

Anförande

Förste vice riksbankschef Lars Heikensten

ONSDAG DEN 13 NOVEMBER 2002

Kronan, Sverige och EMU

Öhman Fondkommission, Stockholm

Under det senaste halvåret har frågan om ett svenskt EMU-deltagande åter aktualiserats. Det förefaller nu troligt att en folkomröstning om ett deltagande i EMU kommer att hållas någon gång nästa år. Detta har i sin tur medfört att diskussionen kommit igång igen både om den ekonomiska politik som bör bedrivas om Sverige kommer med i EMU och om vad som kan komma att ske dessförinnan.

Riksbanken spelar en central roll i dessa sammanhang. Det är därför naturligt att vi för en så öppen diskussion som möjligt om de överväganden som vi har anledning att göra de närmaste åren. Förhoppningsvis kan vi på så vis bidra till en bättre förståelse för de utmaningar vi och andra ekonomisk-politiska aktörer står inför.

Idag har jag tänkt att ta upp i huvudsak tre saker. Inledningsvis ska jag säga några ord om beslutsprocessen i samband med ett eventuellt ERM2-deltagande. Därefter kommer jag att resonera en del om de överväganden man bör göra när man bestämmer sig för vad som är en lämplig anslutningskurs till ERM2. Slutligen kommer jag att säga något om hur jag ser på den ekonomiska politiken inom ERM2.

Deltagande i ERM2

Det som nu närmast förestår är att partiledarna ska sätta sig ned och resonera om ett datum för en folkomröstning om EMU. Det kommer att ske den 29 november. Just nu verkar hösten 2003 vara den mest troliga tidpunkten för en folkomröstning. Om denna då resulterar i en majoritet för att Sverige ska ansluta sig till valutaunionen, kan man därefter vänta sig att riksdagen fattar ett formellt beslut om att begära att Sveriges undantag ska upphävas dvs. i praktiken att öppna för att

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

Sverige kommer med i EMU. Samtidigt måste de legala och praktiska anpassningar som förutsätts för vårt deltagande i valutaunionen förberedas och beslutas innan Ekofin-rådet fattar det avgörande beslutet om Sveriges deltagande.

Riksbanken blandar sig inte i det politiska skeendet, men om en folkomröstning resulterar i ett ja är det Riksbankens skyldighet att medverka till att inträdet i valutaunionen sker på ett stabilt och smidigt sätt. Därför har vi också sedan flera år tillbaka en handlingsberedskap för att delta i valutaunionen.

En fråga som kommer att vara viktig är växelkursstabilitet mot euron, och ett inträde i ERM2. Kanske kan det finnas skäl att på detta område säga något om historien. Riksbanken har tidigare, framförallt under åren 1995 – 1997, funderat kring ett ERM-deltagande och möjligheterna att förena detta med den inflationsmålpolitik som förts under ett antal år. På den tiden hade Riksbanken det legala ansvaret för växelkursregimen, och skälen då till att överväga ett ERM-deltagande var helt enkelt att inte låta den flytande växelkursregimen utgöra ett formellt hinder för ett svenskt deltagande i valutaunionen, om det skulle bli aktuellt. När så regeringen bedömde att det inte fanns ett tillräckligt folkligt stöd för ett svenskt deltagande i EMU, föll frågan om en ändring av växelkursregim.

