

# Anförande

Förste vice riksbankschef Lars Heikensten

---

MÅNDAG DEN 19 APRIL 1999

## Penningpolitiken och växelkursen

Möte med Riksbankens primary dealers

Sedan försvaret av den svenska kronan gavs upp i november 1992 har mycket av den penningpolitiska diskussionen kretsat kring växelkursens utveckling. Låt mig idag, vid Riksbankens traditionella möte med primary dealers, ta upp fyra frågeställningar som rör kronan.

En första fråga är kronans roll när penningpolitiken förs med utgångspunkt från ett inflationsmål och med rörlig växelkurs. En annan fråga är växelkursens faktiska utveckling under senare år och vilka slutsatser som kan dras från detta. Sedan euron introducerades i januari har debatten om svenskt medlemskap i EMU tagit fart igen. Mot denna bakgrund rör de två sista frågorna processen mot ett eventuellt ERM-medlemskap respektive viktiga aspekter när en eventuell framtida ERM-kurs läggs fast.

### **1. Kronkursens betydelse för penningpolitiken**

När den svenska kronan började flyta i november 1992 sågs detta av många som en kortare parentes. Uppfattningen var att ett litet utrikeshandelsberoende land som Sverige bäst gynnades av en fast växelkurs och att Riksbanken därför borde försöka återupprätta den fasta växelkursregimen så snart som möjligt.

Inflationsmålet har dock sedan det infördes 1993 visat sig vara en bra styråra för att uppnå och bevara prisstabilitet. Förtroendet för den penningpolitiska regimen

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

har gradvis ökat och är nu, av allt att döma, gott. Inflationen och inflationsförväntningarna är låga. Sedan konjunkturen vände sommaren 1993 har BNP-tillväxten varit nära 3 procent, statens finanser har förbättrats snabbt och Sverige har börjat betala tillbaka på utlandsskulden.

#### *Viktig prognosvariabel*

Under långa perioder med finansiell oro och förtroendeproblem för svensk ekonomi har Riksbanken bedömt att kronan varit undervärderad. Otvetydigt har kronan också periodvis rört sig relativt mycket och detta även sedan förtroendet för den ekonomiska politiken förefaller ha etablerats.

Sedan den fasta växelkursen övergavs har Riksbanken inte haft något mål för kronkursens nivå. Det primära för penningpolitikens uppläggning efter 1992 är hur inflationsutsikterna förhåller sig till inflationsmålet på 2 procent. Växelkursen är dock en viktig faktor för Riksbankens inflationsbedömning. En växelkursrörelse som bedöms ha konsekvenser för inflationsutsikterna påverkar därmed penningpolitikens uppläggning, d.v.s. ytterst hur Riksbanken sätter reporäntan.

Växelkursen påverkar normalt inflationen såväl via importpriserna som via utrikeshandeln och resursutnyttjandet i ekonomin. En svag växelkurs borde - enligt teorin och allt annat lika - slå igenom i högre importpriser som i sin tur borde innebära högre konsumentpriser. Trots att kronan varit svag har emellertid importpriserna och konsumentpriserna inte påverkats i den utsträckning som Riksbanken förväntat. Detta kan förklaras med flera olika faktorer:

- Ett skäl kan vara att Riksbanken har överskattat resursutnyttjandet och därmed även efterfrågetrycket i ekonomin. Ett dämpat efterfrågeläge minskar sannolikt möjligheterna för företagen att låta en svag växelkurs slå igenom på priserna i konsumentledet.
- Ett annat skäl kan vara den ökade internationella konkurrensen, vilket inneburit en press nedåt på priserna. De effekter detta ger på priserna i ekonomin är antagligen i princip av engångskaraktär, men de kan genom att de gradvis slår igenom i ekonomin påverka inflationen under lång tid.
- Ett ytterligare skäl kan vara att prissättningsbeteendet förändrats i och med övergången till rörlig växelkurs. Vid devalveringarna av kronan under 70- och 80-talen uppfattades den nya svagare kursen som permanent och togs därför som utgångspunkt för prissättningen. De försvagningar som skett i kronans kurs sedan 1992 har sannolikt i många fall bedömts som tillfälliga, varför prisgenomslaget blivit mer begränsat.

