

Olika aspekter av en svensk euroanslutning

Lars Calmfors

Anförande på frukostmöte på Stiftelsen Fritt Näringsliv/Timbro 20/11-2024.

Jag har alltså åtagit mig att på uppdrag av Stiftelsen Fritt Näringsliv hålla i en ny utredning av för- och nackdelar med en svensk euroanslutning: om man så vill en uppdatering och utvidgning av EMU-utredningen eller Calmforsutredningen från 1996.

Jag har aldrig förut haft något uppdrag för Timbro eller Stiftelsen Fritt Näringsliv, men eftersom det hänt så mycket sedan den förra utredningen finns det ett behov av en ny analys, så det här var *an offer you cannot refuse* från PM Nilsson.

Tidsperspektivet är publicering om ungefär ett år. Jag har städslat ett antal framstående personer som ska analysera olika aspekter av en euroanslutning. Listan ser ut så här:

- *Rikard Forslid*: Euron, handeln och produktiviteten
- *Jesper Hansson*: Synkroniseringen av konjunkturcykler i Sverige och euroområdet
- *Karl Walentin*: Riksbankens möjligheter till egen penningpolitik utanför valutaunionen och hur väl skulle ECB:s politik passa oss vid ett medlemskap?
- *Martin Flodén*: Hur påverkar valutakurssvägningar de makroekonomiska utfallen?
- *Lars Calmfors*: Finanspolitik och flexibel lönebildning som substitut för egen penningpolitik vid ett euromedlemskap
- *Peter Englund* och *Pehr Wissén*: Euron, det finansiella systemet och bankunionen
- *Fredrik N G Andersson* och *Lars Jonung*: Euroområdets nya budgetregler och risken för nya statsskuldkriser
- *Stefan Ingves*: Hur skulle en anslutning till euron tekniskt gå till?
- *Magnus Lundgren*: Påverkar medlemskap i valutaunionen Sveriges inflytande i EU?
- *Erik Jones*: Valutaunionen, den politiska integrationen i Europa och Sveriges roll för den
- *Johannes Lindwall*: Den politiska beslutsprocessen ifall eurofrågan blir aktuell igen

Till skillnad från EMU-utredningen 1996 ska vi inte arbeta fram något gemensamt ställningstagande. Ser man på namnen, inser alla att det skulle vara omöjligt. Varje bidrag ska stå för sig själv. Jag ska sedan skriva en sammanfattande analys. Utan att föregripa det, tänkte jag redogöra väldigt preliminärt för hur jag idag ser på olika konsekvenser av en euroanslutning.

Om jag går tillbaka till EMU-utredningen, så skilde den mellan tre slags konsekvenser av att delta i valutaunionen:

- Samhällsekonomiska effektivitetsvinster
- Stabiliseringspolitiska effekter
- Politiska följder

Jag tycker uppdelningen fortfarande håller, så jag ska följa den.

Först *effektivitetsvinsterna*. Det är främst fråga om att handeln stimuleras när valutaosäkerhet försvinner: att ha olika valutor kan ses som ett *handelshinder* precis som tullar.

Vår bedömning 1996 var att handelseffekterna skulle bli begränsade. Eftersom det då inte fanns någon valutaunion att analysera, grundades slutsatsen på studier av hur handeln mellan olika länder varierat med graden av valutakursvolatilitet.

Problemet med det var att en övergång till gemensam valuta är kvalitativt annorlunda än att minska kurssvängningar mellan olika valutor. De studier som gjorts sedan euron infördes tyder på att handeln påverkats mer än vi trodde.

Det är stor spridning i uppskattningarna, men ett genomsnitt verkar ligga någonstans mellan 5 och 15 procents ökning av handeln beroende på vilka studier som inkluderas. Det finns också stöd för positiva effekter på utländska direktinvesteringar. Kanske kan effekterna antas bli ännu större för Sverige än enligt dessa studier eftersom kronans volatilitet verkar vara så stor.

Sedan är handelseffekterna i sig inte det intressanta utan det är effekten på *produktivitetstillväxten* när vi genom handel kan utnyttja våra resurser mer effektivt. En rimlig bedömning är en eller ett par tiondels procentenheters högre årlig produktivitetstillväxt. Det kan låta lite, men även en liten skillnad i årlig tillväxt kumulerar över tid till ganska mycket. Samtidigt finns – vad jag vet – inga studier som pekat ut euron som någon central produktivetsdrivande faktor i euroländerna.