I samband med att Riksbanken 1999 blev självständig i formell mening fick vi en ny valutapolitisk lagstiftning. Det är numera regeringen som avgör frågan om växelkursregim, men Riksbanken som avgör hur den tillämpas. Det är alltså regeringen som avgör om och när kronan ska anslutas till växelkursmekanismen ERM2. Därefter kommer finansdepartementet och Riksbanken att diskutera vilken kurs mellan kronan och euron som är förenlig med en stabil ekonomisk utveckling. Låt mig vara tydlig om att denna process inte ska ses som en strid mellan Riksbanken och finansdepartementet, vilket man lätt kan få intryck av när man tar del av massmedias rapportering. Det finns väldigt goda skäl för båda institutionerna att komma överens om en gemensam handlingslinje. Om vi inte lyckas med det lär det vara svårt att på ett effektivt sätt driva Sveriges sak i kommande diskussioner med våra europeiska partners. Beslut om deltagande i ERM2 och om den kurs till vilken en anslutning sker fattas gemensamt av finansministrarna i euroländerna, ECB samt av centralbankscheferna och finansministrarna i övriga ERM2-länder, dvs. f.n. Danmark. I praktiken sker detta i ett första steg inom ramen för EU:s ekonomiska och finansiella kommitté. Endast om kommittén inte kan bli enig vidtar en direkt förhandling mellan de berörda centralbankscheferna och finansministrarna. När sedan den slutliga omräkningskursen mot euron ska låsas fast i samband med ett ev. inträde i valutaunionen, beslutas detta enhälligt av Ekofin-rådets medlemmar från euroländerna tillsammans med Sverige. Vid alla tidigare tillfällen har centralkurserna i ERM/ERM2 legat till grund för dessa beslut.

Valet av centralkurs och omräkningskurs mot euron

En utgångspunkt när centralkursen för den svenska kronan i ERM2 läggs fast är att denna även kommer att utgöra omräkningskurs in i valutaunionen. Detta sagt, låt mig understryka att det inte finns några absoluta kriterier som säger vad en önskvärd anslutningskurs eller slutlig omräkningskurs är. Det vi kan göra är att med olika modeller, expertkunnande och gott förnuft försöka ringa in intervall som är rimliga och göra analyser av konsekvenserna av olika val.

Den reala växelkursen är en naturlig utgångspunkt

Ett centralt begrepp i sammanhanget är den reala växelkursen. Den är ett relativpris mellan grupper av varor, till skillnad från den nominella växelkursen som är ett relativpris mellan valutor. Mer konkret definieras vanligen den reala växelkursen som den mängd inhemska varor som måste uppges i utbyte för en given mängd varor från utlandet. När man i praktiken räknar ut värdet på den reala växelkursen är detta en kvot, där täljaren är produkten mellan den nominella växelkursen och ett lämpligt prisindex på utländska varor, och nämnaren motsvarande inhemska prisindex.

En vanlig tolkning av den reala växelkursen är att den är ett mått på ett lands internationella *konkurrenskraft*. Ju svagare den reala växelkursen är, dvs. ju fler inhemska varor som går åt i utbyte för en given mängd utländska varor, desto billigare är det för utländska företag och konsumenter att köpa svenska varor – vår konkurrenskraft förstärks. Den reala växelkursen är följaktligen även ett mått på *köpkraft*; ju svagare real växelkurs, desto färre antal utländska varor kan man köpa med en given mängd inhemska varor. Det är viktigt att ha detta i åtanke när man diskuterar lämplig anslutnings- och omräkningskurs. En svag kurs kan visserligen ge konkurrensfördelar, men innebär samtidigt att svenskarna blir fattigare.

Ett svenskt deltagande i valutaunionen låser fast endast en av komponenterna i den reala växelkursen, den nominella kursen. Detta innebär att den reala växelkursen kommer att fortsätta variera och den svenska inflationstakten kommer från tid till annan att avvika från genomsnittet i övriga EMU. Det är inget konstigt med detta. ECB:s mål för inflationen, att den ska vara under 2 procent, gäller den genomsnittliga inflationstakten sett över hela valutaunionen, och inte inflationstakten i en enskild region eller ett enskilt land. I USA, en annan stor valutaunion, är skillnaden i regionala inflationstakter tidvis stor. Studier har visat att bestående skillnader i årliga inflationstakter på över en procentenhet har förekommit under långa perioder, upp till tio år, mellan olika amerikanska storstäder.¹

Utmaningen för den ekonomiska politiken i Europa är att se till att dessa regionala inflationsskillnader verkligen speglar nödvändiga förändringar i den reala växelkursen, och inte är ett uttryck för exempelvis omotiverade löne- och prisökningar. Men det är en annan fråga och inte ett tema i detta tal.

