. Finland drabbades tex av en sådan chock när den bilaterala handeln med dåvarande Sovjetunionen bröt samman under 1990 och det finns knappast anledning att tro att en liknande chock kan inträffa i framtiden.<sup>7</sup> Mer regelbundna asymmetrier är däremot intressantare och kan observeras mellan tex oljeexporterande (Norge) och oljeimporterande länder (merparten av EU-länderna) när oljepriserna fluktuerar kraftigt. Handelsmönstret tyder med andra ord på att norsk ekonomi kommer att vara speciellt utsatt för asymmetriska chocker i förhållande till EU-länderna.

I ekonomiska studier representeras chockerna av resttermerna, dvs de inom modellens ram oförklarade svängningarna i tidsserierna. En dålig korrelation mellan dessa är liktydigt med att chockerna är asymmetriska. Förekomsten av asymmetriska chocker kan följaktligen *variera mellan studierna*, eftersom resttermerna är modellspecifika. En annan iakttagelse är att modellerna oftast är mycket aggregerade, *konstruerade snarare för att spåra än att förklara asymmetrier*. Detta är en mycket viktig aspekt, eftersom en observerad asymmetri kan ha tre alternativa förklaringar. Den kan bero på ekonomiernas relativa utsatthet för *säregna externa impulser* och kan i så fall vara ett tecken på att ekonomiernas öppenhet mot omvärlden visar betydande olikheter. Den kan också bero på att de privata aktörerna anpassar sig på olika sätt vid en gemensam störning, ett tecken på att privat beteende grundar sig på *olika förväntningar* om ackommoderande ekonomisk-politiska åtgärder. Det kan slutligen bero på att de olika länderna faktiskt har försökt parera gemensamma chocker med helt *olika ekonomisk-politiska åtgärder*. Särskiljande av dessa tre orsaker är omöjligt i mycket aggregerade modeller, men är enligt min mening av central betydelse

för tolkningen av den historiska bilden.

Ekonomisk politik kan med andra ord påverka tidsserierna på flera olika sätt. På kort sikt påverkas efterfrågesidan och, beroende på vilka mål som prioriteras i olika länder, kan samma externa impulser ge upphov till helt asymmetriska efterfrågeeffekter. Hög frekvens av asymmetriska efterfrågechocker kan således förklaras av särpräglade externa faktorer likväldigt som av särpräglade ekonomisk-politiska insatser. På längre sikt påverkas också förväntningarna och ekonomins utbudssida. Asymmetriska produktivets- och lönechocker kan i högsta grad bero på att aktörerna förväntar sig olika ackommoderande ekonomisk-politiska insatser.<sup>8</sup> En ackommoderande växelkurspolitik kan tex ge upphov till ett lönesättningsbeteende som inte tar hänsyn till konkurrenskraften, varför en justering av

<sup>7</sup> Den tyska återföreningen är ett annat exempel på en unik chock, värt att nämna även av andra skäl. Chocken inträffade i ankarlandet i den europeiska växelkursmekanismen (ERM) och fick av den anledning stort genomslag i samtliga europeiska ekonomier, via räntorna. Samtliga länder försökte in i det längsta att hålla en fast växelkurs mot DM och anpassade på detta sätt sin penningpolitik till de tyska stabiliseringspolitiska behoven. I en valutaunion hade den gemensamma penningpolitiken inte ackommoderat den tyska chocken annat än via dess effekt på hela områdets inflation. Exemplet illustrerar skillnaden mellan asymmetriska (ERM) och symmetriska (tex EMU) system av fasta växelkurser. Inom EMU hade Tyskland i stället varit tvungen att parera chocken genom en mera kontraktiv finanspolitik.

<sup>8</sup> Att förväntningar om ackommoderande växelkursjusteringar undergräver disciplinen på arbetsmarknaden och leder till höga löner visas bla i Horn & Persson [1988]. På ett liknande sätt har Produktivitsutredningens (SOU 1991:82) huvudslutsats varit att produktivets- och tillväxtproblemen i svensk ekonomi kan förklaras av att den ackommoderande politiken underminerade incitamenten till innovationer och industriell förnyelse.

växelkursen förr eller senare blir nödvändig. Behovet av växelkursinstrumentet kan i så fall vara självgenererande, framkallat av sin blotta existens. Asymmetriska utbudshocker kan därmed inte okritiskt åberopas som skäl för att inte ge upp växelkursinstrumentet; de kan vara orsakade av (oönskade) chocker som planterades in av den ekonomiska politiken.