EMU-utredningen diskuterade även andra effektivitetsvinster – minskade hanteringskostnader för olika valutor och lättare att göra internationella prisjämförelser – men vi menade att de effekterna var mycket små. Med digitaliseringen bör de vara ännu mindre idag.

Sedan har vi de *stabiliseringspolitiska effekterna*. EMU-utredningen betonade svårigheterna att hantera en konjunkturutveckling som skiljer sig från den i övriga Europa – en landspecifik eller asymmetrisk störning – utan egen penningpolitik. Å andra sidan *undviks rena växelkursstörningar* i förhållande till euroländerna. Men EMU-utredningen bedömde det som mindre viktigt.

Vi lade 1996 stor vikt vid det stabiliseringspolitiska argumentet mot att delta i valutaunionen vid starten. Svensk arbetslöshet var då alltså mycket hög – ett arv från 1990-talskrisen – så vi var väldigt sårbara. Det hade då varit omöjligt att i en djup landspecifik lågkonjunktur ersätta penningpolitiska stimulanser med finanspolitiska. Sverige var fortfarande i en statskuldkris. Finanspolitiken var helt inriktad på budgetsanering och kunde inte användas för att stabilisera ekonomin. Vi landade därför i att ett inträde i valutaunionen inte borde ske förrän de ekonomiska problemen retts upp.

Idag blir de stabiliseringspolitiska övervägandena delvis andra. Sverige har nu *starka offentliga finanser*: en Maastrichtskuld på bara 33 procent av BNP mot en bit över 70 år 1996. Det ger helt andra möjligheter till stora finanspolitiska stimulanser om de vid ett medlemskap i valutaunionen skulle behövas ifall konjunkturen utvecklas mycket svagare i Sverige än i övriga Europa.

Man hör ibland argumentet att det faktum att Riksbanken fört ungefär samma penningpolitik som ECB betyder att vi vid ett utanförskap inte skulle kunna avvika från ECB:s politik. Det är ett tveksamt argument. Att Riksbanken agerat likartat som ECB har förmodligen berott på att konjunktur och inflation i Sverige sedan valutaunionens start utvecklats på ungefär samma sätt som i euroområdet. Därför har Riksbanken inte behövt utnyttja optionen att föra en annan penningpolitik.

Sedan kan man ju vänta sig att vår konjunktur blir mer lik den i övriga Europa när ökad handel leder till mer ekonomisk integration och makroekonomiska störningar därför sprider sig snabbare mellan länderna. Här varierar slutsatserna om huruvida svensk konjunktur blivit mer eller mindre synkroniserad med övriga Europa mellan olika studier.

Att risken finns för en avvikande utveckling visas av de finska erfarenheterna: Finland drabbades efter 2010 av kraftiga negativa landspecifika störningar – Nokias kris och problem i stål- och skogsindustrin. Man fick hantera det genom extrem återhållsamhet i lönebildningen

under flera år som verkade först med tidseftersläpning. Man brottas fortfarande med efterverkningarna i form av stora budgetunderskott och en kraftigt ökat statsskuld.

En ny aspekt är att hushållen blivit mer räntekänsliga i Sverige än i euroländerna till följd av högre belåning och fler lån med rörlig ränta. ECB:s ränteförändringar kan därför bli onödigt kraftiga för oss. Fast med starka statsfinanser har finanspolitiken goda möjligheter att kompensera också för det.

Något som EMU-utredningen inte förutsåg var att kronan systematiskt verkar försvagas vid gemensamma störningar i världsekonomin. Det hände under Asienkrisen i slutet av 1990-talet, vid it-kraschen efter millennieskiftet, i början av den globala finanskrisen 2008–08 samt i början av pandemin och under de senaste årens inflation.

Under 2022–23 förvärrade den svaga kronan inflationen. Så växelkursstörningar kan uppenbarligen vara ett större problem än EMU-utredningen bedömde. I dagsläget är en svag krona inte något makroekonomiskt problem: eftersom inflationen nu ligger under målet och konjunkturen, är det snarare en hjälp för Riksbanken.

Under tidigare internationella kriser har en svag krona varit bra för den makroekonomiska stabiliteten: den bidrog då till att hålla uppe konjunkturen utan att ge inflation. Fast det skedde förstås på andra länders bekostnad genom att det svenska näringslivets relativa kostnader sänktes, så det var inte så solidariskt.

En negativ effekt kan ha varit att kronförsvagningarna minskat omvandlingstrycket i ekonomin med potentiellt negativa konsekvenser på produktivitetstillväxten, men effekterna har uppenbarligen inte varit större än att vi ändå haft snabbare produktivetsökningar än de ursprungliga euroländerna.

