

# Anförande

Vice riksbankschef Lars Heikensten

---

TISDAG DEN 25 AUGUSTI 1998

## Euron, kronan och EMU

Världshandelsdagen 98

Jag vill börja med att tacka våra värdar för inbjudan till Världshandelsdagen 98.

Inom drygt fyra månader kommer en ny valuta att finnas i vår närhet. För första gången i modern tid kommer ett stort antal självständiga stater att bilda ett valutaområde med en gemensam valuta. Vid sidan om järnridåns fall är bildandet av EMU sannolikt den viktigaste händelsen i Europa under efterkrigstiden.

Jag tänker koncentrera mitt anförande idag på vad eurons födelse kan komma att betyda för utvecklingen på valutamarknaden. Min avsikt är emellertid inte att närmare försöka förutse hur stark eller svag euron kommer att bli utan till att börja med istället att diskutera faktorer som kan påverka den gemensamma valutan under en övergångsperiod och på lite längre sikt. Därefter berör jag hur euron kan tänkas påverka den svenska kronans ställning som valuta. Jag kan redan nu säga att min grundtes är att euron inte på något grundläggande sätt ändrar kronans roll i den svenska ekonomin eller för den delen kronkursens utveckling. Men mot bakgrund av den diskussion som då och då förs om detta kan det finnas skäl att något utveckla Riksbankens hållning i denna fråga.

### 1. En ny valuta skapas

I januari 1999 kommer en ny valuta att se dagens ljus. Elva stater i Europa bildar en valutaunion och får därmed gemensam valuta, penning- och valutapolitik samt centralbank.

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

Euron kommer att vara hemvaluta i ett betydande ekonomiskt område. Euroområdet står idag för omkring 30 procent av världens produktion, medan USA producerar 35 procent. Vad gäller världshandeln svarar EMU för omkring 17 procent då handel mellan länderna räknats bort, medan USA står för 15 procent.

EMU är en central del av den europeiska integrationsprocessen. En process som startade på femtiotalet i och med överenskommelsen om gemensam kontroll över vissa produktionsmedel, den s.k. kol- och stålunionen. Tanken var att med ekonomiska medel knyta länderna närmare varandra och därmed bibehålla fred i Europa. Ett ytterligare steg togs då den inre marknaden bildades på 80-talet med målsättningen att varor, tjänster, kapital och personer skulle kunna röra sig fritt mellan EU-länderna. Med den gemensamma valutan kommer Europas länder ännu ett steg närmare varandra i ekonomiskt och politiskt hänseende. Samtidigt undanröjs ännu ett hinder för att skapa en stor inhemsk marknad i Europa.

EMU ska således främst ses som en del av ett större, politiskt projekt. Flertalet analyser har emellertid framförallt behandlat EMU:s för- och nackdelar ur ekonomiska perspektiv. Bland fördelarna för de deltagande länderna nämns möjligheten till lägre transaktionskostnader då handeln görs i en och samma valuta, ökad transparens och konkurrens på den inre marknaden samt låg och stabil inflation. Förlusten av växelkursen som ett stabiliseringspolitiskt instrument framhålls bland nackdelarna.

I december 1997 bestämde den svenska riksdagen att Sverige inte ska delta i EMU från start, främst på grund av det svaga stödet för EMU bland allmänheten. Beslutet fattades efter att en expertutredning undersökt fördelar och nackdelar för Sverige att delta. Utredningen hade en positiv grundsyn på ett svenskt medlemskap i EMU men kom fram till att nackdelarna övervägde och att Sverige inte borde delta från start. De stabiliseringspolitiska kostnaderna antogs vara högre än de samhällsekonomiska effektivitetsvinsterna. De politiska aspekterna studerades också i utredningen och ansågs tala för ett svenskt medlemskap i valutaunionen.

I samband med utredningen fick också Riksbanken möjlighet att ge sin syn på valutaunionen. Riksbanken nådde emellertid en annan slutsats och ansåg att Sverige skulle delta från start. Vi bedömde att de stabiliseringspolitiska kostnaderna överskattades i utredningen samtidigt som de ekonomiska och politiska vinsterna antagligen var ännu större än utredningen räknade med. De politiska skälen för att delta i unionen från start har också förstärkts efter det att utredningen skrevs, eftersom ett större antal länder deltar från start än vad som förutsågs.

## 2. Hur stabil blir euron?

Euron kommer att existera som kontobaserad valuta från januari nästa år. Även om inte sedlar och mynt ännu finns i cirkulation kommer det att vara möjligt att använda euron i transaktioner. Vilken roll kommer då euron att få på valutamarknaden? Kommer den att bli stabil? Och kommer den att konkurrera med dollarn som internationell reservvaluta?

