EMU, penningpolitiken och de finansiella marknaderna

Anförande av vice riksbankschef Lars Heikensten på Obligationsfrämjandets EMU-seminarium den 25 oktober 1996

Låt mig börja med att tacka för att jag fått komma hit och tala om hur EMU kan komma att påverka både penningpolitiken och de finansiella marknaderna.

Intresset för vad EMU kan komma att betyda för Sverige i allmänhet och för de finansiella marknaderna i synnerhet har ökat under senare tid. Det är inte förvånande. Vi närmar oss med stormsteg den tidpunkt när EMU är tänkt att börja fungera. I takt med detta har den politiska beslutsamheten i Europa blivit allt tydligare. Detta har resulterat i att allt fler - inte minst på de finansiella marknaderna - räknar med att EMU sätter igång i tid och att en stor del av EU:s länder kommer att vara med från början.

Mitt intryck är att vi här i Sverige ligger efter. En oundviklig orsak till detta är att beslut om vi vill vara med eller inte i EMU kommer att tas först nästa höst. Men vare sig vi kommer att vara med från början, senare eller inte alls kommer EMU att påverka oss på många vis som kräver analys och förberedelser.

Idag tänker jag uppehålla mig vid tre olika teman; penningpolitiken inom EMU, hur EMU kan tänkas påverka den finansiella sektorn (både institutioner och marknader) samt Riksbankens roll om vi

kommer med i EMU. Tiden är begränsad. Jag kommer därför mer att antyda frågeställningar för fortsatt diskussion än att leverera slutliga svar som kanske inte ens finns idag.

Den stora efterfrågan på EMU-information har gjort att Riksbanksledningen hållit flera tal under senare tid på teman snarlika dagens. De av er som vill ha en fördjupad bild av hur vi ser på konsekvenserna för de finansiella marknaderna och för Riksbanken kan läsa Urban Bäckströms respektive Stefan Ingves tal från den 17 oktober.

1. Penningpolitiken

När EMU har kommit igång kommer penningpolitiken att beslutas av ECB-rådet i Frankfurt. Grundbulten i den monetära unionen är den gemensamma penningpolitiken.

För svensk del kommer det naturligtvis att spela en stor roll om vi är med då eller inte. Är vi med redan från början kommer vi att kunna påverka inte bara vilken politik som förs utan också hur ECB väljer att arbeta, hur politiken läggs upp etc.

Idag diskuteras inom EMI:s ram ett antal frågeställningar av betydelse för politiken framöver. Hur politiken kommer att bedrivas bestäms dock formellt sett bara av dem som går med i EMU. Redan idag finns det tendenser till att de som tillhör den "tilltänkta" kärnan har större inflytande över processen.

Aktuella frågor

Låt mig kort nämna något om de aktuella penningpolitiska frågorna. Flera av dem har konsekvenser också för marknadsutvecklingen.

1. Institutionella frågor. I styrelsen för den gemensamma centralbanken sitter cheferna för de centralbanker vars hemländer är med i EMU samt ECB:s direktion. Den löpande penningpolitiken sköts av direktionen, vars medlemmar utses av stats- och regeringscheferna inom EU på 8 år. Samtliga nationella centralbanker (NCB) kommer att ingå i ECB-systemet och det ställs krav på att de ska vara oberoende oavsett om landet deltar i valutaunionen eller inte.

För Sveriges del innebär Maastrichtfördraget bl.a. att riksbankschefens ställning måste göras tydligare. Han eller hon ska bara kunna bytas ut om det finns uttryckliga skäl som grov misskötsel etc. för detta. För Sverige kan också Riksbanksfullmäktiges sammansättning bli ett problem. Aktiva riksdagsmän i fullmäktige är helt emot de traditioner som finns i Centraleuropa.

2. Strategi. Som framgått av media pågår en diskussion om vilken strategi ECB ska tillämpa för att nå det slutliga målet om prisstabilitet. Ska det finnas ett explicit inflationsmål av den typ Riksbanken arbetar med, eller ska ECB angripa inflationen indirekt, genom att styra penningpolitiken mot ett mellanliggande mål som t.ex. penningmängdens tillväxt?

