

Innehåll

- Förord 3
- Inledning och bakgrund 5
- Finlands, Italiens och Greklands väg till valutaunionen 9
- Kronans centralkurs i ERM2 16
- Penningpolitiken före inträde i valutaunionen 21
- Stiger priserna automatiskt om vi går med i valutaunionen? 28
- Penningpolitiken i valutaunionen 35
- Riksbankens roll vid ett deltagande i valutaunionen 42
- Ekonomisk balans och stabiliseringspolitik 46
- Ordlista
- Mer information



341 123
Trycksak

■ Förord

Den 14 september 2003 ska svenska folket ta ställning till om Sverige ska införa euron som valuta. Att införa en ny valuta är en genomgripande förändring som kommer att påverka det svenska samhället på många sätt. När det gäller det penningpolitiska området blir den omedelbara konsekvensen att kronan upphör att existera och att Sverige får en penningpolitik gemensam med euroområdet.

Riksbanken tog ställning 1994 och 1997 för att Sverige skulle delta i valutaunionen när den upprättades. Riksbanksfullmäktige ansåg då att fördelarna med ett deltagande övervägde nackdelarna. Riksbankens direktion har inte behandlat frågan om ett deltagande i valutaunionen. Som myndighet deltar Riksbanken inte heller i opinionsbildningen inför folkomröstningen, varken genom att driva kampanjer eller utfärda rekommendationer. Riksbankens roll är att tillhandahålla saklig information, som ska underlätta för allmänheten att bilda sig en egen uppfattning i frågan.

På Riksbankens webbplats (www.riksbank.se) finns ett allmänt informationsmaterial om EMU som successivt uppdateras. I februari 2003 presenterades en informationskrift, *Den ekonomiska och monetära unionen EMU*, som vänder sig till alla intresserade. Föreliggande skrift ska ses som ytterligare ett led i Riksbankens strävan att informera om valutaunionen. Skriftens syfte är att diskutera ett antal viktiga praktiska penningpolitiska frågor som aktualiseras om euron införs i den svenska ekonomin, bl.a. hur Sverige på bästa möjliga sätt kan förbereda sig för den eventuella övergången till Eurosystemet. Förhoppningen är att på detta sätt ge en intresserad allmänhet ytterligare information och fördjupad kunskap.

Arbetet med skriften har huvudsakligen bedrivits inom avdelningen för penningpolitik och samordnats av avdelningens biträdande avdelningschefer Per Jansson och Hans Lindblad.

Trevlig läsning!

Stockholm i juni 2003

Lars Heikensten
Riksbankschef

■ Inledning och bakgrund

IRMA ROSENBERG OCH MARTIN ÅDAHL

Sveriges ställningstagande om EMU

Den tredje etappen i den ekonomiska och monetära unionen, EMU, inleddes 1999 och euron infördes. Den 1 januari 2002 infördes också gemensamma sedlar och mynt i euroländerna. Dessa länder har nu en gemensam penningpolitik inom ramen för Eurosystemet.

Sverige deltar sedan 1995 fullt ut i EMU-samarbetets två första etapper och delvis i etapp tre som en del av medlemskapet i Europeiska unionen, EU. I medlemskapsförhandlingarna meddelade dock Sverige att beslutet om deltagandet i valutaunionen, med införandet av euron, ytterst skulle fattas av den svenska riksdagen. Riksdagen beslutade 1997 (prop. 1997/98:25) att Sverige skulle avvakta och inte gå med i valutaunionen från dess början 1999, men behålla handlingsberedskap för ett eventuellt senare inträde. I december 2002 beslutade riksdagen att frågan om införande av euron ska underställas svenska folket i en rådgivande folkomröstning den 14 september 2003.

Viktiga hållpunkter efter ett eventuellt ja till euron

Den svenska regeringen har uttalat att om euron ska införas så bör det bli från den 1 januari 2006, genom en s.k. direktövergång, då euron införs både elektroniskt och som sedlar och mynt samtidigt. Det är även den lösning som Riksbanken förordar. Under de dryga två åren från folkomröstningen, fram till att kronan byts mot euron, måste ett antal beslut fattas.

ANSLUTNING TILL VÄXELKURSMEKANISMEN ERM2

Ett av inträdeskraven i valutaunionen är växelkursstabilitet mot euron under två år. Fördragstexten anger att växelkursstabilitet ska ha gällt i två år vid granskningstillfället. Praxis är deltagande i växelkursmekanismen ERM2/ERM. Finland och Italien godkändes för inträde i valutaunionen,

trots att de vid granskningstillfället inte hade varit formella deltagare i ERM i de två år för vilka växelkursstabiliteten utvärderades.¹ Vid övergången till euron den 1 januari 1999 hade de dock deltagit under en längre period än två år.

Inom ERM2 får ett deltagande lands valuta variera maximalt ± 15 procent från en s.k. centalkurs mot euron, som fastställs för det ansökande landets valuta vid inträdet. Dessa variationsband kring centralkursen försvaras med interventioner på valutamarknaden av ECB och det berörda landets centralbank.

Ansökan om ERM2-inträde lämnas in av regeringen efter samråd med Riksbanken. Dessförinnan kommer företrädare för regeringen och Riksbanken att ha sonderande kontakter med kollegor i Europa. De två viktigaste besluten i samband med ERM2-medlemskapet är valet av centalkurs och valet av bandbredd, dvs. hur mycket valutan tillåts variera. I normalfallet är bandbredden ± 15 procent men det ansökande landet kan ansöka om ett snävare band. Båda dessa frågor avgörs i förhandlingar mellan EU-ländernas finansministrar och centralbankschefer, med ECB:s ordförande som representant för centralbankerna i euroländerna. Deras företrädare genomför normalt förhandlingarna inom ramen för den Ekonomiska och finansiella kommittén, EFK, och beslut fattas genom en mellanstatlig överenskommelse. Inför förhandlingarna väntas regeringen och Riksbanken rådgöra om en lämplig svensk ståndpunkt. När ERM2-medlemskapet träder i kraft ändras penningpolitikens uppläggning. Det blir då nödvändigt att hålla växelkursen stabil inom de band som angivits.

GRANSKNING OCH BESLUT OM KONVERGENSKRITERIERNA

Om folkomröstningen resulterar i ett ja till att införa euron väntas riksdagen uppdra åt regeringen att förbereda Sverige för ett inträde i valutaunionen. Sådana förberedelser innefattar att säkerställa att inträdeskraven, de legala och ekonomiska s.k. konvergenskriterierna, kan uppfyllas. Ett antal andra legala och praktiska anpassningar måste också förberedas och beslutas. Konvergenskriterierna utvärderas i rapporter från Kommissionen och från Europeiska centralbanken, ECB. Utvärderingarna utgör sedan underlag när EU:s stats- och regeringschefer ger klartecken och Ekofin-rådet fattar slutligt beslut om inträde i valutaunionen.

Det finns fyra ekonomiska konvergenskriterier (de legala kriterierna berörs inte här):

¹ Före valutaunionens start grundades växelkursmekanismen ERM på ett nätverk av bilaterala centalkurser mellan de deltagande valutorna som länderna hade ömsesidigt ansvar för att vidmakthålla inom växelkursbanden (som initialt var $\pm 2,25$ procent men 1993 vidgades till ± 15 procent). I ERM2 gäller växelkursstabiliteten mot euron och interventionsåtagandet att försvara växelkursbanden mellan ECB och de deltagande ländernas centralbanker.

- *Inflationen* i det ansökande landet får inte vara högre än 1,5 procentenheter över ett genomsnitt av de tre medlemsländer i EU som har lägst inflation, mätt med det harmoniserande konsumentprisindexet HIKP.
- *De långa räntorna* (femåriga statsobligationsräntor) får inte överskrida genomsnittet av motsvarande räntor i de tre länder som har lägst inflation med mer än 2 procentenheter.
- *De offentliga finanserna* måste uppvisa en tillräcklig grad av balans, vilket definieras som att det löpande underskottet i den offentliga sektorns finanser under normala konjunkturvariationer inte får vara högre än 3 procent av BNP och att den konsoliderade offentliga sektorns bruttoskuld inte får vara högre än 60 procent av BNP såvida inte statskulden i procent av BNP minskar i tillräcklig utsträckning och närmar sig referensvärdet i tillfredsställande takt.
- *Växelkursen* måste vara stabil mot euron i minst två år före inträdet i valutaunionen. Även om växelkursvariationer inom ERM2 kan tillåtas uppgå till ± 15 procent från centralkursen, utvärderas detta kriterium utifrån att kursen ska ha varit nära centralkursen utan allvarliga spänningar och utan att centralkursen för valutan skrivits ned i värde under perioden.

Det mest sannolika, med den av Sverige önskade tidtabellen, är att kriterierna utvärderas och beslut fattas under sommaren 2005. Flertalet prognoser pekar i dag på att Sverige har möjlighet att klara dessa kriterier.

INTRÄDE I VALUTAUNIONEN

Om Sverige godkänns för inträde i valutaunionen ska beslut fattas om en omräkningskurs från krona till euro. Beslutet fattas av berörda finansministrar i Ekofinrådet. Av praktiska skäl behöver det ske 4–6 månader före inträdet i valutaunionen. För samtliga länder som nu ingår har beslutet varit odramatiskt och inneburit att centralkursen i ERM/ERM2 blivit omräkningskurs till euron. I två fall, Grekland och Irland, skedde dock en justering av centralkursen före beslutet om omräkningskurs. Beslutet om centralkursen i ERM2 blir sålunda i praktiken avgörande för den slutliga omräkningskursen.

Den 1 januari 2006 väntas Sverige i så fall införa euron som valuta. Under en period på en månad kommer de nya sedlarna och mynten i euro och de gamla sedlarna och mynten i kronor att cirkulera parallellt. Den 1 februari 2006 upphör kronan som legalt betalningsmedel.

Läget efter ett eventuellt nej till euron

Konsekvenserna av ett nej till euron diskuteras inte i denna skrift. Om olika aktörer vägt in möjligheten till ett ja till euron kommer naturligtvis denna förväntningsbild på exempelvis de finansiella marknaderna att förändras när det står klart att det blir nej. Hur den kommer att förändras finns det olika uppfattningar om. Under alla omständigheter fortsätter Riksbanken och penningpolitiken på samma sätt som förut att verka för prisstabilitet i Sverige. Några stora praktiska eller organisatoriska förändringar väntas inte.

Skriftens struktur

Denna skrift behandlar de frågeställningar som Riksbanken och penningpolitiken ställs inför under förberedelserna för ett införande av euron.

Den första delen diskuterar situationen fram till och med ett eventuellt inträde i valutaunionen. Erfarenheter från Finlands, Italiens och Greklands inträde i växelkursmekanismen och deras val av centalkurs och bandbredd analyseras i det första avsnittet i denna del. Det ger i sin tur en bakgrund för nästa avsnitt som redogör för några av de frågeställningar och aspekter som är viktiga att beakta vid en diskussion av lämplig centalkurs i ERM2. Därefter behandlas frågan om vilken penningpolitik som bör föras, givet beslutet om ERM2-inträde, under övergångsperioden fram till inträdet i valutaunionen. Bör Riksbanken fortsätta att driva en självständig penningpolitik eller främst inrikta sig på att de svenska styrrentorna ska närma sig ECB:s? I det därpå följande avsnittet behandlas riskerna för prisstabilitet vid själva införandet av euron. Vilka är riskerna för att handeln passar på att genomföra prishöjningar när kronan byts ut mot euron och hur kan sådana risker minimeras? Här analyseras erfarenheter från de nuvarande euroländernas införande av sedlar och mynt.

Den andra delen behandlar hur Sverige bäst kan förbereda sig för den nya, gemensamma penningpolitiken inom Eurosystemet. Skillnaderna mellan Riksbankens och ECB:s sätt att bedriva penningpolitik vad avser mål, beslutsprocesser, likviditetsstyrning, transparens och kommunikation utforskas. Med dessa skillnader i åtanke diskuteras sedan hur Riksbanken på bästa möjliga sätt kan förbereda sig för de nya uppgifter som väntar inom euroområdet. Avslutningsvis belyses konsekvenserna för stabiliseringspolitiken när vi inte längre har en nationell penningpolitik och en rörlig växelkurs mot euroområdet.

■ Finlands, Italiens och Greklands väg till valutaunionen

PETRA LENNARTSDOTTER

Vid ett ja i höstens folkomröstning kommer Sverige att ansluta kronan till växelkursmekanismen ERM2 med en fast centralkurs mot euron för att, inom ERM2, fylla kravet på växelkursstabilitet. Mot övriga valutor fortsätter kronan att flyta. Inför ett deltagande i valutaunionen måste dessutom konvergenskriterier för prisstabilitet, statsfinanser och långa räntor uppfyllas, och vissa anpassningar av lagar göras. De nuvarande euroländerna hanterade konvergensprocessen på något olika sätt och utifrån skilda utgångslägen. Tre av dessa länder, Finland, Italien och Grekland, har erfarenheter som kan vara vägledande på så sätt att deras respektive valutor anslöts till föregångaren till ERM2, ERM, senare än övriga euroländers.