Som vi alla vet är det svårt att förutsäga växelkursrörelser. Allmänt sett kan sägas att en valutas nominella växelkurs bestäms av inflationsdifferenser gentemot

utlandet och den reala växelkursen. Den reala växelkursen kan beskrivas som relativpriset gentemot utlandet för varor och tjänster i ett land. Om inflationsdifferensen ökar måste valutan depreciera i motsvarande utsträckning för att den reala växelkursen ska vara stabil. Förväntningar om framtida växelkurs påverkar också den aktuella kursen. Förtroendet för ekonomisk politik inriktad på långsiktig prisstabilitet blir således viktig för hur en växelkurs utvecklas.

Det finns även faktorer av mer tillfällig karaktär som kan påverka en valutas värde. Konjunkturrella faktorer kan spela en roll. Ett land i en starkare konjunkturfasa kan ha anledning att föra en stramare penningpolitik, vilket normalt leder till en appreciering av landets valuta. Trovärdighetseffekter kan också påverka växelkursen så att den avviker från den mer fundamentalt riktiga. Utöver detta kan också övergående efterfråge- och utbudsförändringar på valutamarknaden påverka växelkursen. Dessa kan vara en följd av portföljanpassningar. Periodvis kan dessa mekanismer bidra till att förstärka växelkursrörelser, även om ekonomiska grundförutsättningarna talar för en annorlunda utveckling. Den amerikanska dollarns stora rörelser är ett exempel på detta.

Låt mig mot denna bakgrund försöka lyfta fram några faktorer som sannolikt har betydelse för utvecklingen av euron. Jag berör först de fundamentala faktorerna för att sedan peka på några faktorer som kan vara av övergående betydelse för euron.

### **Fundamentala faktorer**

Under förutsättning att den ekonomiska politiken inom valutaunionen på ett trovärdigt sätt inriktas på prisstabilitet – och om samtidigt omvärlden på motsvarande sätt bedriver låginflationspolitik - är det sannolikt att euron kommer att uppvisa hög grad av stabilitet i de nominella växelkurserna gentemot andra valutor. Konjunkturrella skillnader mellan valutablocken och viss osäkerhet om den penningpolitiska signaleringen är dock faktorer som kan skapa vissa fluktuationer.

EMU är konstruerat så att penningpolitiken kommer att utformas gemensamt av ECB:s direktion och de nationella centralbankerna utifrån den sammantagna inflationsbilden i euroområdet, medan finanspolitiken utformas nationellt.

#### *Penningpolitiken*

Den 1 juli i år bildades den gemensamma centralbanken, ECB, som från januari nästa år ska ansvara för den gemensamma penningpolitiken inom EMU. Målet för penningpolitiken är prisstabilitet. Hur detta närmare ska definieras är ännu inte klart, men uttalanden tyder på att politiken sannolikt kommer att inriktas på ett indirekt penningmängdsmål och att definitionen av prisstabilitet kommer att bli 2 procent eller lägre. Det senare har föranlett frågan om vi i Sverige borde ändra vårt inflationsmål. Denna fråga är något tidigt väckt eftersom det ännu inte är helt klart hur ECB kommer att formulera sitt mål. Till bilden hör, vidare, att den antydda formuleringen är i linje med den som gällt för Tyskland och tysk penningpolitik har inte i genomsnitt under de senaste decennierna resulterat i en inflation under 2 procent. Mot denna bakgrund, men också med hänsyn till de fördelar som finns med ett symmetriskt inflationsmål, finns det idag inte skäl att överväga någon ändring i det svenska inflationsmålet.

Den europeiska centralbanken har erhållit en långtgående självständighet för att uppfylla prisstabilitetsmålet utan kortsiktiga politiska hänsyn. De institutionella förutsättningarna för en trovärdig penningpolitik är därmed goda.

Detta räcker emellertid inte, trovärdigheten måste också löpande byggas upp via en ansvarsfull penningpolitik som väl förstås och stöds av samhället i övrigt. Osäkerheten kan vara stor till en början om hur den gemensamma penningpolitiken fungerar och hur signalerna från ECB ska tolkas. Stora krav ställs därmed inledningsvis på att ECB väl förklarar sin politik, presenterar den analys som ligger bakom de fattade besluten på ett begripligt sätt och skapar bred förståelse för penningpolitiken i alla delar av unionen. Denna förståelse kan sättas på särskilt svåra prov i de fall då ett enskilt lands pristryck avviker från den genomsnittliga och reporäntan därmed inte ter sig väl avvägd för landets situation. De nationella centralbankerna i euroområdet borde kunna bidra i detta arbete, såväl med kommunikationen till allmänheten som genom att bistå med god analys av utvecklingen i det egna landet.