Anslutningskursens nivå ska alltså inte överdramatiseras. Om vi på något sätt skulle hamna på en nivå som, om den fick bestå, inte är långsiktigt hållbar kommer en anpassning till stånd. Denna kan dock vara smärtsam. Därför är det viktigt att från början göra vad som är möjligt för att hitta en lämplig kurs.

Vad bestämmer den reala växelkursens utveckling på sikt?

Jag har tidigare varit inne på vad en real växelkurs är och försökt förklara att det är detta relativpris – och inte nödvändigtvis den nominella växelkursen – som spelar

¹ Cecchetti, S., Mark Nelson och R. Sonora (2000), "Price Level Convergence Among United States Cities: Lessons for the European Central Bank", working paper, Ohio State University.

den viktigaste rollen för ekonomiska beslut och för resursfördelningen inom och mellan ekonomier. En förståelse för den reala växelkursens utveckling, framför allt på lite sikt, är nödvändig för att förstå varför nominella växelkurser varierar som de gör. Låt mig ta kronans utveckling mot euron som ett konkret exempel.

Sedan 1970 har den svenska kronan deprecierat med ca 90 procent mot eurovalutorna. Vad kan ligga bakom denna försvagning? Den allra enklaste teorin för växelkurser, köpkraftsparitetsteorin som – och detta är viktigt – innebär att den reala växelkursen inte ändras över tiden, säger att nominella växelkursförändringar förklaras av skillnader i relativa inflationstakter. Men det visar sig att endast hälften av kronförsvagningen kan förklaras av att Sverige haft högre inflation än euroområdet sett i genomsnitt över hela denna period. (Se Tabell 1) Annorlunda uttryckt, enligt köpkraftsparitetsteorin borde en euro kosta ca 6,75 kronor, vilket är rätt så långt ifrån dagens nivå på kron/euro-kursen.

Resten av kronförsvagningen avspeglar alltså att Sveriges reala växelkurs mot euroområdet försvagats, dvs. svenska varor har trendmässigt blivit billigare än varor producerade i euroområdet.

Det finns en rad s.k. fundamentala variabler som påverkar den reala växelkursens utveckling. Med tanke på att den reala växelkursen i grund och botten är ett 'vanligt' relativpris är det förstås grundläggande utbuds- och efterfrågeförhållanden i den inhemska ekonomin relativt utlandet som utgör de förklarande variablerna. *Relativ BNP-utveckling*, alternativt *relativ produktivitetsutveckling* används ofta. Hypotesen är att länder med högre tillväxt och en högre produktivitetsutveckling har apprecierande reala växelkurser. Mekanismerna bakom detta samband kan se lite olika ut, beroende på modell, men det verkar ha ett empiriskt stöd. Ett sätt att sammanfatta detta är "Varor är dyrare i rika länder", vilket svenska turister ofta upptäcker. En högre relativ tillväxt är alltså ofta förknippad med en högre prisnivå, och starkare real växelkurs. Vänder vi på detta får vi en viktig delförklaring till kronans långsiktiga reala depreciering – Sverige har haft en trendmässigt lägre tillväxt under de senaste decennierna jämfört med våra viktigaste konkurrentländer. (Se Diagram 1)