#### *Inget mekaniskt samband*

Sambandet mellan växelkursen och inflationen har uppenbarligen förändrats över tiden. Det är inte möjligt att lägga fast några enkla mekaniska samband mellan kronan, inflationsutsikterna och reporäntan. Hur penningpolitiken ska reagera på en förändring i kronkursen beror också på vad som förorsakat den, hur långvarig den bedöms bli och hur ekonomin i övrigt ser ut.

- Om kronan försvagas till följd av portföljskiften, som i sin tur drivits fram t.ex. av en oro för stigande inflation, är det naturligt att det leder till en stramare penningpolitik. Detta var också ett viktigt argument för Riksbankens politik 1993 till 1995.
- Om kronan däremot försvagas i ett läge då det sammantagna inflationstrycket i ekonomin är svagt, t.ex. till följd av en vikande internationell efterfrågan, behöver det inte innebära något problem ut inflationssynpunkt. Kronförsvagningen är då snarast en del i en realekonomisk anpassning. Inslag av detta fanns antagligen i utvecklingen under förra hösten.

Penningpolitiken måste alltså baseras på en så fullständig bedömning av inflationsutsikterna som möjligt i den aktuella situationen. I denna bedömning av inflationsutsikterna är växelkursen en viktig faktor, men den bör normalt inte ha något självständigt inflytande över hur reporäntan sätts. Det är därför Riksbanken har valt att inte arbeta med ett operativt mål i termer av ett s.k. monetärt index som utgör en sammanvägning av räntor och växelkursnivåer.

Riksbankens syn på växelkursen har förändrats en del sedan 1992. Gradvis har vi alltmer kommit att betona den prognosticerade framtida kronutvecklingen och mindre oroat oss för tillfälliga fluktuationer i kronans värde. Denna utveckling hänger enligt min uppfattning ihop med flera olika saker. Det har varit svårt att visa att försök att stabilisera växelkursen på kort sikt med reporäntan eller med interventioner varit särskilt framgångsrika. Inte heller får en sådan politik särskilt mycket stöd i erfarenheter från andra länder med rörlig växelkurs. Den gradvis ändrade synen på politiken har också underlättats av ett ökat förtroende.

Riksbanken har alltså valt att vara förhållandevis inaktiv på valutamarknaden under de senaste åren. Samtidigt är det klart att det medför nackdelar om en växelkurs varierar mycket och kännetecknas av tvära kast. Plötsliga och överdrivna växelkursrörelser skapar osäkerhet som kan sprida sig till andra finansiella marknader och dessutom störa hushållens och företagens beslut om konsumtion, produktion och investeringar. Det är mot den bakgrunden som Riksbanken vid enskilda tillfällen under de senaste åren har valt att intervensera på valutamarknaden för att markera sin syn på utvecklingen. Självklart skulle sådana interventioner aldrig ha övervägts om de bedömts stå i konflikt med inflationsmålet.

Så länge Riksbanken arbetar med ett renodlat inflationsmål ser jag ingen orsak till att förändra de nuvarande principerna för vårt agerande på valutamarknaden. Jag vill ändå betona att frågan om hur växelkursen ska behandlas inom en inflationsmålsstrategi ingalunda är självklar. En del centralbanker med inflationsmål - t.ex. den kanadensiska - synes agera oftare på kortsiktiga fluktuationer i växelkursen och ibland med vägledning av ett s.k. monetärt index, bl.a. med ambitionen att stabilisera marknader och förväntningar. Deras reaktionsmönster påminner därmed mer om det Riksbanken följde under inledningen av perioden med rörlig växelkurs. Andra centralbanker - t.ex. den brittiska och den australiensiska - arbetar mer som Riksbanken gör idag. När man jämför svängningarna i växelkursen i olika länder med rörlig växelkurs är det svårt att spåra några tydliga effekter av skillnader i penningpolitikens uppläggning. Exempelvis förefaller den kanadensiska dollarn inte ha varit mer stabil, trots att

centralbanken där fokuserat mer på monetära förhållanden och i högre grad använt sig av interventioner.