Från svensk sida har vi argumenterat för inflationsmål. Det synes oss ha fungerat bra. Det är pedagogiskt, eftersom politiken direkt inriktas på det som är det egentliga slutmålet. Det underlättar också en öppen och konstruktiv utvärdering av centralbankens arbete, något vi ser som en fördel när förtroende ska byggas upp för en ny europeisk institution.

Denna fråga är ännu inte avgjord. ECB kommer i vilket fall att välja en strategi där prisstabilitet är det primära målet. Det innebär att motsättningen mellan inflationsmål och penningmängdsstyrning inte ska överdrivas. Erfarenheten visar att de flesta centralbanker i EU *i praktiken* arbetar med många indikatorer, på ett sätt som inte avviker så mycket från vårt.

3. Styrsystem. Även instrumenten för penningpolitiken kommer att harmoniseras. Enighet råder om att ett in - och utlåningssteg ska finnas för placering respektive utlåning i det europeiska centralbankssystemet, samt att repor och andra öppna marknadsoperationer ska användas på liknande sätt som hos oss idag.

Debatten har bl.a. kretsat kring behovet av lånefaciliteter med längre löptid än någon vecka och av kassakrav. Vi har för vår del förespråkat ett marknadskonformt system utan t.ex. kassakrav. Vad som hittills är bestämt är att förberedelser för kassakrav ska göras. Beslut om huruvida kassakrav ska införas eller ej fattas ytterst av ECB.

En fråga som lett till mycket debatt är vilka värdepapper som ska få utgöra säkerhet för lån inom betalningssystemet och för de penning-

politiska transaktionerna. Några centralbanker förordar att endast värdepapper denominerade i euro och utgivna av emittent inom euro-området ska få användas. Vi anser att systemet skulle fungera bättre om kreditrisken i värdepappret är avgörande, inte emittentens etableringsland.

4. Penningpolitikens genomförande. De penningpolitiska instrumenten kommer i allt väsentligt att hanteras decentraliserat av NCB ute i de olika länderna. I Sverige har vi, i likhet med några andra länder, under ett par år arbetat med en liten krets av motparter i penningpolitiken, s.k. primary dealers. Flertalet centralbanker inom EU inkl. Bundesbank har involverat en betydligt större krets av motparter. Hur det kommer att bli för ECB-systemets del är ännu inte avgjort, men mycket talar för att en större krets än i Sverige idag kommer att kunna agera motpart i penningpolitiska transaktioner.

5. Valutareservsförvaltning. Ytterligare en fråga som har med penningpolitiken att göra är sammansättningen av och storleken på den gemensamma valutareserven. Det är uppenbart att unionens behov av valutareserv är mindre än de ingående ländernas samlade reserver. Med all sannolikhet kommer unionen att ha en rörlig växelkurs gentemot de övriga stora valutablocken och behovet av att med interventioner försvara en viss kurs kommer därför att vara litet. Visserligen är det troligt att ECB kommer att ha interventionsförpliktelser vid bandgränserna gentemot andra EU-länder inom ramen för ett kommande ERM 2. Men eftersom euron förutses vara ankarvaluta kommer interventionerna främst att innebära köp av svagare valutor.

Centralbanker från länder som är med i EMU ska överföra en del av sina reserver till ECB. Mycket talar för att ECB tar beslut om att förvaltningen av reserven kommer att vara decentraliserad åtminstone under en övergångsperiod.. Valutareserverna kommer att omstruktureras i riktning mot icke-europeiska valutor. Detta kan få effekter på valutamarknaderna under övergångsskedet. De studier som gjorts tyder dock på att "portföljeffekterna" av omläggningen är begränsade.

<u>Ins and outs</u>"

Låt mig innan jag lämnar avsnittet om penningpolitik också säga något om vad som skulle kunna hända om Sverige skulle hamna

utanför EMU. Några av de frågor jag nämnt påverkas inte så mycket. Det gäller bl.a. de institutionella frågorna. Sverige har t.ex. redan förbundit sig att ändra lagstiftningen så att riksbankschefens ställning stärks. Annorlunda är det när det gäller strategi, styrsystem, valutareservsförvaltning etc. Även i dessa avseenden kommer vi att påverkas, men ytterst bestämmer vi själva hur vi vill utforma vårt system.