Ytterligare en viktig förklaringsvariabel för den reala växelkursen är *terms of trade*, vilket också är ett relativpris mellan grupper av varor. I detta fall är dock jämförelsen mellan mer begränsade varukategorier än vad som är fallet när man beräknar den reala växelkursen. Mer konkret är terms of trade priset på importerade varor i termer av exportvaror. För Sveriges del uppstår oftast förändringar i terms of trade som en följd av förändringar i vår omvärld – vi är en liten öppen ekonomi, och utbuds- och efterfrågeförändringar här hemma är av underordnad betydelse vad gäller den långsiktiga utvecklingen av våra terms of trade. Om man studerar hur Sveriges terms of trade utvecklats de senaste decennierna kan flera episoder identifieras då stora förändringar i terms of trade lett till stora förändringar i den reala växelkursen. Oljeprischockerna under 1970- och 1980-talen är exempel på detta, likaså den oväntade och tydliga försämringen i Sveriges terms of trade som började i slutet av 1990-talet. (Se Diagram 2)

Med hjälp av ekonomiska modeller och statistiska metoder kan vi bilda oss en uppfattning om hur Sveriges reala växelkurs mot euroområdet borde utvecklas de kommande åren. Här är det viktigt att komma ihåg att olika ekonomiska teorier

leder till olika samband, och detta måste beaktas när man drar slutsatser från de olika beräkningarna. Annorlunda uttryckt; det kan vara oklokt att hänga upp bedömningar på en enda modell. På Riksbanken bedrivs kontinuerligt ett analysarbete med hjälp av flera olika modeller och angreppssätt.

Ett sätt att skapa sig en bild av hur den reala växelkursen borde utvecklas framöver, vilket sedan har bäring på lämplig anslutningskurs in i ERM2, är att göra prognoser för de närmaste 3-5 åren på de variabler som antas vara centrala för den reala växelkursens bestämning och att sätta in dessa i de skattade sambanden. Detta ger alltså en bild av vilket härad man kan tänkas hamna i. De modeller som Riksbanken tittat på tyder alla på att den reala växelkursen kommer att appreciera under de kommande åren. Så långt är alltså slutsatsen entydig. Men storleken på den beräknade apprecieringen varierar en hel del; i de beräkningar vi gjort handlar det om några enstaka procent upp till 10 procent från dagens utgångsvärde. Om man sedan gör den rimliga bedömningen att inflationstakten i Sverige och i euroområdet kommer att vara på ungefär samma nivå under de kommande åren innebär detta reala intervall ett spann för den nominella kron/eurokursen som sträcker sig från ungefär 8,20 till lite över 9 kronor.

Hänsyn också till utvecklingen de närmaste åren

Bedömningen av den reala växelkursens utveckling på sikt är alltså en viktig komponent vad gäller synen på en lämplig anslutningskurs. Det handlar om att hitta en kurs som resulterar i en balanserad ekonomisk utveckling på längre sikt.

Men det är inte bara utvecklingen på lång sikt som är intressant i detta sammanhang. Det är i praktiken av stor betydelse att den kurs som väljs uppfattas som trovärdig av marknaden också i ett kortare perspektiv. Bara då finns förutsättningar för en stabil utveckling under ERM2-perioden. Det förutsätter i sin tur bl.a. att kursen fungerar väl i förhållande till den konjunktur som råder, den finanspolitik som bedrivs osv. De underliggande inflationstendenserna som de kommer till uttryck i t.ex. arbetskraftskostnader spelar också en roll.

Även när det gäller dessa överväganden är det möjligt att göra räkneexempel och simuleringar av olika slag. Exempelvis kan man göra olika antaganden om vad som är en rimlig växelkurs på lång sikt och sedan pröva dessa mot olika underliggande konjunkturförlopp framöver. En för Riksbanken viktig fråga i sammanhanget är hur inflationen påverkas. Skulle den exempelvis visa sig bli alltför hög kan det krävas en stramare finanspolitik osv. På detta vis kan samspelet mellan t.ex. konjunkturen samt valet av finanspolitik och växelkurs studeras. Flera oberoende analyser av detta slag skulle berika diskussionen.

Den ekonomiska politiken i ERM2

Om Sverige går med i valutaunionen förändras förutsättningarna för den svenska stabiliseringspolitiken. Uppgiften att bedriva stabiliseringspolitik inriktad på svenska behov - i den utsträckning en sådan är önskvärd - övergår helt till riksdagen och regeringen. Låt mig understryka att denna förändring i allt väsentligt sker redan under ERM2-perioden.