### *Den empiriska bilden*

Det finns mig veterligt fem studier som har analyserat data utifrån detta perspektiv, där även Sverige inkluderas i analysen. Slutsatserna är dock inte entydiga, av skäl som förklarades ovan. Den enklaste ansatsen finns i Baldwin m fl [1992] och Sardelis [1993a], där korrelationen mellan enskilda länders trendensade tillväxttakter och tillväxttakten i ett EG-aggregat har använts som huvudkriterium. Baldwin m fl använder data för perioden 1961–1991 och deras slutsats är att Sverige tillsammans med Frankrike, Tyskland, Italien, Storbritannien, Belgien och Österrike bildar en kärna, medan de övriga EU- och EFTA-länderna tillhör den sk periferin, med Norge placerat i ett extremt ytterläge. I Sardelis [1993a] används data för perioden 1972–1991 i ett försök att fokusera på den turbulenta perioden efter Bretton Woods-systemets fall, då varje land i oljekrisernas kölvatten sökte sina egna stabiliseringspolitiska vägar. Föga förvånande hamnar Sverige i periferin i denna studie, vilket bekräftar hur periodkänsliga sådana analyser kan vara.

I en mera sofistikerad version av denna ansats undersöker Tarkka & Åkerholm [1992] hur mycket av svängningarna i olika länders reala tillväxt under perioden 1973–1990, som kan förklaras av svängningarna i ett EG plus EFTA aggregat. De svängningar som inte går att förklara med hjälp av aggregatet betecknas som idiosynkratiska, dvs genuint asymmet-

riska. Deras slutsats är att kärngruppen torde omfatta Frankrike, Tyskland, Holland och med något mindre strikta krav även Belgien och Österrike. Sverige tillhör enligt denna studie den europeiska periferin, med Norge, återigen, i den absoluta ytterkanten. Därtill gör de samma experiment för olika delperioder och finner stöd för hypotesen att ERM har bidragit till att reducera de idiosynkratiska svängningarna för de deltagande länderna.

Bauyoumi & Eichengren [1990] baserar sin analys på en makromodell som innehåller en aggregerad efterfrågefunktion och två utbudsfunktioner, en kortsiktig som reflekterar det keynesianska antagandet om nominell lönestelhet och en långsiktig, som bygger på att reallönerna på sikt anpassar sig helt till prisförändringar. Efterfrågestörningar har sålunda permanenta prisseffekter men endast tillfälliga produktions- och sysselsättningseffekter. Utbudsstörningar däremot leder till permanenta såväl prisseffekter som reala effekter. Fördelen med denna modellkonstruktion är att den tillåter en uppdelning av chockerna i efterfråge- respektive utbudshocker. Estimerad med hjälp av VAR-ansatsen erhålls resttermer som ger följande bild. Det finns en tämligen homogen kärngrupp inom nuvarande EU, bestående av Frankrike, Tyskland, Danmark och BENELUX-länderna där båda typer av chocker förekommer i begränsad omfattning och är välkorrelerade. Sverige och Österrike visar större likheter med denna grupp än med EFTA-gruppen som är mycket heterogen. Dessa två länder kan därmed inkluderas i kärngruppen om kriterierna tänjs något, särskilt i Sveriges fall. Detta torde bero på att såväl Sverige som Österrike är väl integrerade med EU (se nästa avsnitt), medan den höga graden av homogenitet i kärngruppen också kan bero på den ekonomisk-politiska disciplinen inom ERM.

