

Anförande

Andre vice riksbankschef Eva Srejber

TISDAG DEN 16 OKTOBER 2001

Euron i euroländerna och i Sverige

EU-klubben, Göteborg

Jag vill börja med att tacka för att jag har fått möjlighet att komma hit och tala om euron och dess användning. Euron har uppenbarligen ett högt nyhetsvärde för tillfället, vilket kanske inte är så konstigt med tanke på att det nu bara är två och en halv månad kvar innan euroländernas 300 miljoner invånare ska byta sedlar och mynt i sina plånböcker. Den 1 januari kommer ju euron, som hittills endast har funnits i den elektroniska världen, slutligen också i form av sedlar och mynt.

Gigantiskt logistiskt projekt

I tidningarna har vi under en tid bland annat kunnat läsa om hur det funnits en oro för att bytet till euron skulle få sedelförfalskare att vädra morgonluft. Men mest har det handlat om hur övergången från de gamla nationella sedlarna och mynten till de nya sedlarna och mynten ska hanteras rent logistiskt. Att artiklarna har fokuserat på detta är inte förvånande. Övergången är i sanning ett projekt av gigantiska mått. Någon, troligen en fransman, har försökt gestalta storleken på operationen genom att jämföra vikten på de mynt som ska distribueras med Eiffeltornets vikt. Myntens vikt ska visst motsvara 24 Eiffeltorn. Jag vet inte om det är en bra jämförelse, men ett stort projekt är det i alla fall. Från den 1 januari nästa år ska närmare 15 miljarder sedlar och 50 miljarder mynt sättas i cirkulation. Fram till den 28 februari kommer eurosedlar och mynt och de gamla nationella sedlarna och mynten att kunna användas parallellt i de flesta euroländerna, men från och med den 1 mars är det euron och endast euron som gäller som lagligt betalningsmedel i hela euroområdet. Det som sker under inväxlingsperioden handlar inte endast om ett utbyte av gamla mynt och sedlar till nya euromynt och sedlar.

SVERIGES RIKSBANK

Telephone
+46 8 787 00 00

Fax
+46 8 21 05 31

E-mail
registratorn@riksbank.se

Omställningen gäller allt från omställning av parkeringsmätare och nya valörer på frimärken till omräkning av priser och löner.

Att euron snart tar steget från den elektroniska till den fysiskt påtagliga världen har ett starkt symbolvärde för den politiska strävan att föra Europas länder närmare varandra som pågått sedan andra världskrigets slut. Det kommer också att göra det lättare att jämföra priserna på varor och tjänster över hela fältet i olika delar av euroområdet. Det ska bli spännande att se hur det kommer att bidra till minskade prisskillnader. Företagen kommer att behöva överväga sina prissättningsstrategier och kostnader i produktions- och distributionskedjan. Samtidigt är det viktigt att understryka att det stora steget i den ekonomiska integrationsprocessen togs redan den 1 januari 1999 då elva länder oåterkalleligen låste växelkurserna mellan sina valutor och euron började gälla som ländernas valuta. Trots att den som rest mellan euroländerna och velat använda sedlar och mynt varit tvungen att växla, har de nationella sedlarna och mynten sedan dess inte varit något annat än olika uttryck för samma sak, nämligen euron. Sedan den dagen har det skett stora förändringar i euroländernas ekonomier, inte minst på valutamarknaderna och på marknaderna för värdepapper, som jag kommer att koncentrera mig närmare på i dagens anförande.

I det följande skall jag börja med att diskutera de utvecklingstrender vi sett på marknaderna för värdepapper under de senaste åren för att därefter ta upp olika hinder mot fortsatt integration på värdepappersområdet. Därefter tänker jag tala om inre marknadens och eurons betydelse i Sverige.

Kapitaltäckningskrav styr europenningmarknaden

Låt oss börja med att granska penningmarknaden, där det handlas med räntebärande papper med kort löptid, vilket normalt avser lån som ska återbetalas inom ett år.