Kronans utveckling mot euron vid en ERM2-anslutning kommer i stor utsträckning att bestämmas av valet av centralkurs och hur snabbt reporäntan anpassas till ECB:s nivå. Reporäntans utveckling relativt ECB:s styrrenta under ERM2 beror i sin tur bl.a. på konvergenskriterierna för växelkurs och inflation. Finlands, Italiens och Greklands förutsättningar att uppfylla konvergenskriterierna och deras penningpolitiska vägval under ERM/ERM2-perioden var olika. Finlands styrränta låg nära Tysklands redan då den finska marken anslöts till ERM. Under ERM-perioden fanns inte heller behov av att ändra styrräntedifferensen mer markant i syfte att bibehålla prisstabilitet. Italien och, i än högre grad, Grekland anslöts till ERM med relativt stora inflations- och styrräntedifferenser i förhållande till Tyskland. Räntenivåerna i dessa länder anpassades sedan gradvis. Bägge länderna bibehöll dock positiva styrräntedifferenser ända fram till den slutliga lösningen av växelkursen.

Finlands, Italiens och Greklands erfarenheter kan inte utan vidare tillämpas på Sverige. Osäkerheten kring genomförandet av EMU:s tredje etapp och införandet av euron är borta. Växelkurssamarbetet inom ERM2 involverar dessutom endast den bilaterala relationen gentemot euron. Utvärderingen av växelkursstabilitet kommer därför bara att gälla kronans kurs mot euron. Därtill kommer Sverige sannolikt redan vid en ERM2-anslutning att uppfylla övriga ekonomiska konvergenskriterier och har på så sätt ett bättre utgångsläge än vad Italien och Grekland hade då deras valutor anslöts till ERM.

Finlands, Italiens och Greklands förutsättningar att uppfylla konvergenskriterierna var olika.

Sverige har ett bättre utgångsläge än Italien och Grekland hade då deras valutor anslöts till ERM.

Finland – omedelbar styrräntekonvergens

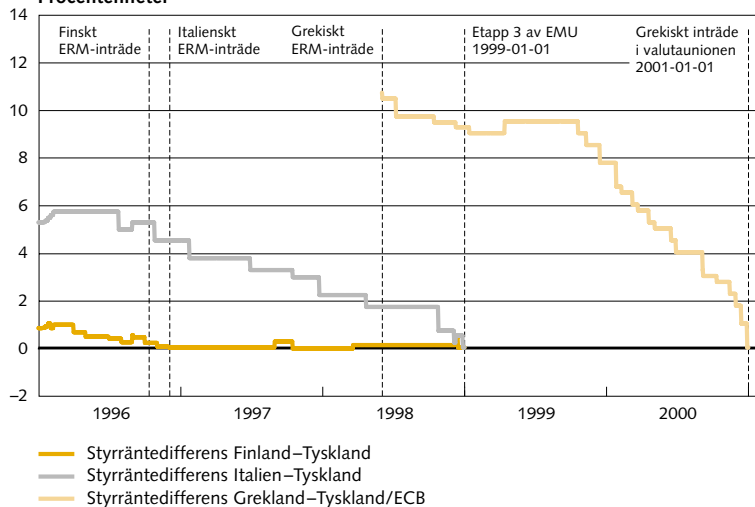
Finland är det land vars förutsättningar mest liknar Sveriges vad gäller graden av konvergens och ekonomisk struktur.

Finland är det land vars förutsättningar mest liknar Sveriges vad gäller graden av konvergens och ekonomisk struktur. Finland fick en mjuk övergång till fast växelkurs, bl.a. tack vare att den ekonomiska politiken var väl anpassad till ett ERM-medlemskap. Finland och Sverige uppvisar likheter under 1990-talets början. Båda länderna genomgick ekonomiska kriser, delvis orsakade av samma faktorer. Krisen i Finland förvärrades dock av Sovjetunionens upplösning 1991–92, vilket bidrog till minskad efterfrågan för den finska exportindustrin. I september 1992 övergav Finland den fasta växelkursen mot ecun (eurons föregångare) och den finska marknaden försvagades påtagligt. År 1993 infördes ett inflationsmål och den ekonomiska politiken lades om ungefär på samma sätt som i Sverige. Den ekonomiska situationen förbättrades sedan relativt snabbt, även om arbetslösheten förblev hög.

Under ERM-perioden låg den finska styrräntan hela tiden nära den tyska styrräntan.

Vid ERM-anslutningen den 14 oktober 1996 hade konjunkturåterhämtningen inletts och det ekonomiska läget i Finland överensstämde relativt väl med konvergenskriteriernas krav på långa räntor, pristabilitet och statsfinanser. Styrräntan sänktes snabbt till Tysklands nivå (se diagram 1). Under ERM-perioden låg den finska styrräntan nära den tyska och HIKP-inflationen utvecklades i enlighet med inflationsmålet. Ingen målkonflikt mellan pris- och växelkursstabilitet uppstod. De spänningar som inträffade i växelkurshänseende, främst ett apprecieringstryck i slutet av 1996 men även en press i svagare riktning under Ryslands krisen 1998, hanterades med interventioner. I konvergensrapporterna bedömdes inte

Diagram 1. Finlands, Italiens och Greklands styrräntedifferenser mot Tyskland
Procentenheter



Källor: Bank of Greece, Datastream och Riksbanken.

Diagram 2. FIM/EUR; centralkurs i ERM med fluktuationsband ± 15 procent



Källor: ECB och Riksbanken.

de växelkursavvikelser som förekommit som allvarliga. Redan vid konvergensrapporten 1997 var Finland nära att uppfylla samtliga konvergenskriterier utom växelkurskriteriet.

Finland bibehöll en ekonomisk politik inriktad på prisstabilitet och budgetdisciplin och kvalificerade sig för deltagande i valutaunionen vid dess start den 1 januari 1999. De slutliga omräkningskurserna för de valutor som skulle ingå i valutaunionen annonserades redan vid utvärderingen i maj 1998 och motsvarade centralkurserna i ERM. Finlands strategi med "omedelbar anpassning" av styrräntan fungerade väl under ERM-perioden till följd av den ekonomiska politikens inriktning och att det inte fanns behov av större ändringar av styrräntedifferensen i syfte att säkerställa pris- och växelkursstabiliteten. En empirisk studie av den finska valutan, från annonseringen av omräkningskursen fram till den slutliga låsningen av växelkursen, visar att skillnaden mellan markens marknadskurs och centralkurs i grova drag motsvarade räntedifferensen mot Tyskland.

Finland kvalificerade sig för deltagande i valutaunionen vid dess start den 1 januari 1999.

Italien – gradvis styrräntekonvergens

Den ekonomiska utvecklingen i Italien präglades under början av 1990-talet av hög inflation, höga räntor, stor statsskuld och stora budgetunderskott. Trovärdigheten för växelkursen var till följd av detta låg och i samband med växelkurs-turbulensen i Europa 1992 tvingades Italien lämna ERM. Flera ekonomisk-politiska reformer vidtogs därefter; finanspolitiken stramades upp, arbetsmarknadsreformer genomfördes och varumarknads-konkurrens underlättades. Statsbudgeten stärktes också av privatiseringar.

Under ERM-perioden kunde den italienska centralbanken successivt sänka styrräntan och liran utvecklades relativt stabilt.

Inför återinträdet i ERM den 25 november 1996 var statsskulden fortfarande hög men budgetunderskotten hade minskat och inflationen dämpats. Inflationzbekämpningen krävde dock en stram penningpolitik, med höga korträntor som följd. Den italienska liran anslöts till ERM till en centralkurs som låg relativt nära rådande marknadskurs. Under ERM-perioden kunde den italienska centralbanken successivt sänka styrräntan utan negativa växelkurseffekter och liran var relativt stabil i förhållande till centralkursen fram till inträdet i valutaunionen (se diagram 1 och 3). Mot bakgrund av denna utveckling, förbättrade budgetsaldon och en lägre inflationstakt, föll också italienska räntor med längre löptider. Den stora statsskulden minskade men var fortsatt långt över 60 procent av BNP.

Diagram 3. ITL/EUR; centralkurs i ERM med fluktuationsband ± 15 procent



Källor: ECB och Riksbanken.

Italien bedömdes vid den slutliga utvärderingen inför ettap tre av EMU uppfylla samtliga konvergenskriterier.

Även om statsskulden var långt över 60 procent av BNP bedömdes den minska i tillräcklig utsträckning och Italien kunde vid den slutliga utvärderingen inför ettap tre av EMU uppfylla samtliga konvergenskriterier. Sammanfattningsvis fungerade strategin med successiv anpassning av styrräntan väl ur växelkurshänseende eftersom bl.a. ekonomiska fundamenta successivt förbättrades under ERM-perioden. Efter annonseringen av den slutliga omräkningskursen i maj 1998 minskade skillnaden mellan lirans marknadskurs och centralkurs i takt med ränteskillnaden mot Tyskland.

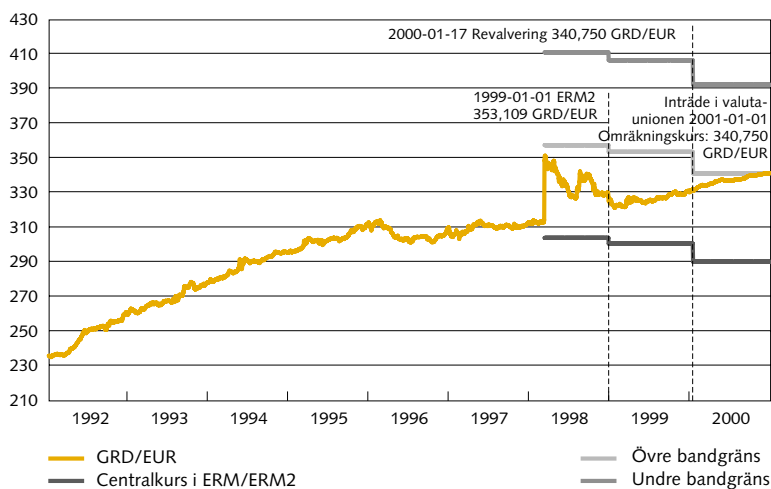
Grekland – gradvis anpassning från ett svårt utgångsläge

Grekland hade sedan 1990-talets början inriktat den ekonomiska politiken på att uppnå prisstabilitet, bl.a. genom en växelkurspolitik som gick ut på att minska variationerna i landets valuta, drachman. Från 1995 till 1998 kopplades drachman ensidigt till ecun. Andra åtgärder utgjordes av en anpassning av finanspolitiken, breddningar av skattebaserna, arbetsmarknadsreformer och liberalisering av de finansiella marknaderna. Den grekiska politiken bidrog till att KPI-inflationen föll från över 20 procent 1991 till omkring 5,5 procent 1997.

Vid ERM-anslutningen den 16 mars 1998 uppfyllde Grekland emellertid inte konvergenskriterierna. Centralkursen sattes till en svag nivå och övergången till fast växelkurs sammanföll med ett omfattande reformprogram, främst avseende konkurrensfrämjande åtgärder på produktmarknaderna och arbetsmarknadens funktionssätt, åtföljt av en stram ekonomisk politik. Styrräntan hölls under 1998–99 på en hög nivå (närmare 10 procentenheter över den tyska) och inflationstakten dämpades successivt. Trots att drachman försvagades initialt vid inträdet i ERM var den mycket starkare än centralkursen. Centralkursen skrevs upp både vid inträdet i ERM2 i januari 1999 och senare i januari 2000 (se diagram 4). Från 2000 justerades styrräntan successivt ned mot ECB:s nivå men en viss differens kvarstod ända till slutskedet, då styrräntan sänktes med sammantaget 2 procentenheter (se diagram 1). De långa räntorna föll i takt med att inflationen dämpades, växelkursen stabiliserades och statens budget förbättrades.

Från 2000 justerades den grekiska styrräntan ned mot ECB:s nivå men en viss räntedifferens kvarstod ända till slutskedet.

Diagram 4. GRD/EUR; centralkurs i ERM med fluktuationsband ± 15 procent



Källor: ECB och Riksbanken.

Vid utvärderingen av Grekland i juni 2000 bedömdes samtliga konvergenskriterier vara uppfyllda.

Det statsfinansiella läget hade, liksom i Italien, varit ansträngt under hela 1990-talet men vid utvärderingen i juni 2000 bedömdes samtliga konvergenskriterier vara uppfyllda. Bakgrunden var att statsskulden ansågs minska i tillräcklig omfattning. Drachmans slutliga omräkningskurs mot euro annonserades i juni 2000, omkring ett halvår före den slutliga låsningen av växelkursen (se tabell 1). En empirisk studie av drachmans utveckling under dessa sex månader visar att differensen mellan centralkursen och marknadskursen i stort motsvarade styrräntedifferensen i förhållande till ECB. Drachman konvergerade mot centralkursen i takt med att räntedifferensen minskade. Sammanfattningsvis krävde Greklands jämförelsevis besvärliga ekonomiska utgångsläge en relativt hög styrränta under den tid landet deltog i ERM- och ERM2-samarbetet. I takt med att politiken lades om och fundamentala faktorer förbättrades minskade räntedifferensen.