## **2. Vad har styrt den rörliga kronkursens utveckling?**

Då kronans fasta kurs övergavs i november 1992 var den konkurrensvägda reala växelkursen övervärderad. Den svenska inflationen hade under en längre period överskridit den i omvärlden och konkurrenskraften hade därmed successivt urholkats. När kronan började flyta försvagades kursen kraftigt. Under det första halvåret med rörlig växelkurs föll den nominella växelkursen med omkring 20 procent mätt i konkurrensvägda termer. Givet att inflationstakten redan i stor utsträckning anpassats till den nivå som rådde i omvärlden, och tecken fanns på att den förväntades förbli på en relativt låg nivå, var de omfattande fallen i den nominella växelkursen större än vad som krävdes för en återgång till ett rimligt konkurrenskraftsläge. Den reala växelkursen hade därmed snabbt vänt från att vara övervärderad till att vara undervärderad och förblev så under en lång period.

Andra valutor som tvingades flyta i samband med krisen 1992 - finländska marken och italienska liran - upplevde också större försvagningar än vad som var långsiktigt motiverat.

### *Gradvis stabilisering*

Inledningsvis berodde kronförsvagningen sannolikt till stor del på osäkerhet om den svenska ekonomin och den ekonomiska politiken. De allvarliga problemen med statsfinanserna, och en osäkerhet om den framtida inflationsutvecklingen, var faktorer som bidrog till kronförsvagningen.

Den faktiska inflationen eller den rådande efterfrågan på kronor hade de inledande åren med rörlig kurs ett mindre inflytande på kronans utveckling. Enkel regressionsanalys visar att marknadsaktörernas förtroende för politiken och prisstabiliteten, mätt som lång räntedifferens gentemot Tyskland, kan förklara nästan en tredjedel av variationen i den nominella växelkursen sedan 1992. Under åren 1994 till 1996 förklarar svängningar i trovärdigheten - mätt på detta vis - nästan två tredjedelar av växelkursförändringarna.

Med denna osäkerhet och misstro i botten fick internationella oroligheter kraftigt genomslag på räntorna och kronan. Nervositeten på de internationella finansiella marknaderna i samband med den amerikanska centralbankens åtstramning av penningpolitiken 1994 och Mexikokrisen i slutet av samma år spädde på kronförsvagningen ytterligare och innebar ökade räntedifferenser. Motsvarande utveckling kunde noteras i andra länder med en historia med hög inflation och statsfinansiella problem - högränteländerna behandlades alla på liknande sätt.

I takt med att de beslutade åtgärderna för att stabilisera statens finanser började verka, utsikterna för den svenska ekonomin ljusnade och den internationella utvecklingen stabiliserades förbättrades situationen på de svenska finansiella marknaderna. Under 1995 förstärktes kronan markant samtidigt som de långa räntorna kom ner. Denna utveckling fortsatte under 1996, då Riksbanken också snabbt sänkte reporäntan. I slutet av 1996 låg kronkursen på 117 i TCW-termer,

vilket var inom det intervall för kronans långsiktiga jämvikt som beräknats av Riksbanken.

Under ca två år, från sommaren 1996 till sommaren 1998 rörde sig kronan inom ett relativt smalt intervall gentemot D-marken, ca 3 procent kring ett medelvärde på 4,40. Kronan försvagades emellertid mätt i TCW-termer under denna period. Mycket talar emellertid för att detta orsakades av andra faktorer än trovärdighetsproblem. Kopplingen mellan rörelser i växelkursen och långräntedifferensen hade upphört, vilket indikerar att trovärdighetsaspekterna spelade en mindre roll än tidigare för växelkursens utveckling. Det var snarare konjunkturutvecklingen i förhållande till omvärlden som var den främsta förklaringen till den svagare kronan under denna period. Med en starkare tillväxt i USA och Storbritannien stärktes dollarn och pundet mot kronan.