Netto gissar jag idag att det nog fortfarande är en stabiliseringspolitisk nackdel att införa euron men att den är betydligt mindre än tidigare.

Jag ska uppehålla mig lite extra vid *kronkursen*. Det riskerar att bli alltför stort fokus på den i debatten. Det enda vi vet säkert om valutakurser är att de svänger mycket och ofta svårförklarligt: det är problemet, inte att kronan alltid kan antas vara svag. Det finns ingen forskning som säger att små valutor alltid måste vara svaga.

Det är inte heller så att kronan kontinuerligt försvagats sedan eurons start – tvärtom var den ju mycket stark efter den globala finanskrisen. En trendmässig försvagning började först 2013. Hur som helst är kronan inte mer volatil än andra valutor. Både dollarn och pundet har snarast varierat mer mot euron än kronan trots att de är mycket större valutor.

Har Sverige haft en långsiktig konkurrensfördel av kronförsvagningen? Ser vi på *BNP-deflatorn*, alltså priset på det förädlingsvärde som vi producerar, så har vårt relativpris (vår reala växelkurs) mot euroländerna fallit kraftigt när vi mäter i gemensam valuta (den blå kurvan). Det kan tolkas både som att vi fått en konkurrensfördel och att vi i viss mening blivit fattigare.

En vanlig fråga är: Kan vi ansluta oss till euron när kronan är så svag? Många verkar utgå från att omräkningskursen skulle bestämmas av marknadskursen *före* ett beslut om eurointräde. Men så behöver det inte vara. Man kan mycket väl bestämma en starkare omräkningskurs – motsvarande en uppskattad jämviktsväxelkurs. Marknadskursen kommer då direkt att anpassas till omräkningskursen om en euroanslutning är trovärdig.

En eventuell omräkningskurs bestäms av EU:s ministerråd och kräver att euroländerna och det anslutande landet är överens. Sedan måste ett eurointräde föregås av deltagande i den europeiska växelkursmekanismen, ERM, i två år. Där spikar man en centalkurs som sedan brukar bli omräkningskurs, så i praktiken kan den komma att bestämmas redan vid ett ERM-inträde.

Det kan ligga i både euroländernas och Sveriges intresse med en starkare omräkningskurs än dagens växelkurs. Euroländerna kan vilja undvika att vi får en initial konkurrensfördel. Det kan också ligga i vårt intresse att undvika en låg omräkningskurs, eftersom det kan leda till period med lite högre inflation än i andra länder som korrigerar den reala växelkursen.

Självfallet får omräkningskursen inte heller bli för stark. Då skulle vi få för höga relativa kostnader och ett fall i nettoexporten som trycker ner efterfrågan och innebär en recessionsperiod då pris- och löneökningar pressas ner under dem i konkurrentländerna.

Något som tillkommit sedan både EMU-utredning och folkomröstning är *bankunionen*, där medlemskap är obligatoriskt för alla euroländer. Bankunionen innebär gemensam finansiell tillsyn av ECB. Det har ett värde i sig eftersom finansmarknaderna i EU-länderna är så sammanflätade.

En gemensam tillsynsmyndighet har fler fall att hantera än en nationell och kan därför utveckla mer expertis. Risken minskar också för *regulatory capture*, alltså en alltför nära relation mellan banker och tillsynsmyndighet. Men en nackdel är att ECB kan ha mindre kunskaper om landspecifika förhållanden.

Bankunionens gemensamma resolutionsfond kan ge stöd i en svensk bankkris. Samtidigt kan Sverige få kostnader för sådana kriser i andra länder. De här effekterna skulle bli ännu mer framträdande om någon form av gemensam insättningsgaranti skulle komma till stånd, men den frågan har länge varit politiskt blockerad.

Om jag väger ihop olika aspekter av bankunionen är min bedömning nu att ett medlemskap i den skulle vara en nettofördel, fast det är en ganska osäker bedömning.

Så till de *politiska konsekvenserna*. EMU-utredningen trodde att Sveriges *allmänna politiska inflytande* i EU skulle bli mindre utanför valutaunionen. Statsvetare har haft svårt att belägga det i enkätstudier av hur våra EU-partners ser på oss. Sverige tycks vara en eftertraktad samarbetspartner även utanför valutaunionen. Samtidigt är det osäkert vad sådana här studier av så kallat nätverkskapital fångar. De de strider ibland mot mer anekdotiska bedömningar av politiker och tjänstemän som varit engagerade i EU-arbete.