En variant av denna modell har slutligen använts i Konsekvensutredningens



analys (Assarsson & Olsson [1993]).<sup>9</sup> En innovation här är att betydelsen av utländska chocker ges större utrymme i analysen, men utredningens slutsatser är ganska tvetydiga. Man identifierar en kärngrupp bestående av Tyskland, Frankrike, BENELUX-länderna och Österrike men det är värt att notera att denna grupp inte verkar vara särskilt robust med tanke på analysresultaten. Författarna anser att den är den mest sannolika av andra (politiska) skäl. Sverige anses tillhöra denna grupp endast om de internationella chockerna dominerar, då dessa är starkt korrelerade med kärngruppens. De inhemska störningarna är dock svagt korrelerade, i synnerhet de som förekommer på utbudssidan. Å andra sidan verkar det som om betydelsen av dessa störningar är relativt begränsad för Sveriges del, varför utredningen drar slutsatsen att "risken för svenskt vidkommande med att ingå i en valutaunion, och därmed ge upp växelkursen som ett eget stabiliseringspolitiskt instrument, skulle vara begränsad" (Assarsson & Olsson [1993, s 45]).

Sammantaget ger de ovan refererade studierna intrycket att den så kallade kärngruppen inte är särskilt stabil, beroende på att olika modeller, olika estimationsmetoder och olika perioder har tagits som utgångspunkt. Av samma skäl är Sveriges ställning i förhållande till alternativa kärngrupper inte särskilt klar, men huvudintrycket är att svensk ekonomi visar en relativt högre frekvens av inhemska (utbuds)chocker. Därtill är den viktiga frågan om den ekonomiska politikens roll i de observerade asymmetrierna dåligt belyst i samtliga studier. Det finns därför anledning att undersöka närmare i vilken utsträckning asymmetrin kan förklaras av den ekonomiska politikens tidigare inriktning eller av att den svenska ekonomin är särskilt exponerad för idiosynkratiska exogena impulser.

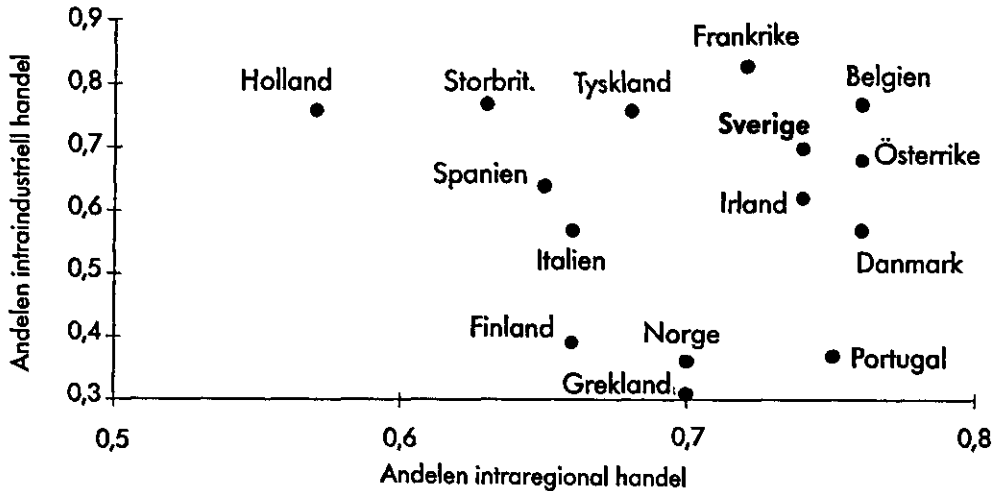
### *Den svenska ekonomins integration med EU*

Enligt välgrundade argument inom teorin för optimala växelkursområden, är risken för asymmetriska efterfrågechocker inom ett block av länder avtagande i graden av ekonomisk integration mellan ekonomierna.<sup>10</sup> De viktigaste indikatorerna på ekonomisk integration är ekonomins öppenhet mot det avsedda området, samt graden av intraindustriell handel. Tanken är att efterfrågestörningar som inträffar inom blocket snabbt sprider sig i alla ekonomier om det finns starka handelsflöden som binder ekonomierna samman. På detta sätt blir störningarna symmetriska och kan hanteras med gemensamma ekonomisk-politiska åtgärder. Likaledes blir störningar som drabbar enskilda branscher symmetriska om handelsströmmarna har sitt ursprung inom samma branscher (Kenen [1969]). Om exempelvis bilindustrin drabbas av en efterfrågestörning och samtliga länder är involverade i produktion av bilar och bilkomponenter som exporteras och importeras inom blocket, är chocken symmetrisk och kan hanteras med en justering av den gemensamma växelkursen. I annat fall blir branschchocker landspecifika, dvs asymmetriska.