Detta leder mig in på diskussionen om rådets agerande. I debatten har hörts oroade röster som menar att sammansättningen av centralbankens beslutande organ, rådet, kan leda till att starka nationella intressen kan styra politiken och att helheten därmed går förlorad. Oron grundar sig på att beslutsfattarna i rådet till största delen utgörs av centralbankschefer från medlemsländerna som skulle kunna ta nationella hänsyn. Den amerikanska centralbanken framhålls som jämförelse, där andelen regionala chefer är mindre i det beslutsfattande organet. Ett ytterligare skäl för denna typ av oro är att ansvar politiskt inom EU i allt väsentligt utkrävs på nationell nivå. Det är på den nationella arenan som ekonomisk-politiska diskussioner förs. Även om det inte går att vifta bort dessa problem tror jag att de är överdrivna. På medlemmarna i rådet faller ett gemensamt ansvar för att ECB ska bli framgångsrik och lyckas etablera prisstabilitet i unionen. De sitter i denna mening i samma båt och inget kan lättare få båten att välta än ett nationellt agerande. Det tror jag kommer att prägla agerandet i praktiken.

Tydlighet och transparens i politiken är under alla omständigheter viktig från start för att undvika onödig osäkerhet som kan leda till överdrivna rörelser i växelkurser och räntor.

#### *Övriga delar av den ekonomiska politiken*

På lång sikt är det utformningen av penningpolitiken som styr inflationstakten. På kortare sikt påverkas emellertid prisutvecklingen även av andra faktorer i ekonomin. Övriga delar av den ekonomiska politiken, d.v.s. finans-, arbetsmarknads- och strukturpolitik, måste därmed utformas på ett sådant sätt att de stöder inriktningen mot en långsiktigt hållbar prisstabilitetspolitik. Fungerar inte dessa delar så blir bördan på penningpolitiken extra tung.

Den ekonomiska politiken vid sidan om penningpolitiken kommer att förbli en nationell angelägenhet i valutaunionen, även om den omfattas av överenskommelser på gemenskapsnivå.

Finanspolitiken kommer även fortsättningsvis att utformas av de nationella regeringarna. Utrymmet för politiken begränsas emellertid i viss mån av den stabilitets- och tillväxtpakt som samtliga EU-länder enats om. Genom denna pakt

förbinder sig länderna att föra en ansvarsfull finanspolitik, vilket definierats som att åstadkomma statsbudgetar i balans eller med överskott på medellång sikt. Länderna underkastar sig även en kontinuerlig övervakning av sina offentliga finanser från övriga EU-länder. Underskotten i de statliga budgetarna får normalt inte överstiga 3 procent, men det finns utrymme för vissa undantag. Om underskottet i något EMU-land överstiger 3 procent och detta inte kan förklaras med exceptionella och tillfälliga faktorer så utdöms böter till landet. De EU-länder som inte deltar i valutaunionen kan dock inte bötfällas, utan deltar enbart i övervakningsdelen av pakten.

Uppgiften att etablera prisstabilitet i euroområdet förenklas om även finanspolitiken verkar för låg inflation i valutaunionen. Finanspolitiken är viktig, dels genom att skapa hållbara statsfinansieringar och därmed bidra till en allmänt trovärdig ekonomisk politik, dels genom att motverka att ett alltför stort pristryck uppkommer i ekonomin. Med den gemensamma penningpolitiken utformad utifrån hänsyn till euroområdets samlade utveckling kommer större krav att ställas på finanspolitikens bidrag i den nationella stabiliseringspolitiken; finanspolitiken kan fortfarande användas för att stabilisera den nationella ekonomiska utvecklingen. Detta ställer dock i sin tur krav på att manöverutrymme finns i de nationella budgetarna. Mot bakgrund av bl.a. detta är stabilitets- och tillväxtpaktens medelfristiga målsättning om balans eller överskott i statsbudgeten rimlig och det är av stor vikt att länderna lever upp till denna. I dagsläget är det enbart ett fåtal länder som åstadkommit detta, däribland Sverige.