Interbankmarknaden för lån utan säkerhet blev i det närmaste fullt integrerad redan från valutaunionens start 1999. Den gemensamma penningpolitiken och harmoniseringen av marknadspraxis var de viktigaste förklaringarna till den snabba processen. Men även den relativt omedelbara succén för den gemensamma referensräntan EONIA och den väl fungerande utvecklingen av gränsöverskridande betalningar via TARGET betydde mycket. Sedan dess har vi sett en särskilt kraftig ökning i aktiviteten i olika derivatinstrument. Enligt Europeiska centralbankens studier är denna utveckling bland annat en följd av att dessa instrument kräver att bankerna avsätter mindre kapital för att klara kapitaltäckningskraven än vad som krävs för andra penningmarknadsinstrument.

Såväl repomarknaden som marknaden för värdepapper med kort löptid, som statsskuldväxlar och företagscertifikat, har utvecklats relativt väl, men fortfarande kvarstår en tydlig nationell segmentering. Vad gäller repomarknaden verkar denna segmentering främst reflektera svårigheter i bedömningen av de underliggande värdepapperen, medan integrationen på marknaden för kortsiktiga värdepapper främst hindras av bristen på en harmoniserad handelsmiljö och av skilda system för utveckling. Att euroländerna också skiljer sig åt i skattehänseende är uppenbarligen ett annat viktigt hinder mot fortsatt marknadsintegration.

Klar framgång för euroföretagsobligationer

Obligationsmarknaden tar vid där penningmarknaden slutar. På denna marknad utges och handlas alltså räntebärande värdepapper som har längre löptider än ett år. Den senaste tidens utveckling visar tydligt att euron har etablerat sig på den internationella obligationsmarknaden. Även om den totala stocken fortfarande är betydligt mindre än motsvarande stock av internationella dollarobligationer, har euron gått om dollarn mätt i nya emissioner. Denna boom beror på flera faktorer. Att euron ha eliminerat valutarisken och därigenom gett upphov till en bred och djup finansieringskälla är en sådan faktor. Utvecklingen reflekterar också en begynnande mognad hos den eurodominerade obligationsmarknaden och visar också att marknaden fungerar som ett sparalternativ när luften gått ur aktie- marknaden.

Tydligast har den positiva utvecklingen synts i handeln med företagsobligationer i euro. Uppsvinget började 1999 och har fortsatt. Det har dock till stor del handlat om ett relativt begränsat antal mycket stora emissioner inom några få branscher. Bakom ett antal kostsamma strukturaffärer ligger i grunden framväxten av den inre marknaden och allmänna trender som avreglering och teknisk utveckling, men uppkomsten av en stor obligationsmarknad i hemmavalutan har bidragit till att underlätta finansieringen i dessa former. Det senaste året bidrar naturligtvis också de stora europeiska telebolagens behov av att finansiera sina bud på UMTS-licenser. I stället för att utnyttja aktiemarknaderna, har dessa bolag vänt sig till den snabbt växande euroobligationsmarknaden. Men även om det finns anledning att glädjas åt den positiva utvecklingen för företagsobligationer, tror jag personligen att det är för tidigt att dra alltför långtgående slutsatser om den fortsatta styrkan i denna marknad. Framgångarna det senaste året har ju skett i en för obligationer mycket gynnsam situation med kraftiga fall på världens aktiemarknader där efterfrågan på andra placeringsalternativ varit hög.

Expansionen av marknaden för företagsobligationer i euro har sammanfallit, och delvis dragit nytta av, den andra stora trenden på obligationsmarknaden, nämligen det minskade utbudet av statsobligationer. Den utvecklingen är i sin tur en följd av konsolideringen av statsfinanserna i euroländerna. Men samtidigt har eurons införande lett till en ökad konkurrens om statspappersplaceringarnas pengar. Tidigare var regeringarna ensamma på sina respektive hemmamarknader. Idag kämpar de om lån ur samma finansieringskälla. Denna konkurrens har tagit sig uttryck i en rad förändringar för att öka likviditeten på andrahandsmarknaden för statsobligationer. Exempelvis har den genomsnittliga storleken på emissionerna ökat. Utgåvorna har också blivit mer och mer standardiserade. Andra medel som använts för att uppehålla likviditeten är återköp och obligationsbyten. Däremot har den gränsöverskridande diversifieringen i slutplaceringarnas portföljer ökat i betydligt lägre takt än väntat.