<sup>9</sup> Konsekvensutredningens modell är den enda som inkluderar även en policy-variabel, penningmängden. Valet är dock olyckligt enligt min mening eftersom de flesta länderna har haft fasta växelkurser. En annan svaghet i denna studie är att arbetslösheten har använts som ett proxy på aktivitetsnivån, genom att anta god korrelation mellan förändringar i arbetslöshet och BNP (Okuns lag). Det finns dock tecken på att så inte är fallet i många länder och korrelationen är särskilt svag i Sveriges fall (se Burda & Wyplosz [1993, s 6]).

<sup>10</sup> För en utförlig genomgång av teorin för optimala växelkursområden se de Grauwe [1992].

Figur 3 Handelsintegration.



Källa: Commission Services, EU-kommissionen.

Figur 3 visar tydligt att svensk ekonomi är väl integrerad med den europeiska. En dominerande andel av den externa handeln sker inom det utvidgade EU-området och en lika dominerande andel är av intraindustriell natur. Integrationskriteriet tyder med andra ord på att Sverige utan tvivel tillhör den absoluta kärngruppen. De externa impulserna kan inte ha varit någon allvarlig källa till asymmetriska chocker, åtminstone inte i en omfattning som motiverar att Sveriges position är sämre i förhållande till tex Hollands eller Danmarks. Vi övergår därför till att ta en närmare titt på den ekonomiska politiken.

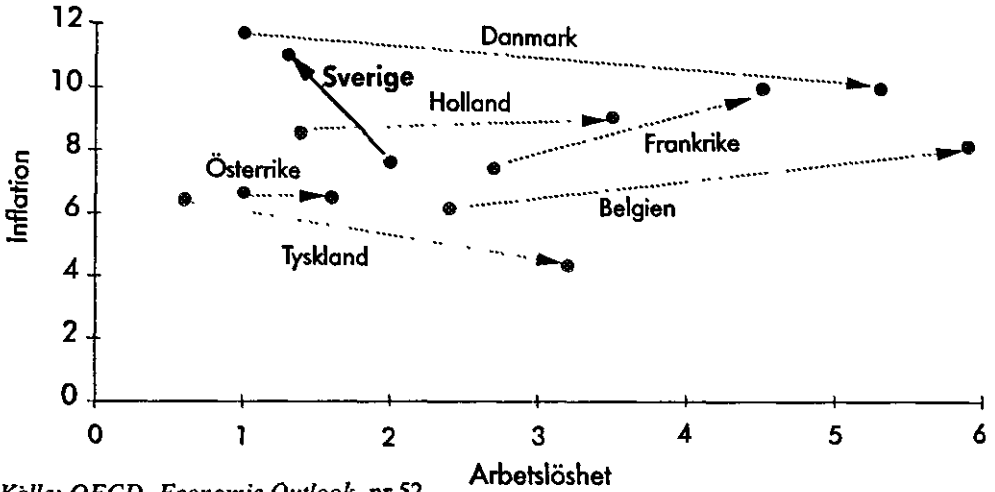
#### Stora skillnader i reaktionsmönstret

Ett tydligt exempel på hur den ekonomiska politiken kan plantera in en asymmetrisk efterfrågechock visas i Figur 4. Den visar hur Sverige och de andra länderna reagerade på en genuint gemensam störning, nämligen den första oljeprischocken. Den svenska anpassningen skulle stämma bättre i ett oljeexporterande land, men i vårt fall berodde den på den sk överbrygningspolitiken.