### *Orolig höst*

Kronan försvagades igen under hösten 1998. Denna gång berodde försvagningen, enligt Riksbankens bedömning, främst på internationella oroligheter. De tilltagande finansiella problemen under 1998 - som kulminerade efter den ryska betalningsinställelsen och krisen i en amerikansk hedgefond - ledde till att de internationella placerarna undvek risk och flydde till mindre riskfyllda tillgångar. Trots att de ekonomiska grundförutsättningarna i de flesta avseenden var goda i den svenska ekonomin drabbades kronan av utvecklingen. Sannolikt var den fortsatt höga utlandsskulden en förklaring till att kronan försvagades när priset på risk steg generellt. Andra länder med stora utlandsskulder drabbades på liknande sätt. Men även inhemska faktorer spelade in, bl.a. försvagades kronan något runt valet i september.

När turbulensen på de finansiella marknaderna minskade kring årsskiftet 98/99 stärktes kronan åter. Den låga inflationen och de snabbt förbättrade statsfinanserna föreföll därmed åter få en större relativ betydelse för utvecklingen av växelkursen. Till den starkare kronan bidrog också de politiska signaler om ett svenskt närmande till valutaunionen som kom i början av året. Då marknadsaktörerna trodde att kronan skulle komma att delta i unionen till en starkare kurs än den rådande marknadskursen stärktes kronan ytterligare.

I diskussionen om kronans försvagning under 1998 förekom två argument som kan motivera ett par kommentarer.

Enligt ett argument skulle kronan ha försvagats gentemot D-marken till följd av strukturella problem i den svenska ekonomin. Tveklöst finns problem av strukturell art i svensk ekonomi. Mellan en del av dessa och växelkursens utveckling är det inte omöjligt att det finns ett samband; t.ex. beskattningens utformning. Om det är så att den bristande förnyelse i industrin som man tycker sig kunna spåra i siffrorna från 70- och 80-talen fortfarande gäller, så är också detta en faktor som kan påverka växelkursen. Men diskussionen skulle vinna på mer precision i argumenten och en noggrann analys. För det första är det långt ifrån klart att de strukturella problemen i Sverige verkligen är större än t.ex. i Tyskland och att detta därmed skulle kunna förklara kronans försvagning gentemot D-marken. För det andra är det lite märkligt att långsiktiga problem av detta slag skulle få ett så plötsligt genomslag i växelkursen.

Enligt ett annat argument skulle skillnaden mellan det svenska inflationsmålet och den uppläggning ECB valt av penningpolitiken vara förklaringen till kronans försvagning. Inte heller detta är troligt. Skillnaderna i penningpolitikens uppläggning är av allt att döma små. Den svenska inflationen har sedan början av 1990-talet varit lägre än genomsnittet i EU. Under senare år har detta mönster förstärkts och Sverige tillhört de länder som haft lägst inflation i Europa.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att kronan under en stor del av perioden med rörlig växelkurs varit svagare än vad som bedömts vara önskvärt. Detta berodde under de inledande åren främst på dålig trovärdighet för den ekonomiska politiken. Med undantag för den omfattande oro som uppkom under den internationella finansiella krisen i höstas har dock kronans kurs sedan den återhämtade sig 1995/1996 varit förhållandevis stabil. En rörlig kurs verkar dock innebära större fluktuationer i kronans kurs gentemot andra valutor än vad många av oss trodde när kronan föll hösten 1992, trots att statsfinanserna idag är relativt starka och inflationen är låg. Detta är en erfarenhet som vi delar med andra länder med rörlig växelkurs och inflationsmål, t.ex. Storbritannien, Kanada och Australien.