Penningpolitiken kommer att kunna bedrivas såväl med inflationsmål som med fast växelkurs mot euron. Om Sverige inte gått med i ERM kommer trycket att vara starkt på oss att gå med i ERM:s efterföljare och det finns en risk för att en tids medlemskap i växelkursmekanismen kommer att visa sig vara ett krav för EMU-medlemskap. Under alla omständigheter har vi förbundit oss att bedriva växelkurspolitiken som "a matter of common interest", vilket naturligtvis begränsar den penningpolitiska handlingsfriheten.

I debatten påstås det ibland t.o.m. att penningpolitiken helt kommer att mista sin betydelse även om vi står utanför EMU. ECB kommer att bestämma allt, precis som Bundesbank idag, hävdas det. Det är emellertid en överdrift. Visst finns ett manöverutrymme utanför EMU och visst kan störningar i ekonomin, t.ex en inflationsuppgång, motverkas med penningpolitiska åtgärder. Mot detta står dock att Sverige som medlem i EMU kanske kommer att ha lättare att undvika en del av de misstag vi tidigare gjort och det är kanske just dessa misstag som annars skulle ha behövt korrigeras i efterskott med penningpolitikens hjälp.

Också finanspolitiken kommer att bindas upp vare sig Sverige står utanför EMU eller är med. Står vi utanför har vi att sträva efter att uppfylla Maastricht-villkoren och vår politik kommer också löpande att utvärderas bl.a. från denna utgångspunkt. Kommissionen föreslår t.ex. att konvergensprogrammen skall bli obligatoriska och läggas till grund för en fortlöpande övervakning av politiken. Är vi med ersätts Maastricht-villkoren med den s.k. stabilitetspakten. Denna har utvecklats mycket sedan den tyska finansministern Waigel kom med sitt förslag för nästan ett år sedan. Men grundtanken kvarstår - att binda upp EMU:s medlemsländer för fortsatt starka statsfinanser också sedan EMU startat och att bestraffa dem som missköter sina offentliga affärer.

Denna tanke har vi från svensk sida stött. Inte minst för små länder skulle det kunna bli problem om en större aktör inom EMU skulle missköta sina affärer och därmed äventyra unionens budgetpolitik och räntenivåer. Problemet har varit att hitta modeller som "straffar" de som missköter sig utan att ta bort en önskvärd flexibilitet. En sådan kan nämligen behövas för att skapa utrymme för nationella skillnader i synen på den offentliga sektorns storlek, utformning etc. Det måste också finnas möjlighet att med finanspolitik motverka störningar som uppkommer i en del av unionen till följd av större skillnader i konjunkturer eller strukturella förändringar.

Förhållandet mellan de länder som blir med i EMU - ins i EU-jargongen - och de som är utanför - outs - väcker många frågor. Arbetet har kommit långt både när det gäller penning- och växelkurspolitiken respektive finanspolitiken och stabilitetspakten. Men undan för undan väcker diskussionen nya frågor: Om nu "ins" centralbanker går ihop och penningpolitiken blir en, bör då inte också "ins" finansministrar i ökad utsträckning samordna sitt agerande? Om så är fallet blir det då inte snart en inre och en yttre cirkel inom EU på det ekonomisk-politiska området? Det är svårt att bestämt veta hur stark samordning av finanspolitiken mellan "ins" som kommer att bli följden, men "outs" kan hur som helst riskera att förlora i inflytande genom att inte ingå i klubben.

2. Den finansiella sektorn

EMU:s effekter på den finansiella sektorn kommer att vara betydande. Viktigast är sannolikt de övergripande konsekvenserna av att ett antal länder i ekonomiskt hänseende kommer närmare varandra, att den gemensamma inre marknaden stärks och att konkurrens och specialisering underlättas av att det inom EMU bara kommer att finnas en valuta. Till detta kommer effekter av institutionella och legala arrangemang av den typ jag tidigare diskuterat när det gäller penningpolitiken, men som också antagligen kommer att växa fram inom andra områden (statsupplåning, övervakning etc.).

Nuvarande tendenser förlängs

De övergripande effekterna drivs av faktorer som har relativt lite med EMU i sig att göra. I hög grad är det fråga om en utveckling i förlängningen av tendenser vi redan ser. Exempel på faktorer som

lär påverka också framtiden är avregleringen, informationsteknologin, den nya finansiella teorin, sparandets institutionalisering, företagandets fortsatta internationalisering etc.