Samspelet mellan penning- och finanspolitiken kommer att vara viktig, såväl på nationell som på EMU-nivå, för att den ekonomiska politiken sammantaget ska framstå som trovärdig och konsistent. Därför behövs en konstruktiv dialog mellan ECB och de deltagande ländernas regeringar. Hur detta kommer att fungera är idag oklart, men en intensiv diskussion förs nu i Europa om bl.a. detta. Fördraget skapar flera möjligheter till kontakter mellan de båda sfärerna.

Väl fungerande strukturer i ekonomin är en annan förutsättning som måste gälla för att den gemensamma penningpolitiken ska kunna etablera låg inflation utan att onödiga spänningar uppstår i ekonomin. Särskilt viktigt i detta sammanhang är arbetsmarknadens funktionssätt. Om arbetsmarknaden fungerar väl minskar risken för regional arbetslöshet och därmed för politiska problem som ytterst skulle kunna utgöra hot mot EMU.

### **Tillfälliga faktorer**

I diskussionen om eurons utveckling har framhållits att dess tillkomst kommer att iscensätta omfattande omDispositioner främst i privata placerares portföljer, men även i offentliga reserver.

EMU innebär att placerarna får en annan valutarisksammansättning i portföljerna. Detta kan leda till flöden för att återställa diversifieringsgraden. De som tidigare haft t.ex. placeringar i D-mark och italienska lira för att diversifiera sin portfölj, måste förändra sina innehav då dessa båda valutor konverteras till euro.

Det faktum att euron kan få en viktig internationell roll – och därmed användas i större utsträckning än vad områdets ekonomiska vikt motiverar - kan också påverka efterfrågan på euro. För att bli en internationell valuta krävs stabilitet, likviditet och storlek. Det är viktigt att komma ihåg att D-marken redan idag intar en ställning som internationell valuta. Skillnaden i och med övergången till euro kanske därmed inte blir så markant även om det finns en potential för att eurons ställning ska bli ännu starkare.

I allmänhet antas inte portföljförändringar som inte har sin grund i mer fundamentala faktorer påverka växelkurser varaktigt. Eurons inträde på valutamarknaden är emellertid något helt nytt och det är därför svårt att veta om portföljförändringarna kan få en omfattning som åtminstone tillfälligt påverkar eurons kurs mot andra valutor. Det är också oklart vilken nettoeffekt omplaceringarna skulle ge, då det sannolikt skulle innebära såväl placeringar som lån i euro. Det grundläggande för eurons utveckling på sikt är, som jag tidigare nämnde, förväntningar om inflationsutvecklingen i euroområdet i relation till utvecklingen i omvärlden.

### 3. Eurons roll i Sverige

Hur påverkar euron den svenska kronan? På basis av teoretiska analyser av vad som borde styra användningen av en valuta i ett land och från de svar som Riksbanken erhållit i intervjuer och enkäter bland svenska företag och hushåll, har vi dragit slutsatsen att kronans roll i den svenska ekonomin inte påtagligt kommer att förändras när euron introduceras.

Kronan har en viktig roll i den svenska ekonomin. Den är betalningsmedel och fungerar som räkneenhet och värdebevarare.

Den svenska kronan utsätts redan idag för konkurrens från andra valutor. EMU kan ses som en fortsättning på denna process. Konkurrensen kan bl.a. avläsas i att omsättningen på valutamarknaden ökat mycket starkt. Sedan 1986 har omsättningen på valutamarknaden ökat åttafaldigt, medan utrikeshandel och BNP endast fördubblats under samma period. Transaktioner direkt kopplade till utrikeshandeln svarar för endast 5 procent av omsättningen.

I vilket avseende skulle eurons inträde kunna förändra kronans ställning? Hur ser resonemangen ut bakom ett sådant scenario?

Diskussionen om en marginalisering av den svenska kronan har baserats på uppfattningen att de svenska exportföretagen väljer att gå över till euro för att reducera de konkurrensnackdelar som utanförskapet innebär. Med EMU som viktig handelspartner drabbas företagen av den ökade priskonkurrens som valutaunionen innebär utan att dra lika stora fördelar som EMU-konkurrenterna av minskade växlingskostnader och tillgång till en stor, likvid kapitalmarknad. För att minska dessa nackdelar kan företagen försöka matcha sina inkomster i euro med de utgifter företagen har i Sverige; löner till anställda och betalningar till underleverantörer t.ex.. Därmed skulle växelkursrisken vältras över på inhemska aktörer – hushåll och företag - som i sin tur skulle efterfråga att betala sina utgifter i euro.