TABELL 1. FINLANDS, ITALIENS OCH GREKLANDS VÄG IN I VALUTAUNIONEN

Finland	Italien	Grekland
1996-10-14 ansluts FIM till ERM till en centralkurs motsvarande 5,94573 FIM/EUR	1996-11-25 återinträder ITL i ERM till en centralkurs motsvarande 1936,27 ITL/EUR	1998-03-16 ansluts GRD till ERM till centralkursen 357 GRD/ECU
1998-05-03 Finland bedöms uppfylla samtliga konvergenskriterier, trots att FIM endast deltagit i ERM i 18,5 månader	Italien bedöms uppfylla samtliga konvergenskriterier trots att ITL endast deltagit i ERM i 17 månader	Grekland uppfyller inte samtliga konvergenskriterier vid utvärderingen
1999-01-01 EMU:s tredje etapp inleds. FIM ansluts till omräkningskursen 5,94573 FIM/EUR	EMU:s tredje etapp inleds. ITL ansluts till omräkningskursen 1936,27 ITL/EUR	ERM ersätts av ERM2. GRD ansluts till centralkursen 353,109 GRD/EUR
2000-01-17		Centralkursen revalveras till 340,750 GRD/EUR på begäran av grekiska myndigheter
2000-06-17		Grekland anses uppfylla samtliga konvergenskriterier och tillåts inträde i valutaunionen fr.o.m. 2001-01-01
2001-01-01		Grekiskt inträde i valutaunionen. GRD ansluts till omräkningskursen 340,750 GRD/EUR

Källor: EMI och Riksbanken.

Sammanfattning och slutsatser

Finland och Italien anslöt sina växelkurser till ERM 1996 och Grekland 1998 utifrån olika utgångslägen. Finland gick in i ERM med en styrränta som var väl i nivå med Tysklands. Inflationstakten var också låg och statsfinanserna i gott skick. Italien och, i ännu högre grad, Grekland hade däremot höga räntor, hög inflation och statsfinansiella problem i utgångsläget. Även dessa länder lyckades dock, tack vare ekonomisk-politiska åtgärder och trovärdighet för växelkursarrangemanget, så småningom uppfylla konvergenskriterierna. En viktig fråga vid ett deltagande i ERM2 är hur eventuella ränteskillnader kommer att påverka växelkursen. Under perioden mellan offentliggörandet av respektive valutas omräkningskurs och inträdet i valutaunionen, följde Finlands, Italiens och Greklands växelkurser i grova drag utvecklingen av räntedifferenserna på det sätt som grundläggande ekonomisk teori visar (se också avsnittet sid. 35–41).

Ekonomisk-politiska åtgärder och trovärdigheten för växelkursarrangemanget bidrog till att alla tre länderna lyckades uppfylla konvergenskriterierna.

■ Kronans centrankurs i ERM2

MARIANNE NESSÉN OCH HENRIK DEGRÉR

Det finns inte något entydigt svar på frågan om vad som är en lämplig centrankurs.

Vid ett ja i folkomröstningen kommer centrankursen för kronan i ERM2 att bestämmas i förhandlingar. Centrankursen kommer sedan med stor sannolikhet att utgöra den omräkningskurs som slutligen används för att konvertera kronor till euro. Därför kan det vara av intresse att redogöra för några av de frågeställningar och aspekter som är viktiga att beakta vid en diskussion av lämplig centrankurs i ERM2. Det kan redan nu framhållas att det inte finns ett entydigt svar på frågan om vad som är en lämplig centrankurs. Ekonomisk teori kan dock användas för att ringa in ett lämpligt intervall och för att teckna troliga förlopp som följer av en alltför svag respektive alltför stark anslutningskurs.

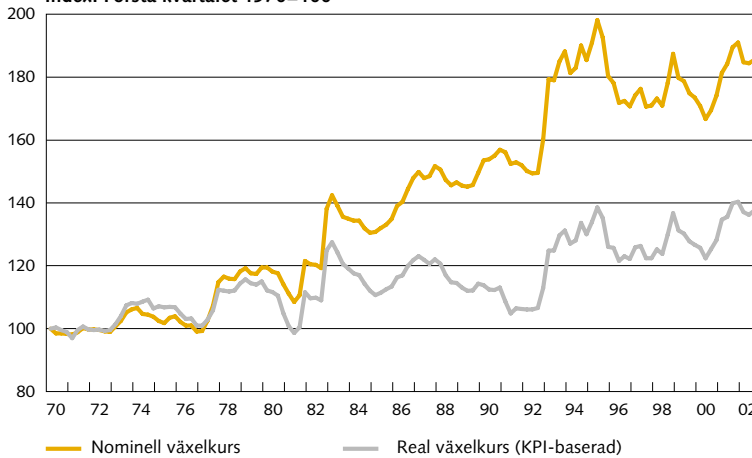
I sammanhanget är det viktigt att hålla i minnet att kronans kurs mot euron är en *nominell* växelkurs, dvs. ett relativpris mellan två valutor. Det som enligt ekonomisk teori är avgörande för ekonomiers realekonomiska utveckling (t.ex. produktion och sysselsättning) är emellertid den *reala* växelkursen. En real växelkurs är ett relativpris mellan brett sammansatta varukorgar i olika länder. När man i praktiken räknar ut den reala växelkursen justeras den nominella växelkursen för prisnivåskillnader. Eftersom priser är trögrörliga finns det en stark kortsiktig koppling mellan förändringar i den nominella och reala växelkursen. På lång sikt, när priser hunnit anpassa sig, kan den nominella och den reala växelkursen däremot utvecklas mycket olika. Kronans utveckling mot euron är ett exempel på detta (se diagram 1). Sedan början av 1970-talet har kronans värde i nominella termer i stort sett halverats och sjunkit med runt 45 procent.¹ Den reala växelkursen mot euroområdet har under samma period också försvagats, men endast med ca 25 procent. Mellanskillnaden förklaras av att Sverige under perioden haft en högre genomsnittlig inflationstakt än euroområdet.

Det finns skäl att tro att olika anslutningskurser under en anpassningsperiod kan vara förknippade med olika reala förlopp.

Vid en analys av de ekonomiska effekterna av olika nominella anslutningskurser är det sålunda viktigt att utvärdera konsekvenserna för den reala växelkursen, både på kort och lång sikt. På lång sikt är det rimligt att utgå från att den reala växelkursen bestäms oberoende av den nominella. På

¹ Värdet på en syntetisk euro var i början av 1970 ca 4,95 kronor. I dag kostar en euro drygt 9 kronor. I termer av euro kostade sålunda en krona ca 0,202 euro i början av 1970 medan priset i dag är ca 0,11 euro – en minskning av kronans värde med ca 45 procent. I diagram 1 visas kronans kurs mot euron som ett index där första kvartalet 1970 givits värdet 100. Den sista observationen har ett värde på ca 180, alltså ungefär 9/4,95.

Diagram 1. Nominell och real växelkurs mot euroområdet
Index: Första kvartalet 1970=100



kort sikt finns det, som påpekats, däremot en stark koppling mellan nominella och reala växelkurser. Det gör att det finns skäl att tro att olika anslutningskurser under en anpassningsperiod kan vara förknippade med olika realekonomiska förlopp.

Reala växelkurser speglar internationell konkurrens- och köpkraft

Reala växelkurser är av intresse därför att de speglar ett lands internationella *konkurrenskraft*. Ju svagare den reala växelkursen är, dvs. ju fler inhemska varor som går åt för att byta till sig en given mängd utländska varor, desto billigare är det för utländska företag och konsumenter att köpa svenska varor; Sveriges internationella konkurrenskraft förstärks alltså. Samtidigt är den reala växelkursen ett mått på *köpkraft*; ju svagare real växelkurs, desto färre antal utländska varor kan svenska företag och konsumenter köpa med en given mängd inhemska varor.

Motsvarande tolkning görs ofta av den nominella växelkursen; dvs. ju svagare kronkurs desto bättre konkurrenskraft och sämre köpkraft. Men detta gäller bara i det kortare perspektivet då priser och löner är trög-rörliga. Om analysen avser utvecklingen på längre sikt kan en fokusering på nominella växelkurser leda till felaktiga slutsatser. Som redan nämnts har kronans värde mot euron sjunkit med ca 45 procent sedan början av 1970-talet. Det står dock klart att den svenska konkurrenskraften på den europeiska marknaden inte har förbättrats i motsvarande grad eller att vår förmåga att köpa europeiska varor försämrats så markant. Det som hänt under dessa decennier är att den årliga inflationstakten i Sverige i genomsnitt varit mer än 1 procentenhet högre än i euroområdet. På så sätt har

En fokusering på nominella växelkurser kan leda till felaktiga slutsatser.

Relativ BNP-utveckling eller relativ produktivitet utveckling anses ofta vara den viktigaste förklaringsvariabeln till långsiktiga växelkursförändringar.

För små, öppna ekonomier tillkommer ytterligare en viktig förklaringsvariabel, nämligen det s.k. bytesförhållandet.

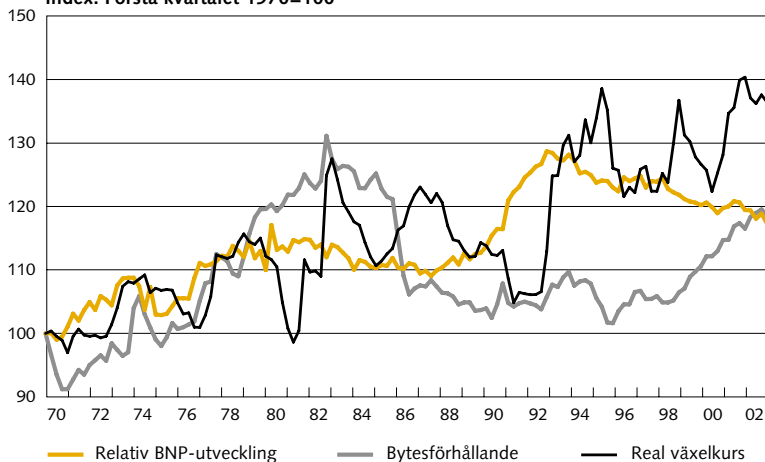
vår konkurrenskraft förvisso förbättrats och vår köpkraft försämrats, men inte i den utsträckning som den nominella växelkursen försvagats.

Vad bestämmer då den reala växelkursens utveckling på sikt? Med hjälp av ekonomisk teori kan man identifiera några fundamentala förklaringsvariabler. Med tanke på att den reala växelkursen i grund och botten är ett relativpris är det inte förvånande att dessa variabler främst utgörs av grundläggande utbuds- och efterfrågeförhållanden i den inhemska ekonomin relativt utlandet. Relativ BNP-utveckling eller relativ produktivitet utveckling anses ofta vara den viktigaste förklaringsvariabeln. Länder med högre tillväxt eller starkare produktivitet utveckling har högre prisnivåer och därmed starkare reala växelkurser. För Sveriges del kan en stor del av den reala växelkursens försvagning under de senaste tre decennierna förklaras av att svensk real BNP vuxit betydligt långsammare än real BNP i euroområdet (se diagram 2).

För små, öppna ekonomier tillkommer ytterligare en viktig förklaringsvariabel, nämligen det s.k. bytesförhållandet (terms of trade). Detta är också ett relativpris mellan grupper av varor, men jämförelsen gäller nu mer begränsade varukategorier – priset på importerade varor i förhållande till priset på exporterade varor. Förändringar i bytesförhållandet slår definitionsmässigt igenom på den reala växelkursen. Ett färskt exempel är den försämring av Sveriges bytesförhållande som uppstod i samband med prisrasen på informations- och kommunikationsteknologiprodukter, IKT-produkter, i slutet av 1990-talet. Det ledde också till en påtaglig försvagning av den reala växelkursen (se diagram 2).

Man kan alltså konstatera att den reala växelkursen varierar i takt

Diagram 2. Relativ BNP-utveckling, bytesförhållande och real växelkurs
Index: Första kvartalet 1970=100



Anm.: Relativ BNP-utveckling är mätt som kvoten mellan real BNP i euroområdet och i Sverige. Bytesförhållandet är här mätt som kvoten mellan importpriser och exportpriser.

med att utbuds- och efterfrågeförhållanden i Sverige och i vår omvärld förändras. Det är viktigt att förstå att detta gäller oavsett om vår nominella växelkurs mot euroområdet är fast eller rörlig. Om växelkursen är rörlig kan en del av den reala växelkursens förändring ske genom att kronans nominella kurs mot euron ändras. Om växelkursen är fast måste all anpassning ske genom att inflationstakten i Sverige avviker från inflationstakten i övriga euroområdet. Därför innebär ett svenskt medlemskap i valutaunionen endast att de nominella växelkursförändringarna upphör, inte de reala. Vår konkurrens- och köpkraft visavi euroområdet kommer att fortsätta att variera och den svenska löne- och prisutvecklingen kommer tidvis att avvika från den i övriga euroområdet.

Ett svenskt medlemskap i valutaunionen innebär att endast de nominella växelkursförändringarna bortfaller, inte de reala.