Det är naturligtvis inte möjligt att ge en entydig bild av hur utvecklingen kommer att gestalta sig. Hittillsvarande tendenser talar för en fortsatt snabb utveckling av de finansiella marknaderna, med nya instrument, branschglidning, koncentration av vissa specialistfunktioner, clearing i nya former etc. Konkurrenstrycket inom den traditionella bankverksamheten lär fortsätta att skärpas samtidigt som den långsiktiga efterfrågan på finansiella tjänster ökar och kunderna - vare sig vi talar om företag eller hushåll - blir alltmer krävande. Det verkar troligt att antalet "full-service" banker minskar samtidigt som deras storlek ökar. Troligt är det också med en fortsatt tillväxt av s.k. nischbanker eller finansiella företag inriktade på bara några tjänster eller distributionskanaler. Tendensen att traditionell inlåning och utlåning i bank minskar samtidigt som utbudet och efterfrågan av marknadsbaserade instrument ökar torde också fortsätta. Hur stor just EMU:s betydelse kommer visa sig vara för denna utveckling kan dock diskuteras; den har snarare främst med integrationen globalt och på EU:s inre marknad att göra.

Specialisering på kapitalmarknaden

Dagens europeiska kapitalmarknader är fragmenterade. Inhemska banker och försäkringsbolag dominerar i de flesta länder och Sverige är inget undantag. Grunden för detta är inte bara att det är olika valutor i Europa utan antagligen än mer kundernas tendens att hålla sig till banker de känner i kombination med bankernas sedan länge förvärvade kunskaper om kreditrisker och lokala marknader. (kyrktornsprincipen).

Med undantag för att de olika valutorna försvinner kvarstår argumenten för nationellt baserade verksamheter även sedan EMU bildats. I kombination med språksvårigheter etc. talar det för att utvecklingen av *detaljistfunktionen* kommer att styras av i huvudsak andra faktorer än EMU. På sikt kan dock de ingående länderna förväntas växa allt närmare varandra. I takt med att osäkerheten minskar kan då skalfördelar av olika slag (vid utveckling av datorsystem mm.) komma att bli mer betydelsefulla för branschstrukturens utveckling.

Inom *specialistfunktioner* som "corporate finance" pågår redan en snabb internationalisering. Denna lär fortsätta och möjligen blir den intressanta frågan här var, i vilka centra, verksamheten kommer att bedrivas. För den växande fondverksamheten kan EMU eventuellt få större betydelse. När valutariskerna försvinner blir det naturligare att köpa in sig i utländska fonder. På samma sätt kan reglementen för pensionstiftelser etc. komma att ändras. Resultatet av båda förändringarna blir mer av finansiell integration och hårdare konkurrens. Kanske kan utvecklingen komma att ytterligare förstärka analysverksamhetens betydelse. I detta sammanhang är specialisering tänkbar; svenska banker har mycket kunskaper om t.ex. skogsindustri, norska om olja etc.

Kreditrisken ökar i betydelse

En första fråga när det gäller utvecklingen på marknaderna för räntebärande instrument är hur en ny *riskfri ränta* i euro kan tänkas etableras. Till skillnad från i t.ex. USA finns det inte en enda lättidentifierad statspappersränta att utgå ifrån. Aktörerna på marknaden måste alltså bestämma sig för vilken ränta som ska vara den riskfria. I detta sammanhang blir kreditbedömningar av olika länder centrala.

När valutarisken försvinner kommer skillnaden i värdering av olika instrument att handla om kredit- och likviditetsrisker. Men även *kreditriskerna för statspapper* kan komma att konvergera. För att så ska komma att ske - särskilt för papper med korta löptider - talar kraven på goda statsfinanser i stabilitetspaktens kölvatten. Men det finns också faktorer som drar i motsatt riktning. I de nuvarande valutariskerna ligger inbäddade bedömningar av olika länders förmåga att hantera såväl sina nationella ekonomier som sina statsfinanser. En del av detta kommer nu i stället att fångas upp i kreditriskerna. Till detta kommer att möjligheten att ta sig ur statsfinansiella problem via en lättare penningpolitik försvinner. Slutsatsen förefaller vara att skillnader i ränta på statspapper från olika länder är fullt möjliga. En annan slutsats är att banker och andra finansiella institutioner kan komma att vilja diversifiera sina portföljer för länderrisk. En sådan utveckling skulle kunna komma att öka den europeiska finansiella integrationen.