Snabb expansion på euroaktiemarknaden

När det gäller aktiemarknaderna lades börshandeln i euroländerna redan från EMU-starten 1999 om till euro. Det innebär att cirka tre fjärdedelar av aktiehandeln i hela Europa och en fjärdedel av den internationella aktiehandeln

numera äger rum i euro. Skärskådar man utvecklingen lite noggrannare är det tydligt att den ökade graden av finansiering utanför banksektorn som nu börjar synas på räntemarknaderna också är tydlig på aktiemarknaden. Det går att mäta denna utveckling på lite olika sätt, men alla mått visar samma bild. Om vi tittar på utvecklingen under den senaste tioårsperioden ser vi exempelvis att marknads-kapitaliseringen i förhållande till BNP vuxit från cirka 20 procent 1990 till närmare 90 procent år 2000. Det innebär att euroländerna har gått om Japan enligt detta mått, medan USA fortfarande ligger en bra bit före. Det är intressant att notera att EU-länderna utanför euroområdet ligger på ungefär samma nivå som USA, eller lite drygt 150 procent. Men aktiemarknaderna i euroländerna växer alltså snabbt. Mellan 1995 och år 2000 ökade värdet på de listade företagen i euroområdet med 276 procent. Motsvarande siffra i USA var 206 procent. Även om man ser till antalet nyemissioner och antalet listade företag får man en bild av en stark utveckling i Europa. Sammantaget framträder bilden av att företagen i eurozonen visserligen fortfarande i mindre utsträckning än USA använder av riskkapital, men att skillnaderna snabbt håller på att krympa.

Den snabba utvecklingen har också ökat trycket på strukturella förändringar av infrastrukturen på aktieområdet. Sedan eurons införande har vi sett flera exempel på samarbete och samgående mellan börser i Europa. Euronext, samgåendet mellan börserna i Paris, Amsterdam och Bryssel, är ett sådant. Men precis som på räntemarknaderna finns det fortfarande viktiga hinder mot en fullbordad integration på aktiemarknaden.

Hinder mot vidare utveckling av euromarknaden

Trots den positiva utvecklingen i handeln med värdepapper i euroområdet, ligger utvecklingen på dessa marknader i Europa fortfarande generellt sett efter USA. Skillnaden mellan Europa och USA har naturligtvis sin främsta förklaring i det faktum att USA är ett land, medan Europa är många. Men skillnaden brukar också förklaras av att Europas kreditmarknader dominerats av banker till skillnad från marknaderna i USA. Detta beror främst på att lagstiftningen i USA, i form av den så kallade Glass-Steagall Act från 1933 och olika anti trustlagar, effektivt har hindrat bankerna från att inta en alltför dominerande roll. I stället har värdepappersmarknaderna i USA spelat en viktigare roll, och det är tydligt att Europa nu går mot en amerikanisering i denna bemärkelse. Men som jag antytt kvarstår flera mer eller mindre svårforcerade hinder. Jag tänker bara helt kort exemplifiera detta med hjälp av marknaden för statspapper.

Inom euroområdet finns 12 utgivare av statspapper och därmed 12 primärmarknader med lite olika kreditrisk. Länderna skiljer sig åt avseende allt från rättsliga traditioner, utgivningsprocedurer och motpartssystem till marknadernas infrastruktur och konventioner. Det är lätt att inse att dessa skillnader gör att andrahandsmarknad för eurodenominerade statspapper inte är enhetlig. Ett annat problem gäller vilket lands papper som ska utgöra benchmark. Detta har en reell betydelse eftersom det land som ger ut benchmarkutgåvan per definition får låna billigast. Den avsaknad av en given benchmarkkurva som detta har givit upphov till, har lett till både högre finansieringskostnader och en mindre effektiv användning av statspapper som säkerheter. I dag verkar det som om franska statspapper de

facto fungerar som benchmark för kortare löptider, medan tyska papper har samma funktion för längre löptider.