Denna politik var också upptakten till en lång rad av andra klart divergerande ekonomisk-politiska satsningar. Svensk stabiliseringspolitik blev alltmer ensidigt inriktad mot arbetslöshetsmålet och denna i sig hedervärda ambition ledde till att våra reflexer mot inflationsrisken successivt trubbades av. Detta illustreras också i Figur 5, som visar efterfrågetrycket i ekonomierna under den långvariga högkonjunkturen mellan 1983 och 1990. Utan någon överhängande risk för stigande arbetslöshet under denna period upprätthölls ett klart avvikande och onormalt högt efterfrågetryck i svensk ekonomi, vilket mot slutet av perioden som bekant övergick till regelrätt överhettning på arbetsmarknaden.

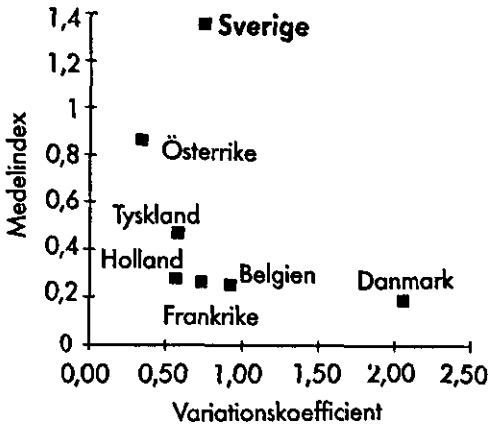
Att en sådan inriktning på den ekonomiska politiken kan ge upphov till asymmetriska utbudshockor om den tillämpas systematiskt är ganska självklart. För det första har den permanent låga arbetslösheten medfört att ekonomin slagit i kapacitetstaket relativt tidigt under konjunkturuppgångarna. Inflations- och kostnadsutvecklingen torde i så fall ha följt ett annat mönster än i länder med större ledig kapacitet. Synkroniserade efterfrå-

Figur 4 Anpassning till oljepriscocken 1973–1976.



Källa: OECD, *Economic Outlook*, nr 52.

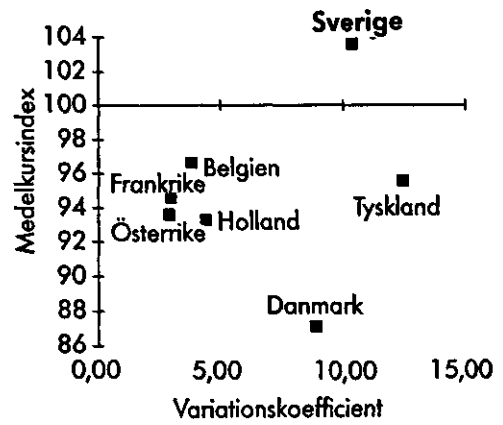
Figur 5 Efterfrågetryck 1983–1990<sup>a</sup>.



<sup>a</sup> Efterfrågetrycket representeras här av ett index bestående av den genomsnittliga årliga tillvaxten i inhemsk efterfrågan i förhållande till outnyttjad kapacitet.

Källa: OECD, *Economic Outlook*, nr 54.

Figur 6 Konkurrenskraft 1982–1993<sup>b</sup>.



<sup>b</sup> Konkurrenskraften är uttryckt som relativ arbetskostnad per producerad enhet i förhållande till samtliga konkurrentländer.

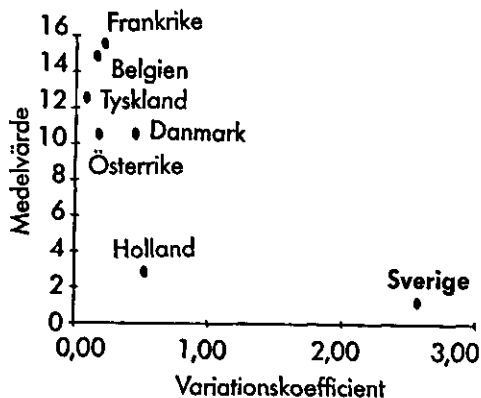
Källa: Price and Cost Competitiveness 3rd quarter 1993, Commission Services.

geimpulser kan därmed ha gett upphov till klart osynkroniserade förlopp hos andra nyckelvariabler.