Konsekvenser av olika anslutningskurser

Den reala växelkursen mot euroområdet kommer alltså att fortsätta att variera oavsett om Sverige går med i valutaunionen eller inte. Riksbankens bedömning är att den reala växelkursen mot euroområdet kommer att stärkas under de kommande åren (se t.ex. fördjupningsruta i inflationsrapporten i december 2002). En real förstärkning kan dock komma till stånd både via en förstärkning av kronans nominella växelkurs och en relativt sett högre inflationstakt. Enligt bedömningar i den senaste inflationsrapporten väntas prisutvecklingen vara ungefär densamma i Sverige och i euroområdet de kommande åren. Detta ligger bakom Riksbankens bedömning att förstärkningen i huvudsak kommer att ske genom en starkare nominell växelkurs mot euron. Om kronan ansluts till ERM2 innebär detta att ju svagare den nominella anslutningskursen är, desto högre relativ inflation krävs i Sverige för att uppnå samma reala appreciering. Omvänt gäller att om anslutningskursen är förhållandevis stark kommer den svenska inflationen förmodligen att bli relativt låg i förhållande till euroområdet.

Dessa principiella resonemang bygger emellertid på att den reala växelkursens utveckling är oberoende av den nominella växelkursens utveckling även på kort sikt. Priser och löner är dock trögrörliga, vilket gör att anslutningskursen kommer att påverka den reala växelkursens utveckling, åtminstone under en övergångsperiod. Detta innebär i sin tur att olika anslutningskurser kommer att vara förknippade med olika förlopp för bl.a. produktionen och sysselsättningen, och därmed också i förlängningen för inflationen. Beräkningar av effekten på svensk ekonomi av olika anslutningskurser är förknippade med stor osäkerhet, men en slutsats är klar: ju svagare anslutningskursen är, desto högre blir den svenska tillväxten och inflationen under en övergångsperiod. Detta är viktigt att beakta vid diskussioner om en lämplig anslutningskurs, eftersom ett

Priser och löner är trögrörliga, vilket gör att anslutningskursen kommer att påverka den reala växelkursens utveckling, åtminstone under en övergångsperiod.

svenskt inträde i valutaunionen förutsätter att Sverige uppfyller samtliga konvergenskrav. Bland dessa finns kravet att den svenska inflationen ska vara i linje med den i euroområdet.

Slutord

Det är den reala växelkursens utveckling som spelar den viktigaste rollen för ekonomiska beslut och för resursfördelningen inom och mellan ekonomier. Därför spelar anslutningskursens nivå roll i den mån som den reala växelkursens utveckling påverkas. På lång sikt är det rimligt att tro att den reala växelkursen bestäms oberoende av den nominella växelkursen, men mycket talar för att olika nominella anslutningskurser kommer att leda till olika förlopp för bl.a. produktion, sysselsättning och inflation i det korta perspektivet. En relativt sett svag anslutningskurs kan därför väntas ge konkurrensfördelar i det korta perspektivet. Samtidigt innebär en svag kurs att inflationstakten sannolikt blir högre, att svensk köpkraft försvagas och att värdet i euro av tillgångar denominerade i svenska kronor sjunker.

Utmaningen för den ekonomiska politiken är att se till att regionala inflationsskillnader speglar nödvändiga förändringar i reala växelkurser och inte omotiverade pris- och löneökningar.

Ett svenskt medlemskap i valutaunionen låser fast endast en av komponenterna i den reala växelkursen. Om den reala växelkursens bestämningsfaktorer varierar kommer den fortsätta att variera och den svenska inflationstakten kommer från tid till annan att avvika från genomsnittet för de övriga euroländerna. Det är inget konstigt med detta. Regionala skillnader i inflationstakt är ett naturligt inslag i en väl fungerande valutaunion. Utmaningen för den ekonomiska politiken i Sverige och i övriga euroområdet är att se till att dessa regionala inflationsskillnader speglar nödvändiga förändringar i reala växelkurser och inte är uttryck för omotiverade pris- och löneökningar.

■ Penningpolitiken före inträde i valutaunionen

HENRIK DEGRÉR, ANDERS EKLÖF OCH ARVID WALLGREN

För närvarande bedrivs penningpolitiken i syfte att upprätthålla prisstabilitet i Sverige. Vid ett ja i folkomröstningen förutsätts Sverige under en period delta i växelkursmekanismen ERM2. Det främsta syftet med penningpolitiken blir då att se till att övergången till euroområdet prisstabilitetsregim blir smidig och att bidra till att Sverige uppfyller de ekonomiska konvergenskriterierna för medlemskap i valutaunionen. Detta avsnitt syftar till att belysa förutsättningarna för penningpolitiken under ERM2-perioden.

Huruvida övergången till valutaunionen blir smidig kommer bl.a. att bero på i vilken utsträckning den svenska konjunkturen och inflationen är i fas med euroområdets konjunktur och inflation. Eftersom både konjunkturläge och inflation påverkas av penningpolitiken är det i sammanhanget av intresse att studera hur den svenska penningpolitiken utformats under senare år relativt den i euroområdet. Det kan också vara av intresse att studera om eventuella långfristiga ränteskillnader avspeglar de relativa tillväxt- och inflationsutsikterna på längre sikt.

Under ERM2-perioden kommer sambanden mellan de svenska marknadsräntorna och kronans växelkurs mot euron att förändras. Detta följer av att ett enkelt samband kan väntas gälla mellan kronans växelkurs mot euron och skillnaden i ränteläget i Sverige jämfört med euroområdet förutsatt att kronans centralkurs också blir omräkningskurs gentemot euron och att tidpunkten för inträdet i valutaunionen är känd (se även diskussionerna i avsnittet sid. 9–15). En annan viktig implikation av ERM2 är att Riksbankens möjligheter att påverka långa räntor kommer att vara starkt begränsade.

Möjliga alternativ för uppläggningsen av penningpolitiken under ERM2-perioden är en penningpolitik baserad på ett inflationsmål, en politik inriktad på ett rent växelkursmål och slutligen en politik syftande till att klara en kombination av inflationsmål och hänsyn till växelkursstabilitet.

Ränteutvecklingen i Sverige och euroområdet

Övergången till valutaunionen underlättas om svensk ekonomi ligger i fas med euroområdet vad avser konjunkturutveckling och inflationsutsikter.

Vid ett ja till valutaunionen förutsätts Sverige under en period delta i växelkursmekanismen ERM2.

Huruvida övergången till valutaunionen blir smidig kommer att bero på i vilken utsträckning den svenska konjunkturen och inflationen är i fas med euroområdet.

Under ERM2-perioden kommer sambanden mellan de svenska marknadsräntorna och kronans växelkurs mot euron att förändras.

En viktig indikation på detta är ränteläget relativt euroområdet. Ju mer likartade de rådande ekonomiska förhållandena och utsikterna i Sverige och euroområdet är, desto mindre torde skillnaderna mellan både de korta och de långa marknadsräntorna vara.

VAD BESTÄMMER RÄNTAN?

Den nominella räntan kan delas upp i en real ränta och förväntad inflation.

Den nominella ränta som hushåll och företag möter kan delas upp i en real ränta och förväntad inflation.

Realräntan speglar grundläggande preferenser hos hushåll och företag samt den tekniska utvecklingsnivån. Ju högre hushållen värderar dagens konsumtion i förhållande till konsumtion i framtiden, desto större kompensation i form av högre ränta kommer de att kräva för att spara och därmed skjuta upp sin konsumtion. Samma sak gäller för investeringar, men i detta fall är det den möjliga avkastningen som bestämmer hur mycket ränta investeringarna är villiga att betala. Ju snabbare den tekniska utvecklingen går, desto högre avkastning kan en investerare få på lånade pengar. I en liten öppen ekonomi bestäms realräntan av sparande och investeringar på världsmarknaden.¹

I en liten öppen ekonomi bestäms realräntan på världsmarknaden.

Den rådande realräntan kommer dock normalt att avvika från den nivå som motiveras av ovan nämnda bestämningsfaktorer. Detta beror på att ränteläget också påverkas av andra kortsiktiga faktorer, t.ex. konjunkturvariationer. I en ekonomi där penningpolitikens uppgift är att uppnå prisstabilitet kommer centralbanken att bedriva en penningpolitik som syftar till att dämpa efterfrågan när efterfrågan är högre än utbudet och resursutnyttjandet över det normala för att på så sätt minska inflationstrycket, och vice versa.

Inflationsförväntningarna beror till stor del på den penningpolitiska regimen.

Inflationsförväntningarna, som är den andra delen av den nominella räntan, beror till stor del på den penningpolitiska regimen, dvs. det angivna målet för penningpolitiken, i vilket tidsperspektiv politiken bedrivs och trovärdigheten för politiken. Det finns dock också andra faktorer som spelar roll för inflationsförväntningarna, t.ex. finanspolitikens utformning.

KONVERGENS OCH FALLANDE TREND I RÄNTORNA PÅ 1990-TALET

Sedan början av 1990-talet har penningpolitiken i EU-länderna inriktats på att uppnå prisstabilitet.

Sedan början av 1990-talet har penningpolitiken i EU-länderna inriktats på att uppnå prisstabilitet. Centralbankerna har också gjorts självständiga i syfte att öka trovärdigheten för politiken och bidra till att stabilisera inflationsförväntningarna. På finanspolitikens område syftade konvergenskri-

¹ En utförligare begreppsdiskussion om den långsiktiga realräntan finns i inflationsrapporten i oktober 2000.

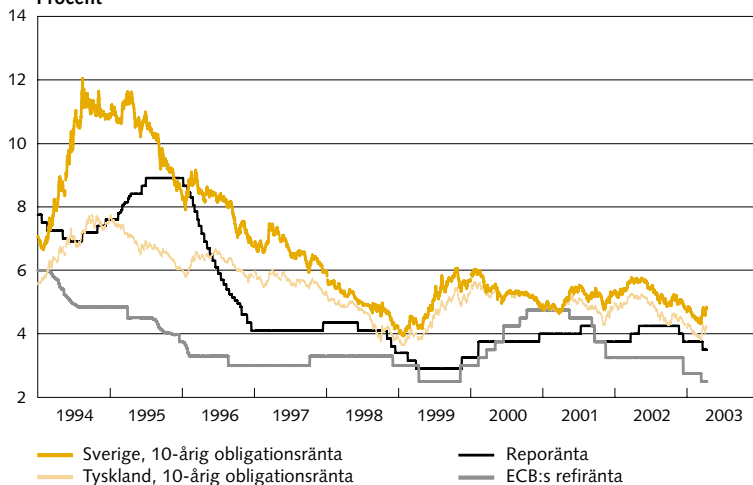
terierna till att skapa bättre förutsättningar för tillväxt och stabilitet genom att förbättra budgetdisciplinen, öka de offentliga budgetsaldona och minska den offentliga skuldkvoten i länder där denna var hög.

Liknande förändringar har genomförts också i Sverige. Ett inflationsmål infördes i början av 1990-talet och Riksbanken har givits en självständig roll att uppfylla detta. En ny budgetlag har införts och finanspolitiken styrs av både utgifts- och sparandemål.

Resultatet av dessa förändringar har varit en fallande trend i nominella räntor och en markant konvergens mellan EU-ländernas nominella räntenivåer. Den viktigaste orsaken till detta är att en bättre ordning i de offentliga finanserna och högre trovärdighet för prisstabilitetsmålet har bidragit till fallande inflationsförväntningar. I Sverige föll de nominella långfristiga obligationsräntorna från 12 procent 1995 till 4 procent i slutet av decenniet. Sedan 1998 har räntedifferensen mellan svenska och tyska statsobligationer varit relativt stabil och uppgått till omkring 0,5 procentenheter. Samtidigt har samvariationen i ränteutvecklingen mellan länderna varit påtaglig (se diagram 1). De långfristiga räntedifferenser som återstår beror sannolikt främst på likviditets- och växelkursrelaterade riskpremier. Periodvis har även variationer i utbudet av statsobligationer (upplåningsbehovet) påverkat utvecklingen.

Resultatet har varit en fallande trend i nominella räntor och en markant konvergens mellan EU-ländernas nominella räntenivåer.

Diagram 1. Svenska och tyska nominella räntor 1994–2003
Procent

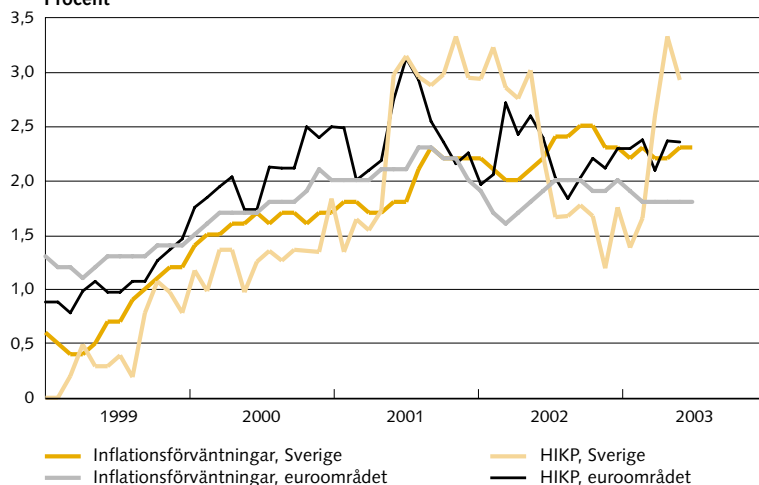


Anm.: Tioåriga statsobligationsräntor och styrräntor (1994–98 Bundesbanks styrränta i Tyskland därefter ECB:s referänta).