Riva hinder en prioriterad uppgift

Marknaden brukar hitta lösningar på det mesta. Men ibland kan lite hjälp på traven vara välkommen. På marknaderna för statspapper i euro har mycket gjorts, men det finns en hel del kvar som kan göras. Ett exempel på detta är diskussionerna om gemensamma procedurer och datum för emissionerna av euro-ländernas statspapper. En ökad grad av standardisering samt en översyn av motpartssystemen på den statliga lånemarknaden är naturligtvis också välkomna steg. Än viktigare är det kanske att upprätta ett gemensamt regelverk för hantering av säkerheter och att införa gemensamma system för clearing och aveckling.

Även beträffande värdepappersmarknaderna i stort är det tydligt att det finns mycket att göra för att stärka utvecklingen. Man kan konstatera att mycket arbete pågår för att uppnå just detta. Den handlingsplan för finansiella tjänster som EU-länderna antagit avser att lösa många av de rättsliga problemen för att ge marknaderna för värdepapper en gemensam spelplan även i Europa. De drygt 40 lagstiftningsförslag som tas upp i planen ska vara i kraft senast år 2005. För att skynda på processen har den så kallade Lamfalussy-kommittén visat hur lagstiftningen på det finansiella området inom EU skulle kunna anpassas på ett enklare sätt än hittills. Kommittén identifierade också ett antal områden i handlingsplanen som bör ges särskild prioritet. Kommitténs förslag godkändes vid EU-toppmötet i Stockholm i våras, och de första direktivförslagen behandlas nu enligt den föreslagna ordningen.

Jag vill understryka vikten av detta arbete. En väl utformad och flexibel lagstiftning är en förutsättning för att den finansiella sektorn skall bidra på avsett positivt sätt till den ekonomiska tillväxten genom att betalningar då kan genomföras billigare, risker fördelas bättre och sparande lättare kanaliseras till lönsamma investeringar. Jämförelsen med USA antyder också att det finns en stor potential i realisera i Europa i detta hänseende. Just marknaden för värdepapper har en särskild betydelse i detta sammanhang. För det första har, som vi sett, värdepappersmarknaderna fått allt större betydelse som finansieringskälla för företagen, såväl vad gäller riskkapital som lånat kapital. Och på motsvarande sätt växer dess betydelse för sparare, vilket den snabba utvecklingen av hushållens fondsparande visar på ett tydligt sätt. I takt med att marknaderna utvecklas får de, och mer specifikt prisbildningen på dem, också större betydelse för resursallokeringen i samhället. Förbättrande åtgärder är med andra ord mycket angelägna.

Eurons roll i Sverige

Låt mig efter denna utblick mot vad som händer på euromarknaderna tala om euros roll i Sverige. Jag tänkte börja med effekten på värdepappersmarknaderna för att därefter diskutera euroisering och konkurrens.

Vad har då euron hittills inneburit för de svenska värdepappersmarknaderna? Min bedömning är att påverkan än så länge har varit relativt blygsam. Man ska komma ihåg att utvecklingen på dessa marknader i första hand påverkas av globaliseringen och den teknologiska utvecklingen. Och precis som på andra håll har detta lett till

en febril verksamhet av konsolidering och effektivisering. Inom valutaunionen har eurons införande tydligt skyndat på den processen, men för svensk del är eurons påverkan av mer indirekt karaktär. Euromarknaden finns där som ett viktigt alternativ, och genom sin blotta närvaro kan den därmed sägas skärpa konkurrensen på de svenska värdepappersmarknaderna. I första hand fyller den nog snarast ett behov som inte kronmarknaden fullt ut kan hantera. Euromarknaden anses djupare och mer likvid och ger därmed en möjlighet att låna stora volymer. Jag tänker t.ex. på de större svenska företagens behov av kapital för att finansiera de senaste årens stora strukturella affärer. För att låna upp riktigt stora volymer har företag som Volvo, Vattenfall och Ericsson, i hög grad vänt sig till euromarknaden för att emittera obligationer. I det här perspektivet har euron med andra ord visat sig vara ett intressant finansieringsalternativ till de andra stora valutorna - dollar och yen - för större svenska företag. Små- och medelstora företag agerar däremot fortfarande i första hand på kronmarknaden.