Det är viktigt att poängtera att en god framförhållning är absolut nödvändig. På Riksbanken räknar vi oftast med att det tar mellan 1 och 2 år innan penningpolitiska förändringar har maximal effekt på inflationstakten. Hur motsvarande fördröjning ser ut för finanspolitikens effekt på den reala ekonomin vet vi inte exakt. Men mycket talar för att den finanspolitik som bedrivs redan nästa år, och som alltså beslutas nu i höst, är viktig i sammanhanget. Det gäller i varje fall om de tidsplaner som nu diskuteras med medlemskap 2005 eller 2006 realiserar.

Den stabiliseringspolitiska bördan övergår alltså mer och mer på finanspolitiken. Detta innebär dock inte att Riksbanken ska avstå från att utnyttja det penningpolitiska manöverutrymme som kan finnas under ERM2-perioden. Riksbankens uppgift är att göra vad som är möjligt för att Sveriges inträde i valutaunionen ska kunna ske på ett smidigt och stabilt sätt. I detta sammanhang är en låg och stabil svensk inflation ett viktigt inslag, en stabil växelkurs en annan. Sverige måste uppfylla konvergenskriterierna på båda dessa punkter. I praktiken innebär detta förhållningssätt att det kan finnas skäl att fortsätta göra inflationsprognoser och att publicera inflationsrapporter ungefär som idag. Vi bör också med räntan göra vad vi kan för att styra in inflationen mot vårt mål. Men ju närmare ett inträde i EMU vi kommer desto mindre kommer effekten av reporäntebändringar på övriga räntor att bli. Det hänger samman med att ju kortare tid som återstår till inträdesdagen desto mer av den svenska avkastningskurvan kommer att dikteras av det europeiska ränteläget.

Klart är samtidigt att växelkursstabilitet är ett av konvergenskraven för ett svenskt inträde i valutaunionen. Detta kan komma att påverka penningpolitikens utformning. I diskussionen betonas ibland risken för konflikter mellan målet för inflationen och kraven på växelkursstabilitet. Jag tror av flera skäl inte att det finns anledning att vara särskilt orolig på denna punkt.

För det första är ERM2-deltagandet inte ett vanligt fastkurssystem – det är förstadiet till inträdet i en valutaunion där växelkursen låses oåterkalleligt. Valutaoro under denna period borde därmed egentligen bara vara möjlig om det skulle uppkomma oklarheter kring Sveriges deltagande i EMU till följd av problem i Sverige eller inom EMU. Notera att dessa egentligen inte är ekonomiska utan *politiska* risker. De är också rimligen oerhört små i en situation där inträdet i ERM2 föregåtts av en politisk förankring inom både Sverige och resten av EU.

Därtill kan läggas att valutakriser i regel uppstår när den ekonomiska politiken är oförenlig med den fasta växelkursen. Om Sverige inför och under ERM2-perioden bedriver en penningpolitik som syftar till prisstabilitet, och även i övrigt för en ekonomisk politik som är i linje med den inom EMU torde risken för en valutakris minska ytterligare.

ERM2-perioden kommer dessutom antagligen att vara förhållandevis kort och direkt kopplad till ett vidare svenskt inträde i valutaunionen. Om den svenska ekonomin är i takt med EMU när en anslutning till ERM2 sker är sannolikheten därför låg för att några avgörande obalanser ska hinna uppstå.

Då och då reses frågan om vi efter ett beslut om deltagande i valutaunionen borde ersätta Riksbankens inflationsmål med ECB:s. Skälen för detta är dock som jag ser det svaga i det tidsperspektiv - ett till två år - som vi nu talar om. Skillnaden mellan ECB:s mål och vårt eget är i detta sammanhang liten. Däremot kan det

finnas skäl att noggrannare följa det nya gemensamma europeiska prismåttet HIKP, bl.a. därför att det är på basis av detta som Sverige utvärderas inför ett eventuellt EMU-inträde.