Källa: Riksbanken.

Skillnaden mellan Riksbankens och ECB:s styrränta har legat inom ett förhållandevis smalt intervall på drygt ± 1 procentenhet sedan starten av valutaunionen 1999. Detta avspeglar att inflationstrycket och inflations-

Diagram 2. Inflation och inflationsförväntningar på tolv månaders sikt för Sverige och euroområdet
Procent



Källor: Eurostat och Consensus Forecast.

förväntningarna i Sverige och i euroländerna har utvecklats på ett likartat sätt (se diagram 2).

Förutsättningar för penningpolitiken under ERM2

En koppling till ERM2 i syfte att slutligt låsa kronan till euron till en kurs som motsvarar centralkursen, torde leda till att valutakursen stabiliseras kring centralkursen.

En koppling av kronan till ERM2 i syfte att vid ett på förhand känt datum låsa kronan till euron till en kurs som förväntas motsvara centralkursen, bör i sig leda till att valutakursen stabiliseras kring centralkursen. Risken för att obalanser i ekonomin, som skulle kunna hota inträdet i valutaunionen, ska hinna uppstå under ERM2-perioden och skapa växelkursspänningar bör vara begränsad i en situation med goda statsfinanser, givet en rimligt avvägd centralkurs.

Under dessa förutsättningar, dvs. att centralkursen blir omräkningskurs och att tidpunkten för inträdet i valutaunionen är känd, kommer ett nära samband att råda mellan kronans växelkurs mot euron och skillnaden mellan svenska räntor och euroländernas räntor (se även diskussionen i avsnittet sid. 9–15). Mer konkret bör avkastningen på en investering i ett svenskt räntebärande statspapper i svenska kronor med en löptid som sträcker sig längre än tidpunkten för ett medlemskap i valutaunionen vara densamma som avkastningen på en investering i ett tyskt räntebärande statspapper i euro med motsvarande löptid.² Sambandet kallas öppen ränteparitet och innebär att en positiv räntedifferens på en viss löptid mot

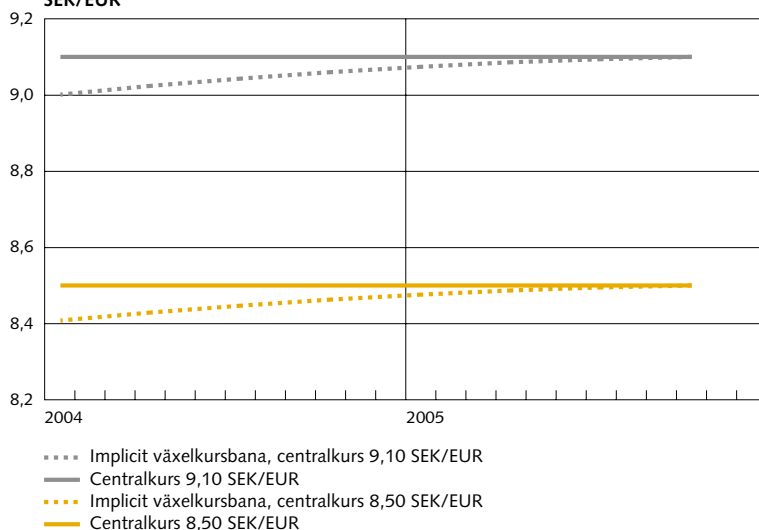
² Små avvikelser till följd av likviditetsskillnader och bristande kapitalrörlighet kan dock tänkas kvarstå.

euroområdet återspeglas i en förväntad depreciering av kronan mot euron under motsvarande period och vice versa.³

Ränteparitetsvillkoret innebär att om den nuvarande räntedifferensen mot ECB upprätthålls vid ERM2-inträdet bör kronan senast vid detta tillfälle appreciera till en nivå som är starkare än centralkursen så att en förväntad depreciering kan komma till stånd. Diagram 3 visar två exempel på förväntad växelkursbana efter en hypotetisk ERM2-koppling i januari 2004 under antagande att rådande styrränteskillnad mellan Sverige och euroområdet gradvis elimineras under ERM2. De två exemplen bygger på två olika antaganden om centralkurs, 9,10 respektive 8,50 SEK/EUR.⁴

Om den nuvarande räntedifferensen mot ECB upprätthålls vid ERM2-inträdet, bör kronan initialt appreciera till en nivå som är starkare än centralkursen så att en förväntad depreciering kan ske.

Diagram 3. Hypotetiska växelkursbanor vid två olika centralkurser och antagande om en gradvis nedjustering av reporäntan till ECB:s styrränta från och med första kvartalet 2004 SEK/EUR



Källa: Riksbanken.

Ytterligare en följd av ränteparitetsvillkoret är att handlingsutrymmet för penningpolitiken begränsas av att Riksbankens möjlighet att påverka räntor på värdepapper med olika löptid minskar ju närmare en anslutning vi kommer. I dagsläget slår Riksbankens reporänteförväntningar igenom på de längre obligationsräntorna via den penningpolitiska förväntningsbildningen. Efter ett ERM2-inträde och i takt med att inträdet i valutaunionen närmar sig kommer dock dessa räntor i allt högre utsträckning att bestämmas av den förväntade ränteutvecklingen i euroområdet.

Handlingsutrymmet för penningpolitiken begränsas av att Riksbankens möjlighet att påverka olika räntor minskar ju närmare ett medlemskap i valutaunionen vi kommer.

³ Genomgången i avsnittet sid. 9–15 visar att principen om s.k. öppen ränteparitet var en god beskrivning av förhållandet mellan räntor och valutakurser i Finland, Italien och Grekland under ERM-perioden. Efter beslutet om anslutning till valutaunionen fattats följde växelkurserna i stort sett de banor som implicerades av de korta räntorna och principen om ränteparitet.

⁴ Uträkningen förutsätter även att den s.k. förväntningshypotesen håller.

Penningpolitik under ERM2

Vid ett ja till euron i folkomröstningen den 14 september 2003 kommer villkoren för penningpolitiken, som framgått av diskussionen, att förändras. Tidigare ERM-länders erfarenheter kan utgöra en startpunkt för att bedöma hur penningpolitiken kan utformas under infasningen till valutaunionen (se avsnittet sid. 9–15). Samtidigt finns det omständigheter som gör att dessa länders erfarenheter inte utan vidare kan tillämpas vid en analys av konsekvenserna vid ett svenskt ERM2-deltagande. Till dessa hör att euron nu är en realitet och att Sverige får anses uppvisa en mer långtgående konvergens inför inträdet i valutaunionen än vad i varje fall Italien och Grekland gjorde.

De överväganden som Riksbanken har att beakta inför ERM2 kan analyseras genom att studera några möjliga penningpolitiska scenarier under ERM2.

De överväganden som Riksbanken har att beakta inför ett ERM2-deltagande kan belysas med utgångspunkt från några möjliga penningpolitiska scenarier under ERM2. Dessa scenarier är principiella till sin karaktär och renodlar endast vissa av de aspekter som måste beaktas när penningpolitiken utformas. Det första scenariet beskriver en situation där de nuvarande principerna för svensk penningpolitik behålls under hela ERM2-perioden (kallat *fortsatt inflationsmål* i beskrivningen nedan). Det andra scenariot innebär tvärtom att Sverige avstår sin penningpolitiska självständighet så fort som möjligt efter ett ja i folkomröstningen (*överordnat växelkursmål*). Det tredje scenariot är en mellanform, med en gradvis övergång från en självständig inflationsmålspolitik till ECB:s penningpolitik (*kombinerat inflationsmål och växelkursmål*).

FORTSATT INFLATIONSMÅL

Ett renodlat inflationsmål skulle kunna vara önskvärt om Sverige har problem med den inhemska prisstabiliteten.

En självständig penningpolitik med ett renodlat inflationsmål, skulle kunna vara önskvärd under ERM2-perioden om Sverige har eller kan förväntas få problem med den inhemska prisstabiliteten. Då relationen mellan räntor och växelkurs kan förväntas påverkas av villkoret om öppen ränteparietet, skulle en mer påtaglig positiv/negativ räntedifferens kunna innebära att växelkursen blir starkare/svagare än centalkursen. Denna strategi skulle, om avvikelserna mellan reporäntan och ECB:s ränta blir påtaglig, kunna leda till så stora effekter på kronan att det får betydelse vid utvärderingen av växelkursen. Exakt hur stora växelkursfluktuationer som skulle uppstå beror på vilka störningar Sveriges och euroländernas ekonomier utsätts för.

ÖVERORDNAT VÄXELKURSMÅL

Ett andra alternativ är övergång till ett renodlat växelkursmål med ett smalt officiellt band. Kombinerat med interventioner på valutamarknaden kan det innebära en mycket stark signal att centralkursen kommer att bli omräkningskurs och alla avvikelser från den valda centralkursen skulle då i princip kunna elimineras. Ett argument mot denna strategi är att ett officiellt och precist växelkursmål innebär att Riksbanken i stort sett avsäger sig möjligheten att påverka prisutvecklingen i Sverige. Med nuvarande ränteskillnader skulle detta innebära en penningpolitisk stimulans, eftersom styrräntan omedelbart skulle sänkas till den nivå som råder inom euroområdet. I förlängningen kan detta leda till en något högre inflation. Samtidigt bidrar denna strategi till att göra rollfördelningen mellan penningpolitik och finanspolitik vid inträdet i valutaunionen tydligare på ett tidigare stadium. Detta skulle i så fall kunna bidra till både ökad trovärdighet för centralkursen och, vid en väl avvägd finanspolitik, bibehållen prisstabilitet.

Med ett överordnat växelkursmål och interventioner på valutamarknaden skulle i princip alla avvikelser från centralkursen kunna elimineras.

KOMBINERAT INFLATIONSMÅL OCH VÄXELKURSMÅL

En tredje tänkbar strategi är att kombinera ett inflationsmål med en strävan efter att hålla växelkursen stabil nära centralkursen. Mer specifikt kan detta handla om att i huvudsak behålla den nuvarande uppläggningsen av penningpolitiken samtidigt som Riksbanken är beredd att sätta räntan med ambitionen att stabilisera växelkursen kring centralkursen och att intervensera på valutamarknaden om så skulle behövas. En sådan strategi skulle kunna leda till bibehållen prisstabilitet och tillräcklig växelkursstabilitet för att uppfylla konvergenskriteriet, samtidigt som trovärdigheten för att centralkursen också ska utgöra omräkningskurs kan bevaras.

En tredje strategi är att kombinera ett inflationsmål med ett mål för växelkursen.

■ Stiger priserna automatiskt om vi går med i valutaunionen?

STEFAN LASÉEN OCH ANNIKA SVENSSON

En fråga som tidvis fått stor uppmärksamhet i den allmänna debatten är om övergången till euron i sig lett till en höjning av konsumentpriserna i länderna i valutaunionen. Tog företagen tillfället i akt att höja sina priser när de nationella sedlarna och mynten byttes ut till euro? Det finns en utbredd uppfattning hos konsumenter och konsumentorganisationer att så skulle ha skett. Undersökningar och enkäter visar att hushållen har upplevt att inflationen stigit kraftigt (se diagram 1 och 2).

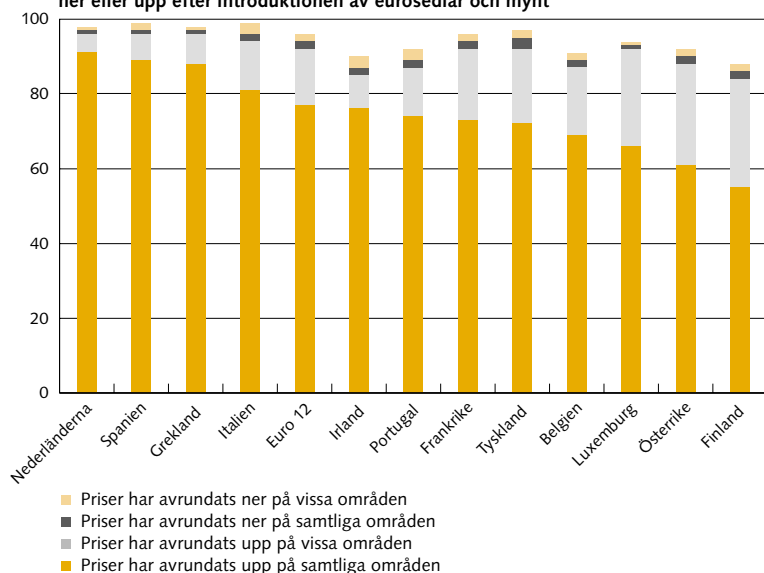
Redan innan introduktionen av sedlar och mynt fanns farhågor för att eurointroduktionen skulle kunna leda till högre priser. Det är dock inte lätt att urskilja sådana prishöjningar i aggregerade prisindex. Den årliga ökningstakten i det harmoniserade konsumentprisindex HIKP uppmättes till 2,4 procent 2001 och till 2,2 procent 2002. Att prisökningarna på aggregerad nivå varit relativt små stöds också av den Europeiska kommissionens Eurobarometer (se diagram 3) samt studier gjorda av Eurostat, den nederländska och den belgiska centralbanken.