I stort är utvecklingen densamma på penningmarknaden. Det är helt klart de större företagen som är aktiva i euro, exempelvis genom certifikatprogram, medan de mindre ger ut sina certifikat på kronmarknaden. Samtidigt ska det sägas att den samlade svenska aktiviteten på penningmarknaden i euro är mycket begränsad.

Inte heller de svenska företagens euroaktivitet på aktiesidan är särskilt utbredd. Enligt Stockholmsbörsens statistik har endast sex svenska företag valt att notera sig på börser i euroområdet. Svenska företags intresse att notera sig utomlands är istället inriktat mot London och New York. Inte heller är det många företag som utnyttjat Stockholmsbörsens erbjudande att parallell- eller exklusivnotera aktier i euro på OM Stockholmsbörsen. 1999 var det tre företag som nappade på erbjudandet, Electrolux, Nordea och Stora Enso. Sedan dess har inga nya bolag tillkommit. Handeln i dessa aktier har också varit mycket begränsad.

Man kan konstatera att eurons roll i Sverige är liten även i andra sammanhang. Detta är egentligen inte förvånande eftersom kronan är det enda lagliga betalningsmedel i Sverige som alla har en skyldighet att acceptera. Enligt prisinformationslagen ska t.ex. varor som säljs till enskilda konsumenter i Sverige prismärkas i butiken i den valuta som är relevant för kunden. Lagen anger inte i vilken valuta priserna ska anges, men så länge de flesta inkomster betalas i kronor måste detaljhandeln således prismärka sina varor i kronor. Kronans roll som betalningsmedel och räkneenhet är därmed skyddad.

Även om det finns en stor frihet att välja andra valutor har kronan således en särställning i svensk ekonomi. Det finns också starka ekonomiska skäl för de svenska företag och hushåll som vill ha förutsägbarhet i sina realinkomster att ha kronan som kontraktvaluta; det gäller under förutsättning att kronans värde upprätthålls, dvs. att inflationstakten är låg, eftersom det reala värdet av inkomsten bestäms av prisutvecklingen för de varor och tjänster hushållet/företaget konsumerar. På lång sikt bestäms inkomsternas reala köpkraftsutveckling av produktivitetens utveckling. Då råder också real köpkraftsparitet, dvs. priset på en vara är på lång sikt lika oavsett i vilket land varan säljs och i vilken valuta den värderas. Det betyder att ett land vars varor och tjänster kostar mycket i främmande

valuta förr eller senare får sin valuta deprecierad och/eller de inhemska priserna sänkta.

På kort och medellång sikt kan realinkomsterna dock variera beroende på i vilken valuta som löner och priser avtalas, eftersom löner, priser och nominella växelkurser anpassas olika snabbt till förändringar i produktiviteten. På kort och medellång sikt kan som bekant de nominella växelkurserna variera kraftigt och betydligt mer än vad som är motiverat av skillnaderna i inflationstakt mellan olika länder. Det gör att en vara under ganska lång tid kan ha olika pris i olika länder. Det märks bl.a. i Sverige där prisenivån fortsätter att ligga högre än i vår omvärld på flertalet områden utan att det fullt ut kan förklaras av skillnader i moms-satser [och lönenivåer]. Sveriges deltagande i EU:s inre marknad har visserligen medfört skärpt konkurrens och prispress på en del områden men fortfarande förefaller konkurrensen svag i flera branscher och sektorer. Ökad konkurrens bidrar i princip till att prisenivåerna konvergerar genom att prisökningstakten blir lägre eller att priserna till och med faller på den marknad som utsätts för större konkurrens. Allt annat lika blir då inflationen i Sverige lägre än målet på 2 %, och detta ska normalt inte motverkas av Riksbankens penningpolitik eftersom det är en tillfällig effekt. Självfallet är det dock svårt för Riksbanken att i praktiken avgöra när en sådan prisutveckling är en följd av ökad konkurrens om det inte är kopplat till t.ex. en regelförändring. Det ska också sägas att alla varor och tjänster i praktiken inte blir föremål för gränsöverskridande handel och att konkurrensen därför inte blir absolut heltäckande även när den inre marknaden fullbordats.