### **3. Ett eventuellt svenskt medlemskap i ERM2**

Efter att euron introducerats har frågan om ett svenskt EMU-medlemskap åter aktualiserats. Politiska uttalanden och tidvis en mer positiv opinion har lett till att en del bedömare börjat tala om att Sverige kan komma att träda in i unionen redan den 1 januari 2002, efter en socialdemokratisk partikongress våren 2000 och en folkomröstning samma år.

Detta har i sin tur lett tankarna till ett svenskt deltagande i det europeiska växelkurssamarbetet ERM2. I marknadsbrev och i media diskuteras denna fråga alltmer. Det är därför jag tar upp några aspekter på denna frågeställning här ikväll.

Riksdagen har tidigare konstaterat att ett medlemskap i ERM2 kan ses som ett direkt förberedande steg före ett inträde i valutaunionen. Regeringen kan därmed komma att aktualisera frågan om ett deltagande i fastkurssystemet när ett framtida deltagande i EMU bedöms stå för dörren.

#### *Regeringen beslutar om växelkurssystem, Riksbanken om tillämpningen*

Vad gäller då för ansvarsförhållande mellan Riksbanken och regeringen i fråga om ERM2? I den nya valutalagen, som trädde i kraft vid årsskiftet, gavs regeringen ansvaret att besluta om växelkurssystem för den svenska kronan. Detta är den ordning som gäller i nästan alla europeiska länder. Det är således regeringen som beslutar om och när kronan ska knytas till ERM2. Riksbanken, å sin sida, ska besluta om tillämpningen av det växelkurssystem som regeringen beslutat om. Det innebär att Riksbanken har beslutandekraften i fråga om centralkurs och bandbredd i ett fast växelkurssystem och beslutar om eventuella interventioner.

I praktiken innebär lagstiftningen att såväl regeringen som Riksbanken måste vara involverade för att Sverige ska kunna gå med i ERM2. De måste komma överens om villkoren. Ett svenskt inträde i ERM2 är emellertid inte ett ensidigt svenskt beslut utan är föremål för förhandling tillsammans med övriga EU-länder.

Hur går då en eventuell framtida anslutning till ERM2 i praktiken till? Förhandlingen kommer att ske i den ekonomiska och finansiella kommittén, som är efterföljaren till den monetära kommittén. Där representeras varje land av motsvarande statssekreteraren i finansdepartementet och av vice centralbankschefen.

Erfarenheten visar att, för att bedöma vilken centralkurs som är rimlig, tittar man bl.a. på den makroekonomiska situationen i ekonomin, allehanda konkurrenskraftsmått, hur växelkursen de facto rört sig tidigare och på vilka nivåer kursen i genomsnitt legat de senaste åren. När andra valutor knutits till ERM har detta vanligen skett till rådande marknadskurs eller till en kurs som inte avvikit alltför mycket från denna.

#### *ERM-medlemskap kan stabilisera växelkursförväntningarna*

Växelkursstabilitet kommer att vara en viktig faktor inför ett EMU-medlemskap. Medlemskap i ERM2 kan också komma att underlätta ett svenskt EMU-inträde.

Mot denna bakgrund kan det finnas skäl att säga något om vid vilken tidpunkt en ERM-anslutning kan komma att ske. Som jag nämnde beslutar regeringen i denna fråga. Regeringen har i vårbudgeten deklarerat att det inte är aktuellt att delta i ERM2.

Viktigt för valet av tidpunkt för inträde är rimligen bl.a. hur lång tid övriga EU-länder vill se att Sverige deltagit i samarbetet innan vi deltar i EMU. Ett annat centralt övervägande är huruvida ett ERM2-medlemskap i sig kan bidra till att nå växelkursstabilitet och underlätta ett inträde i unionen. Själv anser jag att ett medlemskap i ERM2 skulle kunna bidra till att stabilisera växelkursförväntningarna när väl klarhet nåtts om att Sverige eftersträvar inträde i valutaunionen. Detta skulle i sin tur underlätta konverteringen av kronan mot euron. Förutsättningen är dock, enligt mitt förmenande, dels att svensk ekonomi är i rimligt god balans och den ekonomiska politiken åtnjuter stort förtroende, dels att det finns brett politiskt stöd för ett medlemskap i ERM2.