Skillnader finns alltså mellan EMU och USA när det gäller statspapper. I en del andra avseenden kan möjligen paralleller vara mer

givande. En europeisk marknad för *företagsobligationer* är t.ex. sannolik. Idag är dessa marknader små och inte särskilt likvida i flertalet länder. Kanske kan de få liv när det är kreditrisk snarare än valutarisk som ska handlas. I förlängningen kan man se en starkare koppling mellan handel med räntebärande företagsinstrument och aktier. Kanske kan också investerare komma att sprida risker etc. mer efter branschmässiga överväganden än med hänsyn till nationsgränser. Kreditbedömningar och branschkunnande skulle i så fall kunna bli viktiga konkurrensmedel.

En annan trolig effekt av en euromarknad fri från valutarisk blir en konsolidering av de snabbt växande *derivatmarknaderna*. Hittillsvarande nationella erfarenheter tyder på att det bara finns behov för några få olika kontrakt i varje valuta, där placerare kan spela på avkastningskurvan. Att döma av vad som hänt i USA är det inte heller lönsamt att slå sig in på denna marknad när någon väl etablerat sig. Den som först lyckas skapa likviditet förefaller vara vinnare.

Lokaliseringseffekterna inte självklara

Innan jag lämnar frågan om EMU:s effekter på den finansiella sektorn kan det också finnas skäl att kort beröra möjliga konsekvenser för lokaliseringen av finansiella aktiviteter. Historiskt sett förefaller det inte vara så att handel automatiskt dras till de städer där centralbanker etc. finns. New York, Milano och faktiskt också Frankfurt är exempel på detta. Mot denna bakgrund är det inte självklart att Frankfurt kommer att vinna mycket på t.ex. Londons bekostnad till följd av att EMU bildas och att ECB har lokaliserats till Frankfurt.

Viktigast för var finansiell verksamhet kommer att bedrivas är miljön i stort, inkl. regelverk, tillgång till olika specialister etc.

Ett potentiellt hot mot London - och för övrigt också mot Stockholm om Sverige hamnar utanför EMU - utgör protektionistiska åtgärder. Ett exempel på detta är enligt vår uppfattning tankar på att begränsa tillträdet till det europeiska betalningssystemet Target för länder utanför EMU. Samtidigt visar just Target att det är svårt att göra denna typ av diskriminering. Det finns sätt att kringgå reglerna. Men sådana manövrer kommer att medföra att man inte kan tillgodogöra sig den ökade säkerhet i

betalningssystemet som Target innebär. Risken finns ofta att de som sätter upp regelverken i slutänden drabbas själva, att marknaderna dras till ställen där de kan utvecklas någorlunda fritt och rationellt. Ett bra exempel på just detta är framväxten av en Euromarknad för obligationer utanför emissionslandet under 1970-talet.

Det finns många goda argument mot föreställningen att all finansiell verksamhet kommer att koncentreras till något eller några centra.:

- Den penningpolitiska implementeringen kommer troligen att ske i de olika länderna. Här finns fortsatta behov av "primary dealers", som motparter och som givare av information.

- Flertalet placerare i ett visst lands obligationer är idag koncentrerade till detta land. En ökad diversifiering är visserligen trolig på sikt, men det kommer att tid.

- Lokalkännedom kan visa sig särskilt värdefull för bedömningen av mindre likvida papper med större kreditrisk (allt från hypotekspapper till industriobligationer och aktier).

- Bankerna kommer ha behov av fortsatt lokal förankring för kreditbedömning och kundrelationer.

- Den tekniska utvecklingen kan också gynna decentralisering. Möjligheterna att arbeta på avstånd med "remote access" har ökat. Det här är dessutom en utveckling som underlättas av att handlargolven minskar i betydelse och ersätts med elektronisk handel. Slutsatsen skulle kunna bli att ett nätverk av börser och clearinginstitutioner växer fram kopplade till varandra elektroniskt. I detta sammanhang har Stockholms Fondbörs höga ambitioner som jag antar att Bengt Rydén återkommer till.