För det andra har liknande chocker genererats av den samlade politikens bristande konsistens. Växelkurspolitikens huvudsyfte under denna period var att skapa disciplin på arbetsmarknaden och

leda ekonomin till en låginflationsbana. Denna politik blev dock aldrig trovärdig. Istället utsattes industrin för kraftiga lönechocker som, i kombination med den låga produktiviteten, ledde till att den svenska ekonomins konkurrenskraft fick en helt annan utveckling (Figur 6). Figur 6 vittnar alltså om att svensk ekonomi

Figur 7 Hushållssparande 1975–1991.



Källa: OECD, *Economic Outlook*, nr 54.

drabbades av asymmetriska lönechocker under denna period, vilka i sin tur skapade förutsättningar för de spektakulära och destabiliserande räntechockerna mot slutet av perioden, när kapitalmarknaden testade växelkursåtagandets trovärdighet.

Figur 7 avser slutligen att exemplifiera politikens indirekta medverkan till asymmetriska chocker, via ett avvikande privat beteende. Det svenska hushållssparandet, som andel av den disponibla inkomsten, har traditionellt varit extremt lågt och mycket volatilt. Den låga nivån torde vara ett resultat av den olyckliga kombinationen av höga inflationsförväntningar, ett skattesystem som främjade ökad skuldsättning och den permanent låga arbetslösheten som urholkade incitamenten till sparande av försiktighetsskäl. Den kan också förklaras av den snabba inflationen i tillgångspriserna, i sig en effekt av den explosiva kreditexpansionen som ägde rum efter avregleringen på kreditmarknaden under 1980-talet, utan att man samtidigt justerade de underliggande incitamenten för sparande och upplåning.<sup>11</sup> Sparandets nära koppling till privat konsumtion och investeringar tyder på att det beteende som avspeglas i *Figur*

7 ofrånkomligen har gett upphov till asymmetriska efterfågeshocker.

Listan över ekonomisk-politiska särdrag som kan ha bidragit till den svenska ekonomins benägenhet att generera asymmetriska chocker i förhållande till kärngruppen kan lätt bli lång, om olika aspekter på skatter och den offentliga sektorn inkluderas. Poängen torde dock vara klar. De ekonomiska resultat som redovisades ovan, tvetydiga som de är, bör tolkas försiktigt och mot bakgrund av att stora delar av den uppvisade asymmetrin har sin upprinnelse i den avvikande ekonomiska politiken. Givet att politikens nuvarande orientering är mer samstämmig med dessa länders och framför allt på grund av att EMU automatiskt innebär en mera likformig ekonomisk politik, torde denna källa till problem praktiskt taget neutraliseras.

### Sammanfattning och slutsatser

Sverige är en liten öppen ekonomi, väl integrerad med den europeiska. Europa kan därmed inte utgöra någon allvarlig källa till asymmetriska chocker. Sverige har dock tidigare drabbats av reala asymmetriska chocker i en sådan omfattning att några bedömare anser att det är skäl nog för att Sverige ska behålla växelkursinstrumentet för stabiliseringspolitiska ändamål. Det finns dock lika starka skäl att tro att de indicier man åberopar har planterats in i ekonomin genom den svenska ekonomiska politikens avvikande orientering.

Den överskuggande frågan är därmed vilken väg svensk ekonomisk politik egentligen skulle vilja gå i framtiden. Att inte delta i EMU utvidgar inte det reella handlingsutrymmet, eftersom friheten att föra en avvikande politik i en finansiellt integrerad värld har ett mycket högre pris

<sup>11</sup> Sambandet mellan privat sparande och tillgångspriserna behandlas i Bäckström [1993].

än i den gamla, finansiellt segmenterade världen. Eftersom mycket tyder på att det finns en tillräcklig värdegemenskap med de övriga kandidatländerna vad gäller de viktigaste stabiliseringspolitiska prioriteringarna, finns det enligt min mening också goda förutsättningar för en lyckosam anslutning i EMU. Att ingenting är slutgiltigt bestämt vad gäller EMU skapar i och för sig en osäkerhet, men ger också stora möjligheter att påverka utvecklingen.