Även om man kan hysa viss oro för konflikter mellan ett växelkursmål inom ERM2 och det direkta inflationsmålet, bör dessa inte överdrivas. De breda banden inom växelkurssamarbetet och de erfarenheter andra länder gjort på väg in i valutaunionen visar att några allvarliga konflikter inte behöver uppstå.

Om marknadsaktörerna har förtroende för att centralkursen i ERM2 kommer att utgöra konverteringskurs för inträde i unionen – vilket de har all anledning att ha eftersom detta gällde för de elva länder som nu ingår i unionen – kommer marknadskursen för kronan sannolikt inte avvika särskilt mycket från centralkursen. Detta var tydligt för de valutor som hittills konverterats till euro. Den finländska marken, exempelvis, var stabil och mycket nära sin centralkurs från den tidpunkt det stod klart att Finland skulle in i unionen.

I praktiken skulle detta medföra att svenska räntor med lite längre löptider kommer att konvergera mot de nivåer som gäller inom euroområdet under ett ERM-medlemskap. Ju närmare i tiden anslutningen till unionen kommer, ju mer kommer också de riktigt korta marknadsräntorna att påverkas. Riksbankens

möjlighet att påverka de inhemska inflationsutsikterna med hjälp av reporäntan skulle därmed successivt minska i takt med att konverteringstidpunkten närmar sig.

#### 4. Kronans kurs mot euron

På de finansiella marknaderna diskuteras också frågan om till vilken kurs ett eventuellt inträde skulle kunna komma att ske. Mot denna bakgrund kan det finnas skäl att något beröra också denna fråga.

Att bedöma vilken kurs som är lämplig är ingen enkel uppgift. Det handlar om att försöka kartlägga många komplicerade samband i ekonomin och avgöra hur olika centrala variabler kommer att utvecklas under en lång tid framöver.

##### *Beräkningar av långsiktig jämviktsväxelkurs*

På Riksbanken har vi under flera år ägnat oss åt analyser av kronans fundamentala värde och av hur kronan kan komma att utvecklas på lite längre sikt. Detta har varit viktigt oavsett frågan om ett framtida ERM-medlemskap, exempelvis som vägledning för en bedömning av kronans betydelse för inflationsutsikterna. Resultaten av studierna ger oss information om i vilken riktning och ungefär i vilken omfattning kronan kan komma att röra sig framöver.

En startpunkt för att bedöma vad som är ett lämpligt värde på kronan vid en eventuell ERM2-anknytning är att fundera över vilken kurs kronan skulle ha mot omvärldens valutor, om svensk ekonomi kännetecknades av makroekonomisk balans; ett jämviktsläge där de resurser som finns i ekonomin utnyttjas fullt ut utan att inflationen tar fart och där utlandsskuldens storlek är långsiktigt hållbar för ekonomin. För några år sedan publicerade vi beräkningar av kronans kurs i detta jämviktsläge och angav ett intervall för den konkurrensvägda reala växelkursen, som många journalister och marknadsaktörer därefter har hänvisat till. Denna typ av beräkningar talar emellertid inte direkt om vilken kurs som är lämplig för kronan vid ett inträde i ERM2. Hänsyn måste bl.a. tas till hur det ekonomiska läget i Sverige och omvärlden då ser ut. Vidare uttrycks beräkningarna i termer av TCW och avser därmed relationen till alla våra handelspartners och inte enbart till euroområdet. I beslutet måste också vägas in att den svenska ekonomin, i varje fall under de närmaste åren, inte kommer att vara i långsiktig jämvikt med både intern och extern balans. Man måste också komma ihåg att beräkningar av detta slag, hur raffinerade de än är, inte ger speciellt precisa svar.