Sammanfattningsvis talar mycket för att London i kraft av en god miljö ska kunna behålla sin dominerande ställning i Europa även om Storbritannien inte går med i EMU. För ett land som Sverige erbjuder EMU goda möjligheter. De finansiella verksamheterna kan utvecklas om bara en god miljö erbjuds.

3. Riksbankens roll

Avslutningsvis tänker jag säga ett par ord om Riksbankens roll om Sverige kommer med i EMU.

Ändrad tonvikt

De *penningpolitiska* besluten kommer att fattas i Frankfurt. Men penningpolitiska beslut kräver underlag och politiken ska implementeras. När det gäller underlagen ser jag starka argument för en fortsatt verksamhet i Sverige. Vi har en analytisk tradition som det finns goda skäl att värna, om inte av nationalistiska skäl så för att den har något att tillföra det arbete som görs i övriga EU-länder. Inspiration erbjuds av den arbetsfördelning som finns i USA mellan olika banker inom Federal Reserve-systemet. En internationell samordning av statistiken på Riksbankens område pågår men produktion och bearbetning kommer i allt väsentligt att ske nationellt.

Delar av implementeringen av penningpolitiken kan decentraliseras. De nationella centralbankerna har erfarenheter värda att ta vara på. En centralisering kan också vara svår att hantera om motparterna är många. Allmänt sett tycker vi att implementeringen bör ske nationellt i den utsträckning det är rationellt, men på detta område precis som när det gäller t.ex. valutareservsförvaltningen, kan det finnas effektivitetsargument som talar i motsatt riktning.

Motsvarande argument gäller också andra områden, som t.ex. *betalningssystemet*. Här finns det skäl att skilja på grosshandelsfunktionen via elektroniska system som RIX mm. och detaljhandeln. På det första området är huvudlinjen att nationella system kopplas samman. När det gäller distribution och annan hantering (kvalitetskontroll etc.) av sedlar och mynt är möjligheten till centralisering av naturliga skäl begränsad. På sikt kan dock teknikutvecklingen (smartcards etc.) komma att få stort betydelse på detta område.

Slutligen har vi Riksbankens roll som övervakare av det *finansiella systemets* funktionssätt, säkerhet etc. Detta är ett arbete som snabbt förändras, men där de grundläggande behoven säkert kommer att vara minst lika stora efter EMU:s bildande som före. Med ökad specialisering och finansiell integration kommer nya problem och frågeställningar. Samtidigt borde den ekonomiska utvecklingen i euro-området kunna bli relativt stabil, i varje fall jämfört med det vi

i Sverige upplevt under det senaste decenniet. Detta borde underlätta övervakningen. En viktig aspekt på Riksbankens roll inom detta område har att göra med hur vi kan bidra till en god miljö för finansiell aktivitet och därmed öka Sveriges attraktionskraft.

Svensk profil

Låt mig till slut betona att vi tycker oss ha en profil i det europeiska samarbetet, en profil som vi inte är ensamma om men som vi ändå gärna vill värna.

- Den har att göra med *öppenhet* och möjligheter till insyn från de egna medborgarnas sida. Vi vill vara begripliga så långt det går och strävar efter att på så vis skapa förståelse för vårt arbete. Detta präglar vår argumentation om ECB:s penningpolitiska strategi och vägleder oss i diskussioner om vad som ska publiceras och inte.

- Den har också att göra med en tilltro till *marknadskonforma lösningar*. Det gäller i synen på hur penningpolitiken ska bedrivas (styrsystem etc.) men också i den syn vi har på hur marknaderna ska fungera, regelverk läggas upp osv. Vi tror att detta är det bästa sättet att skapa finansiella marknader som bidrar till välstånd och vi tror också att det är Europas chans att bli konkurrenskraftigt i förhållande till resten av världen på det finansiella området.

- Slutligen värnar vi *frihandel* så långt det går. Även här finns det konkreta exempel. Vi tycker att värdepapper av många slag ska få utgöra säkerheter för penningpolitiska transaktioner. Vi är också emot tanken att begränsa tillträdet till det gemensamma betalningssystem som nu byggs upp mellan centralbankerna.

Om Sverige inte kommer med i EMU kommer våra möjligheter att hävda dessa perspektiv på den europeiska utvecklingen att vara begränsade.