Att urskilja de priseffekter som kan hänföras till en särskild händelse – i detta fall eurointroduktionen – är komplicerat. Priser påverkas av ett stort antal faktorer som t.ex. konkurrensförhållanden, kostnadsstruktur, tillgänglig teknologi, varutyp, marknadsform och säsongvariationer. Om Sverige går med i valutaunionen blir det därför viktigt att följa och analysera faktisk, förväntad och upplevd prisutveckling både före och efter en övergång till euron.

Vad säger teorin?

En svårighet med att försöka utröna om ett byte av betalningsmedel påverkar priserna är att det inte existerar en enda allmänt accepterad teori för företagets prissättningsbeteende. Diskussionen här gäller två vanligt förekommande teorier kring möjliga priseffekter av eurointroduktionen. Den första teorin bygger på att prissättningsbeteende är förknippat med s.k. menykostnader. Den andra tar fasta på den psykologiska forskningen och fokuserar på s.k. psykologiska prisnivåer och avrundningseffekter.

Diagram 1. Allmänhetens uppfattning om priserna har avrundats ner eller upp efter introduktionen av eurosedlar och mynt

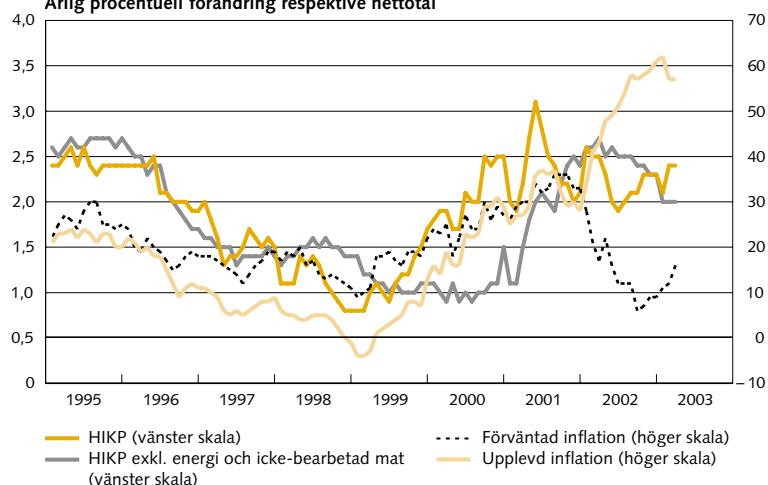


Anm.: Andelen svar "Priser har generellt sett inte avrundats" och "vet ej" visas inte i diagrammet. Frågorna är ställda under oktober och november 2002.

Källa: Standard Eurobarometer 58 – Figur 4.4, sid. 68. Enkät nr 58.1.*

* Enkäten finns på http://europa.eu.int/comm/public_opinion/

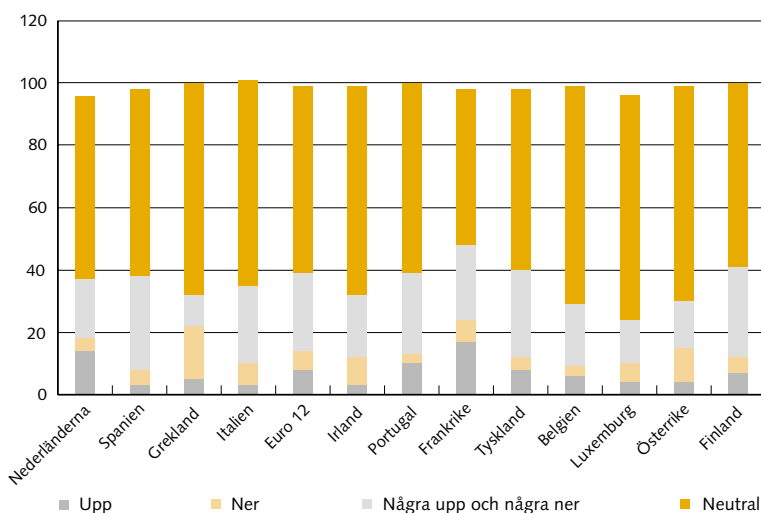
Diagram 2. Faktisk, förväntad och upplevd inflation i euroområdet
Årlig procentuell förändring respektive netttotal



Anm.: Förväntad och upplevd inflation baseras på EU-kommissionens konsumentundersökningar där följande frågor ställs: "By comparison with what is happening now, do you think that in the next 12 months: there will be a more rapid increase in prices, prices will increase at the same rate, prices will increase at a slower rate, prices will stay about the same, prices will fall slightly, don't know?"; "Compared with what it was 12 months ago, do you think the prices: have risen a lot, have risen moderately, have risen slightly, have hardly changed, fallen slightly, don't know?"

Källor: Eurostat och EU-kommissionen.

Diagram 3. Företagens priskonvertering till euro, februari 2002



Anm.: Uppgifterna är baserad på en enkät till 4 406 företagsledare. Frågan som besvarats är: "How did you proceed for the conversion of your prices?"

Källa: Europeiska kommissionen, Flash Eurobarometer reports – SMEs and the euro.

Stora kostnader för att justera priser leder till att priser är oförändrade under ganska långa perioder.

Eftersom kostnader relaterade till förberedelser och genomförande av prisförändringar, menykostnader, kan vara stora, justeras priserna sällan. Stora menykostnader skulle kunna motivera att företagen justerar sina priser i samband med införandet av de nya sedlarna och mynten eftersom kostnaderna för ommärkning av priserna – att skriva nya menyer – i detta läge är oundvikliga.

Konsumenter vet oftast vad en vara bör kosta och baserar sitt inköpsbeslut på hur det faktiska priset är i relation till denna kostnad.

De senaste årens experimentella och psykologiska forskning har fört fram en rad argument som skulle kunna förklara varför ett byte av betalningsmedel kan få effekter på inflationen. Ett argument går ut på att konsumenter oftast vet vad en vara bör kosta och baserar sitt inköpsbeslut på hur det faktiska priset är i relation till denna kostnad (referenspris). Priser satta i euro kommer då att försvåra sådana jämförelser, åtminstone till en början. Under tiden skulle en inflationsimpuls kunna uppstå, till följd av att konsumenterna gör felaktiga bedömningar och uppfattar europriserna som mer attraktiva. Det är dessutom vanligt att prissätta varor efter s.k. psykologiska nivåer; 9,99 istället för 10,00 kronor då det bedöms få en mer stimulerande effekt på efterfrågan. En övergång till euro som fysiskt betalningsmedel innebär att en anpassning av priserna till nya psykologiska nivåer måste ske.

Det är viktigt att notera att ett engångsskift i prisnivå till följd av ett byte av betalningsmedel enbart ger tillfälligt högre inflation.

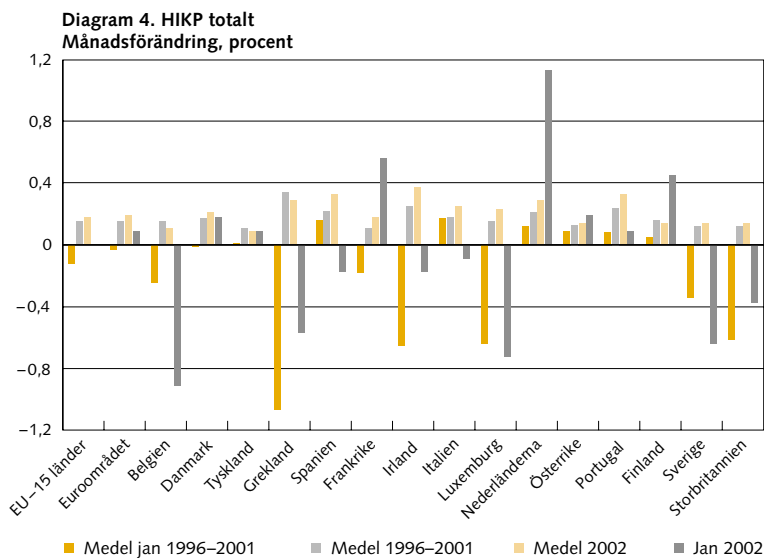
Det finns således teoretiska argument som talar för att företagen kan ta tillfället i akt och höja priserna vid ett utbyte av sedlar och mynt. I samband med detta är det viktigt att notera att ett engångsskift i prisnivå till följd av ett byte av betalningsmedel enbart ger högre inflation under en begränsad period. Mer varaktiga effekter skulle kunna uppkomma om

inflationförväntningarna påverkas eller om individers och företags grundläggande pris- och lönesättningsbeteende ändras. Det finns dock ingenting som tyder på att så skulle ha skett vid införandet av euron.

Prisutvecklingen i euroområdet

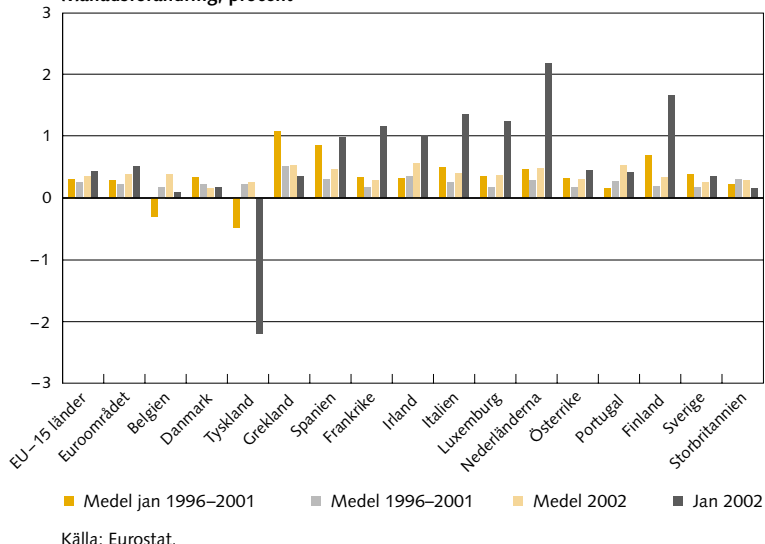
Den allmänna uppfattningen att priserna generellt stigit sedan euron introducerats som betalningsmedel är svårt att spåra i det aggregerade konsumentprisindexet. Diagram 2 visar tolv månadersförändringen i HIKP för euroområdet. Förändringen från månad till månad återfinns i diagram 4. Inflationen steg måttligt de tre första månaderna 2002 men inte alls i den utsträckning som allmänheten upplevde. Kraftiga prisökningar skedde dock för vissa HIKP-komponenter som hotell, restauranger och kaféer samt för mat och icke-alkoholhaltiga drycker, dvs. varor och tjänster som köps förhållandevis ofta (se diagram 5). Vilka slutsatser som kan dras av detta är dock inte självklart. Mat och icke-alkoholhaltiga drycker visar visserligen större prisökningar än normalt i samtliga euroländer. Men detta gäller även länder som inte är medlemmar i valutaunionen, vilket skulle kunna tyda på att introduktionen av sedlar och mynt i euro inte är den främsta orsaken till prisökningarna. Denna slutsats stöds av att vi vet att vädret sänkte skörden av vissa matprodukter. Noteras kan också att hotell-, restaurang- och kafépriser visar större ökningarna än normalt i Nederländerna och Finland samt i viss mån i Italien och Frankrike, men lägre än normalt i Tyskland.

Allmänhetens uppfattning att inflationen generellt stigit sedan euron introducerats som betalningsmedel är svårt att spåra i det aggregerade konsumentprisindexet.



Källa: Eurostat.

Diagram 5. HIKP-komponenter; hotell, restauranger och kaféer
Månadsförändring, procent



Undersökningar gjorda efter introduktionen av sedlar och mynt

De studier som gjorts kan delas in i två kategorier: analys av befintliga data och speciella enkäter.

De studier som gjorts efter den 1 januari 2002 kan delas in i två kategorier. Den första kategorin har analyserat redan befintliga data som HIKP och dess komponenter, medan den andra utgått från enkäter som samlats in explicit för ändamålet att analysera priseffekter av de nya sedlarna och mynten. Eurostat har genomfört analyser av den första kategorin för att försöka urskilja de effekter som har att göra med eurointroduktionen. Tre angreppssätt har använts:

- Statistisk undersökning av HIKP-komponenter vars utveckling inte kan förklaras av tidigare mönster.
- Jämförelse av prisutvecklingen i euroområdet med prisutvecklingen i övriga europeiska länder.
- Identifiering av HIKP-komponenter som uppvisar de största förändringarna sedan 1995.