De senaste månaderna har kronans kurs mot TCW pendlat mellan 124-125. Det är en bit från de beräknade långsiktiga jämviktsvärdena. Huvudslutsatserna från våra tidigare studier – att det är rimligt att förvänta sig en förstärkning av kronan på lång sikt – står sig fortfarande. Men det verkar rimligt att räkna med att detta blir en gradvis process, i takt med att ekonomin närmar sig ett läge med intern och extern balans. Vid olika tillfällen under senare år har det visat sig att vi varit väl optimistiska om den takt med vilken anpassningen kan komma att ske. Kanske har vi inte heller fullt ut beaktat de obalanser som kvarstår trots en god utveckling i ekonomin i rätt riktning. Outnyttjade resurser finns idag i den svenska ekonomin. Därutöver har Sverige en stor utlandsskuld, större än många andra länder.

Den svenska utlandsskulden byggdes till största delen upp under 1970- och 80-talen, en period med stora och ihållande bytesbalansunderskott. Sådana underskott



behöver inte i sig orsaka problem om de härrör från t.ex. omfattande investeringar. Orsakerna bakom bytesbalansunderskotten var emellertid i huvudsak alltför hög konsumtion. Det innebär alltså att en del av den svenska bruttonationalprodukten idag måste användas till att betala räntor på utlandsskulden. Ekonomins kapitalstock och produktionskapacitet är inte större än vad de skulle varit utan skulden. Inte heller går det att motivera bytesbalansunderskotten och det låga sparandet med demografiska förändringar.

Sedan kronan föll 1992 har överskotten i bytesbalansen varit betydande, till följd såväl av god exportutveckling som av en starkt dämpad inhemsk efterfrågetillväxt orsakad både av ett under flera år högt ränteläge och av omfattande åtgärder för att sanera statens finanser. Finansiella sparandeöverskott är rimliga med tanke på att utlandsskulden, och därmed räntebördan, är stor och att andelen av befolkningen i arbetsför ålder kommer att minska en bit in på 2000-talet. För att komma till rätta med utlandsskulden kommer det sannolikt att krävas fortsatta bytesbalansöverskott de kommande åren. Detta förutsätter en kronkurs som är svagare än sin långsiktiga jämvikt. Samtidigt förutsätts att den inhemska efterfrågeutvecklingen är väl avvägd så att inte inflationen blir för hög. Eftersom statens skuld är omfattande är det viktigt att finanspolitiken är återhållsam också i fortsättningen och inriktas på amorteringar. Överskotten i bytesbalansen kan dock inte förväntas fortsätta vara av den storleksordning vi sett under de senaste åren. I takt med att den inhemska efterfrågan ökar, ekonomin närmar sig fullt resursutnyttjande och penningpolitiken därmed förs i en mindre expansiv riktning, bör kronkursen förstärkas samtidigt som överskotten i bytesbalansen minskar.

Nu vill ni förstås ha svaret; till vilken kurs skulle kronan knytas till euron om ett deltagande i valutaunionen skulle bli aktuellt? Tyvärr är det för tidigt att besvara denna fråga idag. Avgörande blir bl.a. den svenska konkurrenskraften i förhållande till de länder som redan deltar i valutaunionen. Vi skulle också ha anledning att eftersträva en centralkurs som sätter svensk ekonomi på rätt spår och underlättar en fortsatt anpassning mot intern och extern balans. Den önskvärda centralkursen skulle kunna avvika något från marknadskursen vid ett eventuellt inträde i ERM2 - men antagligen inte så mycket - om det t.ex. finns skillnader i penningpolitik och konjunkturläge mellan Sverige och EMU-länderna fram till dess Sverige faktiskt blir medlem i unionen. En sådan avvikelse skulle också vara motiverad om marknadskursen påverkas av kortsiktiga störningar på de finansiella marknaderna.

Rörelseriktningen förefaller dock mot bakgrund av vad vi idag vet vara klar – en eventuell knytning till ERM2 kommer att ske till en starkare kurs än den som rått under senare tid.