Avslutning

Jag har idag tagit upp några frågeställningar relaterade till kronan som är viktiga om Sverige beslutar att gå med i EMU. Huvudpunkterna har varit följande.

Frågan om ERM2-deltagande hänger i Sverige intimt ihop med frågan om inträdet i valutaunionen. Med den nya valutapolitiska lagstiftningen, som tillkom för några år sedan, är det regeringen som fattar beslut om växelkursregim. Regeringen har i ett antal finansplaner kommunicerat att anslutning till ERM2 kan bli aktuell efter att beslut fattats om att gå med i EMU. Riksbankens ansvar enligt den nya valutapolitiska lagstiftningen är att utforma en svensk position om centralkursen. I praktiken är detta dock något som vi har starka skäl att resonera oss fram till gemensamt med regeringen. Det är viktigt inte minst inför överläggningarna med de andra EU-länderna.

Jag har ägnat en stor del av detta tal åt frågan om lämplig anslutningskurs och hur man kan närma sig denna fråga rent principiellt. Låt mig understryka ett par saker:

- Beräkningar av den reala växelkursen, som är utgångspunkten för diskussionerna om rimliga anslutningskurser, är förknippade med stor osäkerhet. Olika ekonomiska modeller ger olika resultat, men kan ändå användas för att ringa in ett ungefärligt intervall. Genomgående tyder de beräkningar vi har gjort på att en appreciering från dagens kurs är motiverad. Relativ BNP, terms of trade och andra förklaringsfaktorer varierar dock över tiden vilket kan innebära att beräkningar idag ger en något annorlunda bild än beräkningar gjorda för några år sedan.
- När en kurs läggs fast är det också naturligt att beakta vad som är en lämplig nivå i ett medelsiktigt perspektiv. I detta sammanhang handlar det i första hand om att säkra en stabil anpassning till ERM2 och EMU, vilket förutsätter en i marknadens ögon trovärdig växelkurs. Förutsättningarna för att uppnå detta är naturligtvis bättre om den svenska ekonomiska utvecklingen är balanserad med stabila priser osv. En för svag kurs innebär en stimulans för svensk ekonomi som måste mötas med en snar finanspolitisk åtstramning. En för stark kurs, å andra sidan, kan verka för åtstramande med negativa följder för svensk tillväxt och sysselsättning.

Om Sverige går med i ERM2 faller ansvaret för att upprätthålla balansen i ekonomin i allt väsentligt på regering och riksdag. Vid en folkomröstning nästa höst med en majoritet för ett svenskt EMU inträde och ett ERM2-inträde därefter blir den finanspolitik som läggs fast redan i höst av stor betydelse.

Detta hindrar inte att Riksbanken bör göra vad den kan för att bidra till att prisstabiliteten upprätthålls också i ERM2. I ljuset av detta finns det skäl att fortsätta göra prognoser, publicera inflationsrapporter och fatta beslut om reporäntan ungefär som idag. Inte heller finns det som jag ser det skäl att ändra

inflationmålet. Men det penningpolitiska manöverutrymmet minskar snabbt i takt med att inträdet i valutaunionen närmar sig.

Samtidigt är växelkursstabilitet viktigt under ERM2, men de potentiella konfliktriskerna som kan uppstå mellan pris- och växelkursstabilitet under denna korta period ska inte överdrivas. Det naturliga är att centralkursen i ERM2 kommer att vara omräkningskurs in i valutaunionen och detta minskar utrymmet för spekulation. Penningpolitiken i Sverige och i euroområdet har båda prisstabilitet som mål. Till detta kommer att processen vid andra länders EMU-inträden varit lugn trots att omständigheterna då i flera fall var svårare än de förfaller bli i Sveriges fall.