Just själva införandet av eurosedlar och –mynt kommer inte heller att öka konkurrensstrycket i Sverige märkbart, eftersom priserna här fortsätter att vara uttryckta i kronor och priserna i euroländerna i euro. Det ger sannolikt även i fortsättningen visst utrymme för en specifikt Sverigeanpassad prissättning.

Jag konstaterade förut att kronans roll som räkneenhet och betalningsmedel i Sverige inte lär påverkas av att eurosedlar och mynt kommer att vara betalningsmedel i euroområdet fr.o.m. den 1 januari 2002. Även som värdebevarare lär kronan fortsatt ha en viktig roll för svenskar, eftersom osäkerheten om den reala tillväxten i nettoförmögenheten, dvs. den framtida reala köpkraften, blir minst om hushållen sparar och lånar i tillgångar och skulder i hemlandets valuta så länge som prisstabilitet upprätthålls. En stor del av de svenska hushållens tillgångar och skulder är därför i kronor idag eftersom de inte vill ta valutarisk. De svenskar som i dag väljer att bygga upp sin framtida köpkraft genom att köpa euroobligationer har sannolikt tänkt sig att betala sin framtida konsumtion i euro antingen genom att flytta dit eller eftersom de tror att Sverige kommer att ansluta sig till den gemensamma valutatan någon gång i framtiden. Detta gäller i vart fall räntebärande tillgångar, medan det för aktier egentligen är så att osäkerheten om det framtida reala värdet endast i mycket liten utsträckning är direkt kopplad till i vilken valuta som aktien är utställd. I grunden bestäms vinstutvecklingen av var företaget har sin produktion, sin försäljning och hur konkurrenssituationen ser ut. Det är vinsterna som ökar det egna kapitalet och därmed aktieägarnas nettoförmögenhet och reala köpkraft.

För multinationella företag med ägare och produktion och försäljning spridda över världen är valet av basvaluta inte självklart. I grunden borde det vara aktieägarens hemvist som avgör. När frågan diskuterades inför eurointroduktionen 1999 var fokus på hur stora portföljeffekterna skulle bli om flera stora multinationella företag med sin hemvist i Sverige skulle övergå till att betrakta euron eller en annan valuta som sin hemvaluta. Kopplingen gjordes då till möjligheten att denominera och redovisa i annan valuta än kronor. Svårigheterna att bedöma de eventuella portföljskiftenas storlek var betydande men de räkneexempel som då togs fram visade på stora portföljskiften. Efterfrågan på kronor på terminsmarknaden antogs också minska betydligt eftersom företagen då inte skulle försöka minska osäkerheten i vinstprognoserna genom att terminssäkra förväntade nettoinkomster i utländsk valuta mot kronor. Placeringar i kronor av likvida medel och under året ackumulerade vinstmedel skulle minska av samma skäl. Men effekten på kronkursen var det omöjligt att säga något välgrundat om bl a därför att företagens strategi när det gäller terminssäkring av exportintäkter och det egna kapitalet inte tillämpas strikt. Hur har det då gått? Det verkar inte vara så mycket som hänt. Företag får redovisa i euro numera. Några företag, de flesta mindre har utnyttjat den möjligheten. Så de förändringar vad gäller placeringar av likvida medel som en del tycker sig ha iakttagit har inte sin grund i byte av redovisningsvaluta. Att uppfattningarna om existensen och graden av beteendeförändringarna dessutom är olika kan tyda på att tillämpningen av företagens strategier liksom förut varierar.

Sammanfattningsvis finns det många skäl till att euron inte heller efter den 1 januari 2002 i någon större utsträckning kommer att påverka kronans roll i svensk ekonomi.