Första halvåret 2002 steg priserna i euroområdet med 1,4 procent jämfört med samma period 2001. Tabell 1 visar hur mycket av denna ökning som beror på "ovanliga" prisförändringar i olika produktgrupper, dvs. prisökningar som inte kan förklaras av prisförändringar tidigare år. Slutsatsen som kan dras är att priserna ökat med 0–0,2 procentenheter på grund av övergången till den nya valutan. Beaktas prisförändringarna i Sverige, Danmark och Storbritannien, reduceras bidraget till 0–0,14 procentenhe-

TABELL 1. UPPDELNING AV INFLATIONEN I EUROOMRÅDET; BIDRAG TILL OVÄNTADE PRISFÖRÄNDRINGAR PER PRODUKTGRUPP

Procentenheter			
Produktgrupp	Från december 2001 till januari 2002	Från 4:e kvartalet 2001 till 1:a kvartalet 2002	Från 1:a halvåret 2001 till 1:a halvåret 2002
Restauranger, kafeér etc.	0,07	0,05	0,10
Hälsovård		0,03	0,04
Hyror	0,02	0,02	0,03
Trädgård, växter etc.	0,01	0,01	0,01
Kött	-0,01		
Frisörer	0,00	0,01	0,01
Bröd och flingor	0,00	0,01	
Elektriska artiklar etc.			-0,02
Övriga	0,07	0,03	0,03
Summa	0,16	0,16	0,20

Källa: Eurostat.

ter. Eurostats tredje angreppssätt, där HIKP-komponenter som visat de största förändringarna sedan 1995 urskiljs, bekräftar allmänhetens bild att prisökningar för vissa varugrupper varit större än normalt. Dessa varugrupper är främst restauranger och kafeér samt grönsaker och tobak. Undersökningen bör dock tolkas med försiktighet eftersom det enda som urskiljs är en "oväntad" effekt, vilket inte bara behöver ha med introduktionen av sedlar och mynt i euro att göra. För att komma vidare behövs således ett annat angreppssätt.

Den nederländska centralbanken har i en rad studier gjort analyser av eurons priseffekter. Metoden som använts är analys av data från enkätundersökningar där företagen själva fått svara på frågor om prissättning i samband med utbytet av sedlar och mynt. I studierna delas prisökningen upp i två delar. Den första hänför prisökningen till motiverade prisökningar till följd av ökade kostnader som uppstått i samband med införandet av de nya sedlarna och mynten. Den andra hänför ökningen till omotiverade avrundningseffekter. Två enkätundersökningar har genomförts, en i januari och en i juni 2002. Resultaten visar att priserna i Nederländerna ökat med 0,2–0,4 procentenheter i januari och med omkring 0,6 procentenheter i juni på grund av övergången till de nya sedlarna och mynten. Två tredjedelar av ökningen hänförs till avrundningseffekter medan en tredjedel beror på ökade kostnader. Några tänkbara förklaringar till att priserna steg något mer i juni är att den parallella prismärkningen i nationell valuta och i euro avslutades i februari, att införandet av psykologiska priser drog ut på tiden och att vissa förändringar gjordes i enkäturvalet.

Även Belgiens centralbank har studerat om introduktionen av sedlar och mynt i euro påverkat priserna. Banken har analyserat hur decimaler använts i prissättningen före och efter introduktionen. Innan introduktionen var priserna i Belgien till cirka 70 procent uttryckta i jämna franc med användandet av en eller två decimaler nu helt dominerar prispildern.

Den nederländska centralbanken har analyserat företagens prissättningsbeteende med enkätdata.

Belgiens centralbank har analyserat hur decimaler använts i prissättningen före och efter introduktionen av sedlar och mynt i euro.

Dessutom presenteras en fördjupad analys av fördelningen av decimaldelen för belgiska priser. Studien visar att priser som slutar med 00, 50, 95 och 99 är de vanligaste och att de ökat i antal under 2002. Tre slutsatser kan dras från studien. För det första påbörjades prisanpassningen redan under 2001. För det andra hade företagen som mål att uppnå en neutral prisomvandling vilket också lyckades för majoriteten av varor och tjänster. För det tredje resulterade övergången i relativt stora prisökningar för vissa produktkategorier. Den totala effekten uppskattas emellertid vara lägre än 0,2 procentenheter.

Slutsatser

Både studier från centralbanker och prisstatistik tyder på relativt små prisökningar på makronivå till följd av införandet av sedlar och mynt i euro.

Det är tänkbart att det uppstår vissa prishöjningar i samband med en övergång från svenska kronor till euro. Det beror dels på ökade kostnader för förberedelser och genomförande av prisförändringar som utbytet till euro kommer att medföra, dels på att företag kan komma att avrunda europiserna till nya psykologiska nivåer. Både studier från ett antal centralbanker och prisstatistik tyder dock på relativt små prisökningar på aggregerad nivå till följd av införandet av nya sedlar och mynt 2002 i medlemsländerna.

Allmänheten tycks dock ha upplevt att prisökningarna i euroområdet blev större än vad statistiken visar. En förklaring skulle kunna vara att priserna har höjts på just sådana varor som man köper dagligen.

Det finns flera skäl till varför de prisseffekter som ett nytt betalningsmedel kan tänkas orsaka inte behöver utgöra ett särskilt stort problem. Det viktigaste är att de, om de inträffar, enbart ger upphov till engångseffekter på prisnivåer inom vissa sektorer. Inflationstakten blir därför högre, men bara under en begränsad period. Så länge effekterna inte sprider sig till andra sektorer eller påverkar inflationsförväntningarna är detta övergående problem. När det gäller en eventuell introduktion av euron i Sverige har diskussionerna i de andra länderna gjort att medvetenheten bland konsumenterna och företagen är hög. Det har i sin tur lett till att den svenska handeln och restaurangnäringen lovat att avstå från att genomföra omotiverade prishöjningar vid en eventuell introduktion av sedlar och mynt i euro.

■ Penningpolitiken i valutaunionen

CLAES BERG

Om Sverige väljer att införa euron ersätts Riksbankens penningpolitik för Sverige med Europeiska centralbankens penningpolitiska strategi för euroområdet. Här jämförs Riksbankens inflationsmålsstrategi under de senaste tio åren med ECB:s penningpolitik. Prisstabilitet är det övergripande penningpolitiska målet för båda centralbankerna. Likheterna är därför stora även om det finns skillnader i målformulering, prognosarbete, beslutsfattande, kommunikation och ansvarsutkrävande.

Mål

Både Riksbanken och ECB har ålagt att upprätthålla ett fast penningvärde och att, i den mån det inte kommer i konflikt med prisstabilitetsmålet, stödja den allmänna ekonomiska utvecklingen. Dessutom har uppgiften att operationalisera sina respektive prisstabilitetsmål delegerats till respektive bank. Riksbankens inflationsmål innebär att den årliga inflationen mätt med konsumentprisindex, KPI, ska begränsas till 2 procent med ett toleransintervall på ± 1 procentenhet. Eftersom penningpolitiken påverkar ekonomin med en tidsfördröjning går Riksbankens arbete i praktiken ut på att se till att den framtida förväntade inflationen är i linje med 2 procent. Antagandet som görs är att politiken påverkar inflationen med en fördröjning på ett till två års sikt. Det finns dock skäl att ibland avstå ifrån att uppnå målet definierat på detta sätt eftersom inflationen kan påverkas av tillfälliga faktorer, exempelvis snabbt stigande och fallande energipriser eller förändringar i indirekta skatter och räntekostnader. Riksbanken använder sig därför också av inflationsmått som bortser från denna typ av tillfälliga effekter. Inflationen mätt med prisindexet UND1X utgör ett exempel på ett sådant mått. Dessutom kan det finnas skäl att efter en kraftig störning återföra inflationen till målet på något längre sikt för att undvika alltför stora negativa konsekvenser för produktion och sysselsättning.

ECB definierar prisstabilitet som en årlig ökning av konsumentpriserna under 2 procent. Målet avser inflationen mätt med det harmoniserade konsumentprisindexet, HIKP. Målet ska uppnås på medelfristig sikt, vilket innebär att även ECB bortser från tillfälliga effekter på inflationen. ECB:s målformulering har således likheter med Riksbankens. Det finns dock skill-

Riksbankens inflationsmål innebär att den årliga inflationen mätt med KPI ska begränsas till 2 procent med ett toleransintervall på ± 1 procentenhet.

ECB definierar prisstabilitet som en årlig ökning av konsumentpriserna under 2 procent.

nader. En skillnad är att ECB:s mål är formulerat i termer av HIKP.¹ Konsumtionskorgen i HIKP utelämnar framförallt räntekostnader för egna hem, men också det mesta av övriga egnahemskostnader. Skillnaderna mellan de mått på inflationen som Riksbanken använder och HIKP är dock som regel inte särskilt stora (se tabell 1).

TABELL 1. INFLATIONSMÅTT FÖR SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	KPI	UND1X	HIKP
Utfall			
1993–2001	1,8	2,1	2,1
1995–2001	1,3	1,8	1,6
2000	1,3	1,4	1,3
2001	2,6	2,8	2,7
2002	2,4	2,5	2,0
Prognos			
2003	2,5	2,4	2,6
2004	1,5	1,2	1,4
Mars 2005 (12-månaderstal)	2,0	1,8	1,9

Anm.: Prognoserna är från inflationsrapporten i mars 2003.

Källor: SCB och Riksbanken.

En annan skillnad gäller målnivån. Riksbanken har ett symmetriskt inflationsmål med en mittpunkt på 2 procent. ECB:s mål är att inflationen ska vara lägre än 2 procent och den undre gränsen var tidigare inte klart specificerad. Men vid ECB-rådets översyn av strategin i maj 2003 angavs att målet är att hålla inflationen nära 2 procent på medelfristig sikt. Skillnaden i målnivå är således marginell och bedöms inte få någon egentlig betydelse.

Den viktigaste skillnaden i målformulering mellan Riksbanken och ECB är att ECB:s mål avser euroområdet som helhet. Det innebär att inflationen i enskilda länder kan avvika från genomsnittet i euroområdet och kan vara både högre och lägre än 2 procent utan att målet för valutaunionen har åsidosatts (se tabell 2).

Den viktigaste skillnaden i målformulering mellan Riksbanken och ECB är att ECB:s mål avser euroområdet som helhet.

Genomförande av penningpolitiken

STRATEGI

När ECB genomför sin penningpolitik är det inflationsutsikterna i euroområdet som helhet som är det centrala.

När ECB genomför sin penningpolitik är det alltså inflationsutsikterna i euroområdet som helhet som är det centrala. Konjunktur- och inflationsutvecklingen i ett enskilt land är av betydelse främst genom dess påverkan på den samlade inflationen i området. Det innebär att utvecklingen i stora länder spelar större roll än utvecklingen i små länder.

ECB tillmäter penningmängds- och kreditvariabler en särskild betydelse.

¹ HIKP är snävare än KPI till följd av att områden som inte är harmoniserade tills vidare utelämnas.

TABELL 2. HIKP I EUROOMRÅDET OCH SVERIGE

Årlig procentuell förändring

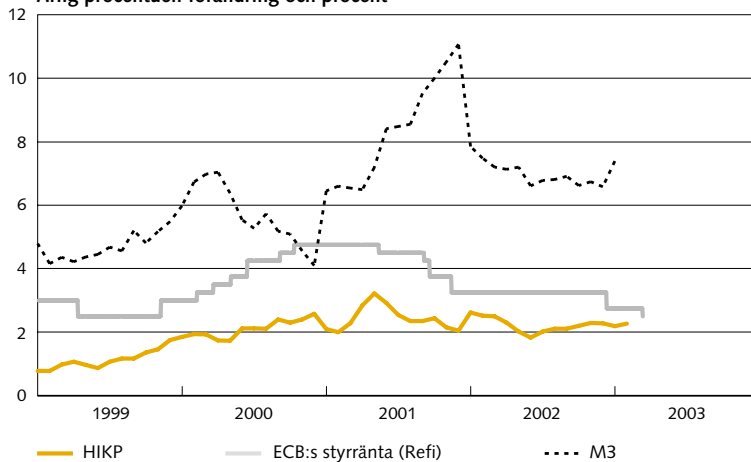
	1999	2000	2001	2002
Österrike	0,5	2,0	2,3	1,7
Belgien	1,1	2,7	2,4	1,6
Tyskland	0,6	1,5	2,1	1,3
Portugal	2,2	2,8	4,4	3,7
Spanien	2,2	3,5	3,7	2,7
Finland	1,3	2,9	2,7	2,0
Frankrike	0,6	1,8	1,8	1,9
Grekland	2,1	2,9	3,7	3,9
Irland	2,5	5,3	4,0	4,7
Italien	1,7	2,6	2,3	2,6
Luxemburg	1,0	3,7	2,4	1,8
Nederländerna	2,0	2,3	5,1	3,9
Euroområdet	1,1	2,1	2,4	2,2
Sverige	0,6	1,3	2,7	2,0

Källor: Eurostat och SCB.

delse vid utformningen av penningpolitiken. Ett referensvärde för den årliga ökningen av penningmängden mätt med M3 har angivits. Det uppgår för närvarande till 4,5 procent. Referensvärdet innebär dock inte att penningpolitiken mekaniskt anpassas efter hur penningmängden utvecklas. De ränteändringar som ECB genomfört har som regel inte motiverats på basis av penningmängdsutvecklingen. Detta har varit tydligt vid flera tillfällen de senaste åren, då styrräntan sänktes trots att ökningstakten för penningmängden klart översteg referensvärdet (se diagram 1). Översynen av ECB:s strategi i maj innebar också att penningmängdsmåtten gavs en roll främst som indikatorer för inflationsutvecklingen på medelfristig och lång sikt. ECB:s uppläggning av penningpolitiken har därmed i detta avseende närmat sig den i Sverige rådande.

ECB tillmäter penningmängds- och kreditvariabler en särskild betydelse vid utformningen av penningpolitiken.