Risken för mindre politiskt inflytande kan tänkas öka ju fler EU-länder som har euron: idag 20 av 27, 2025 kanske 21 om Bulgarien inträder. Sedan Storbritannien lämnade EU, finns inget stort EU-land utanför valutaunionen som vi kan ta rygg på – bara ett halvstort, Polen.

En central fråga är om en eventuell utvidgning av EU – med länder på Balkan och kanske Ukraina – kan leda till att vi får olika lager av EU-medlemmar med olika nivåer på samarbetet. Det kan innebära att euroländerna blir en tydligare kärna och att det blir viktigare inflytandemässigt att höra till den.

Sedan kan man också se det som att en euroanslutning har ett stort värde i sig – särskilt i dagens geopolitiska situation – därför att den vore ett ytterligare svenskt bidrag till *europisk politisk integration*. En gemensam valuta kan tänkas bidra till mer av en europeisk identitet, även om argumentet är svårt att kvantifiera.

Mer konkret betyder euron mer samarbete i gemensamma institutioner och mer av gemensam ekonomisk-politisk diskussion som kan vara identitetsskapande. Samtidigt kan gemensam penningpolitik och gemensamma budgetregler också skapa konflikter.

De politiska följderna är kanske de svåraste att bedöma, så där får vi se vad de statsvetare som ska analysera dem kommer fram till.

Den stora offentliga skuldsättningen i många euroländer – genomsnittet för euroområdet är 90 procent av BNP: Grekland ligger på 154 procent, Italien på 139 procent och Belgien, Frankrike, Portugal och Spanien runt 100 procent eller mer – visar att *valutaunionens finanspolitiska regler* fungerat dåligt. De har varit för komplexa.

Nu har reglerna reformerats. De ska i fortsättningen ta större hänsyn till läget i enskilda länder. Reglerna har därmed blivit otydligare med större möjligheter att förhandla om regeltolkningarna. Det mest akuta problemet idag verkar gälla Frankrike med budgetunderskott på runt 5 procent av BNP och osäkerhet om regeringen kan få stöd för budgetnedskärningar.

Det finns en uppenbar risk att Sverige efter en euroanslutning kan få bidra till stöd för medlemsstater som hamnar i statsskuldskris. Andra sidan av det är förstås att de krishanteringsmekanismer som utvecklats inom euroområdet – jag tänker på både räddningsfonden Europeiska stabilitetsmekanismen, ESM, och ECB:s agerande – kan hjälpa Sverige om vi skulle hamna i en statsfinansiell kris.

Samtidigt kom pandemistöden att omfatta *alla* EU-länder. Det kan vara en fördel att delta i eurosamarbetet om det ökar möjligheterna att påverka stöd som vi ändå måste bidra till. Det kan också ge större möjligheter att påverka hur de finanspolitiska reglerna tillämpas för euroländerna – och därmed risken för statsskuldskriser som Sverige under alla förhållanden skulle beröras av.

Slutligen är inte heller risken noll att eurosamarbetet någon gång kan krascha. Det skulle påverka oss väldigt negativt antingen vi är med eller inte, men förmodligen värre om vi deltar. Här ligger den största osäkerheten på den rent politiska utvecklingen. Jag tänker främst på Frankrike men även på Tyskland.

Sammanfattningsvis finns både för- och nackdelar med euron:

- Samhällsekonomiska effektivitetsvinster med en anslutning.
- Fortfarande en stabiliseringspolitisk nackdel men sannolikt betydligt mindre än tidigare.
- Kanske en fördel med bankunionen men stor osäkerhet.
- Politiska argument för en anslutning men osäkra även de.
- Risker för att vi får vara med och betala för framtida statsskuldkriser i andra länder.
- Risken att euron kraschar.

Olika vägningar av effekterna ger olika slutsatser. Men oavsett vad man tyckte när det begav sig 2003, är min syn idag att skälen för eurointräde över tid har förstärkts i förhållande till skälen emot.

Jag har i olika intervjuer de senaste åren sagt att jag tycker att argumenten för en euroanslutning nu väger starkare än argumenten emot. Det tänker jag inte säga idag. Vi ska jobba förutsättningslöst och jag tänker tills vidare ha ett öppet sinne där jag är beredd till omprövningar om de analyser som görs motiverar det. Annars vore det ju inte någon mening med nya analyser. Det viktigaste med dem är förstås att ordentligt belysa alla relevanta aspekter.