Hur sannolikt är då detta scenario? Det kan i förstone ifrågasättas hur allvarliga konkurrensnackdelarna verkligen blir för exportföretagen. Hushållens och de svenskägda företagens vilja att ta valutarisk är en annan aspekt som kan diskuteras i scenariot. Dessa aktörer kommer att vilja ha sina inkomster i samma valuta som sina utgifter. Om så inte är fallet uppstår en växelkursrisk och den reala inkomsten kan därmed inte förutses.

Merparten av hushållens och de helsvenska företagens utgifter kommer rimligen att vara bestämda i svenska kronor även efter att valutaunionen startat. Detaljhandeln tar betalt och sätter priser i kronor. Kronans ställning som legalt betalningsmedel innebär att detaljhandeln inte har någon skyldighet att acceptera andra valutor än kronor som betalningsmedel. Vidare betalas de svenska skatterna och hushållens långfristigt bundna lån i kronor.

Förutom att det inte är uppenbart varför exportföretagen i stor skala skulle vilja gå över till euro så är det alltså inte heller säkert att de skulle kunna övervältra växelkursriskerna på hushåll och underleverantörer.

Svenska storföretag kan däremot möjligen ha ett intresse av att gå över till att använda euron i sin redovisning samt för att ange det egna kapitalet. Uttalanden i denna riktning har gjorts av en del företagsföreträdare. Genom att redovisa det egna kapitalet, bestämma utdelningar och notera sina aktier i euro kan de företag som har transaktioner i euro möjligen få bättre tillgång till eurokapitalmarknaden samt reducera kostnaderna för valutahanteringen i likviditetsförvaltningen. Än så länge är det inte tillåtet enligt svensk lagstiftning att använda annat än kronor, men möjligheten att redovisa i andra valutor utreds.

Många företag placerar idag sitt likviditetsöverskott i kronor, bl.a. därför att de ska betala utdelningar i kronor. Om företagen väljer att redovisa i euro kan det få konsekvenser för hur de hanterar sina tillgångar. En konsekvens kan vara att de vill placera sitt likviditetsöverskott i euro. Detta leder till en portföljförändring, vilket för oss tillbaka till mitt tidigare resonemang om kortsiktiga förändringar i växelkurser. Det är dock rimligt att företagen genomför eventuella portföljförändringar gradvis och att någon flödeseffekt på kronkursen därmed inte uppstår. Även om så kraftiga flöden skulle uppstå att kronan påverkas finns inte någon anledning att tro att dessa flöden skulle få varaktig effekt på kronans kurs mot euron. Parallellt sker många andra typer av valutatransaktioner.

Kronans långsiktiga utveckling kommer istället på längre sikt att styras av den svenska ekonomiska politiken. När den ekonomiska politiken är trovärdig och inriktas mot låg inflation finns det inga skäl att tro att kronan kontinuerligt skulle fortsätta att försvagas och att den skulle förlora sin roll i den svenska ekonomin.

#### 4. Slutord

Låt mig nu runda av. Det avgörande för valutautvecklingen, vare sig vi talar om euron relativt t.ex. dollarn eller kronan relativt euron, är den ekonomiska politikens inriktning och resultat. Om politiken är trovärdig, inriktad på låg inflation och framgångsrik i de länder och regioner vi talat om bör inte växelkurserna på lång sikt avvika från varandra.

Det legala ramverket för den ekonomiska politiken inom EMU lägger en god grund för en trovärdig låginflationspolitik. Det hindrar inte att det är viktigt att alla delar av den ekonomiska politiken redan från EMU:s start backar upp prisstabilitetsambitionerna. ECB kan göra detta genom att bedriva en trovärdig penningpolitik och förklara denna tydligt. De nationella regeringarna kan ge sitt bidrag genom att se till att den samlade finanspolitiken inom euroområdet med marginal lever upp till tillväxt- och stabilitetspakten; något som ännu inte är fallet. Åtgärder som förbättrar arbetsmarknaden kan också förbättra förutsättningarna för att valutaunionen blir ett lyckat projekt.

På motsvarande sätt pekar de institutionella förändringarna och den ekonomiska utvecklingen i Sverige de senaste åren på goda förutsättningar för en stabil krona. Ramverket för både penning- och valutapolitiken är förstärkt. Riksbanken är på väg att få en självständigare ställning och budgetprocessen är numera betydligt striktare. Vissa flöden kan uppkomma på valutamarknaden enbart till följd av att den nya valutan introduceras, men över tiden är de ekonomiska grundförutsättningarna avgörande. Det talar för att införandet av den nya valutan - euron - inte kommer att leda till några markanta förändringar varken för kronans roll i det svenska samhället eller för dess värde.