## Referenser

- Assarsson, B & Olsson, C, [1993], *Makroekonomiska chocker och ekonomisk struktur – En lämförelse mellan Sverige och EG-länderna*. Bilaga 2, EG-Konsekvensutredningen, Allmänna Förlaget, Stockholm.
- Baldwin, R, Begg, D, Dantine, J-P, Grilli, V, Haaland, JI, Neumann, M, Norman, V Venables, A & Winters, L A, [1992], *Is Bigger Better? – The Economics of EC Enlargement*. Centrum for Economic Policy Research.
- Bayoumi, T & Eichengreen, B, [1992], "Is There a Conflict Between EC-Enlargement and European Monetary Unification?" NBER Working Paper No 3950.
- Burda, M & Wyplosz, C, [1993], *Macroeconomics – A European Textbook*. Oxford University Press, New York.
- Bäckström, U, [1993]: "Tillgångspriser och stabiliseringspolitik". *Ekonomisk Debatt*, årg 21, nr 5, s 451–464.
- Caramazza, F, [1993], French-German Interest Rate differentials and Time-Varying Realignment Risk". *IMF Staff Papers*, vol 40, nr 3, s 567–583.
- Commission of the EC [1990], *One Market, One Money – An evaluation of the potential costs and benefits of forming an economic and monetary union*. European Economy nr 44, Brussels.
- Commission of the EC [1994], *Growth, Competitiveness, Employment – The Challenges and Ways Forward into the 21st Century*. European Commission, Brussels.
- De Grauwe, P, [1992], *The Economics of Monetary Integration*, Oxford University Press, New York.
- De Grauwe, P, [1993], "Towards Monetary Union without the EMS". Paper prepared for the 18th Economic Policy Panel Meeting at the National Bank of Belgium, Brussels.
- Drèze, J, Wyplosz, C, Bean, C, Giavazzi, F & Giersch H, [1987], "The Two-Handed Strategy for Europe: Autonomy through Flexible Cooperation". Commission of the EC, Economic Paper No 60, Brussels.
- Driffill, J, Mizon, G & Ulph A, [1990], "Costs of Inflation". I Friedman B M & Hahn F H (red), *Handbook of Monetary Economics*, vol II, s 1013–1066, North Holland.
- Horn, H & Persson T, [1988], "Exchange Rate Policy, Wage Formation and Credibility". *European Economic Review*, vol 32, no 8, s 1621–1626.
- Kenen, P, [1969], "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View". I Mundel, R & Swoboda A (red), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago University Press, Chicago.
- Larsson, A, [1994], "Tänk om, Sten Johansson!". *Dagens Nyheter*, 29 januari 1994.
- Matthes, H & Sardelis, C, [1994], "From Recession back to Eurosclerosis? – Policy Alternatives for Europe During the Run-up to the EMU". *Wirtschaftspolitische Blätter*, 41. Jg, (forthcoming).
- Mundell, R, [1961], "A Theory of Optimum Currency Areas". *American Economic Review*, vol 51, s 609–617.
- Sardelis, C, [1993a], "EC Enlargement and the EFTA Countries". Commission of the EC, Economic Paper No 100, Brussels.
- Sardelis, C, [1993b], "Targetting a European Monetary Aggregate – Review and Current Issues". Commission of the EC, Economic Paper No 102, Brussels. Studien har också publicerats av Sveriges Riksbank, Arbetsrapport Nr 12.
- SOU 1991:82, "Drivkrafter för produktivitet och välbstånd", Produktivitetsdelegationens betänkande, Allmänna Förlaget, Stockholm.
- Tarkka, J & Åkerholm, J, [1992], "Fiscal Federalism and European Monetary Integration". Bank of Finland Discussion Papers, No 2/92.
- Utrikesdepartementet [1992], *Maastrichtfördraget – Fördraget om Europeiska unionen*. Regeringskansliets Offsetcentral, Stockholm.

Vredin, A, [1993], "Fasta eller rörliga växelkurser?" *Ekonomisk Debatt*, årg 21, nr 5, s 441-449.

Wihlborg, C, [1993], *Mikroekonomiska aspekter på en monetar union*. Bilaga 4 i EG-konsekvensutredningen, Allmänna Förlaget, Stockholm.