Diagram 1. Inflation, styrränta och penningmängdsutveckling i euroområdet
Årlig procentuell förändring och procent



Källor: ECB och Eurostat.

När det gäller effekterna på svensk ekonomi vid ett deltagande i euroområdet är det rimligt att tro att ECB:s prisstabilitetsmål kommer att utgöra ett trovärdigt långsiktigt riktmärke för inflationsförväntningarna. Men på kortare sikt finns det risk för att pris- och löneutvecklingen i olika länder kan komma att avvika från den genomsnittliga nivån i valutaunionen. Av detta skäl finns det anledning att diskutera den inhemska stabiliseringspolitikens roll vid ett införande av euron i Sverige (detta görs i avsnittet sid. 46–53).

BESLUTSFATTANDE

Både i Riksbanken och i ECB fattas de penningpolitiska besluten av en kommitté. Riksbankens direktion består av sex personer, en riksbankschef och fem vice riksbankschefer. ECB-rådet består av de nationella centralbankscheferna, för närvarande tolv personer, och ECB:s direktion, sex personer, sammantaget arton personer.

I Sverige fattar Riksbankens direktion räntebeslut som regel åtta gånger per år på basis av hur den bedömer att inflationen kommer att utvecklas. Direktionen fastställer den inflationsprognos som ligger till grund för räntebesluten. Om direktionsmedlemmarna är oeniga fattas beslut på grundval av majoritetsprincip. Vid lika röstetal har direktionens ordförande, riksbankschefen, utslagsröst. Ledamöter som inte stödjer majoritetens bedömning kan reservera sig både vad gäller räntebeslutet och inflationsprognosen.

I euroområdet fattar ECB-rådet penningpolitiska beslut tolv gånger per år på basis av en bred bedömning av inflationsutsikterna och utvecklingen av olika penningmängds- och kreditaggregat. ECB:s direktion genomför de beslut som ECB-rådet fattar. Vad gäller det praktiska genomförandet av penningpolitiska transaktioner utförs de av den nationella centralbanken i respektive land.

Beslutsfattandet i ECB-rådet skiljer sig på ett antal punkter från Riksbankens nuvarande arbetssätt.

Beslutsfattandet i ECB-rådet skiljer sig på ett antal punkter från Riksbankens arbetssätt. För det första fastställer inte ECB-rådet en inflationsprognos på samma sätt som Riksbankens direktion. Ekonomiska bedömningar och s.k. projektioner (ett slags prognoser) används som underlag för besluten, men ECB-rådet redovisar inte en egen prognos eller projektion som grund för besluten. Däremot kan naturligtvis ECB-rådet ta ställning till prognoser och enskilda ECB-rådsmedlemmar kan ha egna bedömningar som underlag för diskussionen. ECB-rådet röstar som regel inte om penningpolitiken och enskilda ledamöter kan inte offentligt reservera sig mot de beslut som fattas.

För det första fastställer inte ECB-rådet en inflationsprognos av samma karaktär som Riksbankens direktion.

För det andra tas underlag fram av tjänstemän både vid ECB och vid de nationella centralbankerna. Tjänstemännen vid de nationella central-

bankerna deltar i två gemensamma prognosomgångar per år (Broad Macro Projection Exercise, BMPE). Deras roll är då att tillsammans med ECB-staben ta fram prognoser för inflation, tillväxt och andra viktiga makrovariabler. Även om de nationella centralbankernas tjänstemän har särskild kompetens när det gäller bedömningar av det egna landets utveckling ligger tonvikten vid en analys av hela euroområdet.²

För det andra tas underlag fram av tjänstemän både vid ECB och vid de nationella centralbankerna.

STYRSYSTEM

Det viktigaste styrmedlet för både Riksbanken och ECB är reporäntan, som påverkar dagslåneräntan (den allra kortaste marknadsräntan). Dagslåneräntan är den alternativa kostnaden för bankernas finansiering och påverkar därför räntebildningen även för hushåll och företag. En skillnad mellan Riksbankens nuvarande styrsystem och ECB:s är att ECB kräver att kreditinstitut ska hålla medel på konton hos de nationella centralbankerna, s.k. kassakrav. Storleken på dessa kassakrav påverkas av kreditinstitutens balansräkning och ränteersättning utgår. Kassakravssystemet främsta funktion är att stabilisera de korta räntorna eftersom kreditinstituten bara behöver uppfylla kravet i genomsnitt varje månad. Därmed kan tillfälliga kassaunderskott under månaden uppvägas av kassaöverskott vid andra tillfällen och de dagliga likviditetsfluktuationerna begränsas. Riksbanken har istället valt att stabilisera de korta räntorna genom att via marknadsoperationer se till att banksystemet får den likviditet som efterfrågas varje dag till reporäntan ± 10 räntepunkter. Den svenska dagslåneräntan har därför under de senaste åren varit mycket stabil, medan den kortaste euroräntan uppvisat större fluktuationer. Till en del kan detta tillskrivas skillnaderna i styrsystemen. Samtidigt torde det vara lättare att stabilisera dagslåneräntan på en marknad med få deltagare i ett enda land än på en marknad med ett stort antal deltagare i många olika länder.

Det viktigaste styrmedlet för både Riksbanken och ECB är reporäntan.

KOMMUNIKATION OCH ANSVARSUTKRÄVANDE

Det finns goda skäl till varför penningpolitikens primära mål bör vara prisstabilitet och att ansvaret för detta mål delegeras till en självständig centralbank som regelbundet utvärderas och avkrävs ansvar i en öppen och tydlig process. Om centralbanken på ett öppet och tydligt sätt motiverar sina räntebeslut bidrar det till att stabilisera inflationsförväntningarna och den ekonomiska utvecklingen. Därigenom blir det också lättare för hushåll och företag att fatta ekonomiska beslut.

² Utöver BMPE görs varje år ett antal mer kortsiktiga inflationsprognoser (Narrow Inflation Projection Exercise, NIFE). Detta arbete bedrivs i hög grad av tjänstemännen vid de nationella centralbankerna. Dessutom tar ECB-staben egenhändigt fram prognoser två gånger per år.

Genom att offentliggöra prognoser för inflation och tillväxt i inflationsrapporter motiverar Riksbanken sin penningpolitik i ett framåtblickande perspektiv.

Genom att offentliggöra prognoser för inflation och tillväxt i inflationsrapporter motiverar Riksbanken sin penningpolitik i ett framåtblickande perspektiv. Dessutom diskuteras alternativa utvecklingsvägar. Detta underlättar för allmänheten att skapa sig en bild av vilken penningpolitik som kan komma att föras framöver och hur stor osäkerheten är kring den framtida politiken. De inflationsprognoser som presenteras i inflationsrapporterna representerar majoritetsuppfattningen i direktionen. Bedömningarna förklaras på en presskonferens där Riksbanken också svarar på frågor. Vid räntebesluten publiceras dessutom ett pressmeddelande, som motiverar penningpolitiken utifrån inflationsutsikterna (majoritetsuppfattningen) och beskriver vissa taktiska överväganden. Protokollen från beslutsmötena offentliggörs med ca två veckors fördröjning och redovisar enskilda ledamöters överväganden och eventuella reservationer gentemot majoritetsuppfattningen. Därutöver redogör riksbankschefen för penningpolitiken i riksdagens finansutskott två gånger per år.

ECB offentliggör en penningpolitisk rapport varje månad som motiverar de penningpolitiska beslut som fattats och ger en översikt av inflationsutsikter och penningmängdsutveckling.

ECB offentliggör en penningpolitisk rapport varje månad. ECB kritiserades i början för att inte offentliggöra inflationsprognoser. Månadsrapporten har dock utvecklats sedan 1999. Rapporten inleds med en ledare som motiverar de penningpolitiska beslut som fattats sedan föregående rapport och ger en översikt av inflationsutsikter och penningmängdsutveckling. I rapporten i december 2002 framgick det exempelvis tydligt att inflationsutsikterna för 2003 och 2004 spelade en avgörande roll för den räntesänkning som då genomfördes. Dessutom innehåller rapporten numera två gånger per år prognosintervall för både BNP-tillväxten och inflationen.³ Stor betydelse för kommunikationen av de penningpolitiska besluten har också det pressmeddelande som ECB-rådet offentliggör efter det första mötet varje månad. Vid detta tillfälle anordnas en presskonferens där rådets ordförande presenterar de överväganden som gjorts och tillsammans med vice ordförande svarar på frågor. Utskrifter från presskonferenserna redovisas på ECB:s webbplats samma dag. En gång per kvartal framträder också ECB:s ordförande inför Europaparlamentets utskott för ekonomi och valutafrågor. Utskrifter från dessa utfrågningar läggs ut på webbplatsen. ECB lägger dessutom fram sin årsrapport för Europaparlamentet.

Protokoll från penningpolitiska möten offentliggörs inte.

Protokoll från de penningpolitiska mötena offentliggörs dock inte. Skälet till detta uppges vara risken för att medlemmarna av ECB-rådet skulle kunna utsättas för nationella påtryckningar om deras ställningstagande offentliggjordes. Enskilda ledamöters överväganden eller eventuella reservationer blir därmed inte kända.

³ Dessa prognoser utgörs dock av framtidsbedömningar av eurosystemetts experter, dvs. ett samarbete mellan experter från ECB och de nationella centralbankerna, och är inte ECB-rådets egen bedömning. Kring de gemensamma prognosomgångarna råder ett moratorium om en månad före och efter, för all prognospublicering för nationella centralbanker.

Slutord

Den viktigaste förändringen för svensk del när det gäller penningpolitikens genomförande vid ett deltagande i valutaunionen är att ECB:s räntepolitik beaktar inflationsutsikterna i hela valutaunionen. Även om detta innebär att inflationen i ett litet land periodvis kan komma att avvika från genomsnittet i euroområdet kan man på goda grunder anta att ECB:s mål kommer att fungera som ett ankare för de långsiktiga inflationsförväntningarna även i Sverige. När det gäller offentliggörandet av framåtblickande inflationsprognoser har en del steg tagits av ECB och det är en utveckling som sannolikt kommer att fortsätta. Förändringen när det gäller målvariabel och målnivå för svenskt vidkommande vid ett deltagande i valutaunionen bedöms vara liten.

Även om räntebesluten vid ett deltagande i valutaunionen inte längre fattas av Riksbankens direktion kommer den svenske riksbankschefen att ingå i ECB-rådet och därmed kunna ha viss påverkan på räntebesluten. Det är också värt att notera att medarbetare från Riksbanken kommer att delta i framtagandet av underlag för besluten. Detta är särskilt viktigt att beakta när det gäller Riksbankens framtida roll om både Sverige och ett antal nya medlemsländer i EU deltar i valutaunionen. Enligt det beslut till reformering av rösträtten i ECB-rådet som tagits av stats- och regeringscheferna i EU kommer den svenske riksbankschefen vid svenskt deltagande och fullt utbyggd valutaunion att ha rösträtt 57 procent av tiden och närvaro- och yttranderätt vid alla möten.⁴ Genom att bidra med god analys och goda argument är det alltid möjligt att ha inflytande över de bedömningar som ligger till grund för räntebesluten. Det gäller också för representanter för ett litet land.

Den viktigaste förändringen för svensk del när det gäller penningpolitikens genomförande vid ett deltagande i valutaunionen är att ECB:s räntepolitik beaktar inflationsutsikterna i hela valutaunionen.

⁴ Beslutet ska ratificeras av samtliga medlemsländer innan det träder i kraft och innebär att när EU och EMU utvidgats ska det i ECB-rådet finnas totalt högst 21 röster. Varje ledamot av direktionen har en permanent röst och direktionen har således sex röster. En rotationsordning läggs upp för de nationella centralbankscheferna efter att länderna indelas i tre grupper. I den första gruppen ingår centralbankscheferna från de fem länder som är störst i termer av BNP och finansiell sektor. Den delar på fyra röster och har således rösträtt 80 procent av tiden. Den andra gruppen består av hälften av de nationella centralbankscheferna, avrundat uppåt (14 om totalt 27 vid en fullt utbyggd valutaunion). Den delar på åtta röster, vilket innebär rösträtt 57 procent av tiden. Den tredje gruppen är återstående centralbankschefer. Den delar på tre röster och var och en har rösträtt 38 procent av tiden.

■ Riksbankens roll vid ett deltagande i valutaunionen

IRMA ROSENBERG OCH CHRISTINA NORDH BERNTSSON

Ett svenskt deltagande i valutaunionen medför att ansvaret för penningpolitiken överförs till europeisk nivå och att Riksbanken blir en del av Eurosystemet. Vilken roll kommer Riksbanken att ha i detta system och hur förändras Riksbankens roll i Sverige?

Direkta förändringar i Riksbanken

Ansvaret för penningpolitiken och möjligheten att besluta om styrräntan flyttar från nationell till europeisk nivå.

Om Sverige väljer att delta i valutaunionen flyttar ansvaret för penningpolitiken och möjligheten att besluta om styrräntan från nationell till europeisk nivå. Avgörande för räntesättningen blir utvecklingen av inflationen i euroområdet som helhet och inte, som i dag, inflationen i Sverige. Besluten om den gemensamma styrräntans nivå fattas av ECB-rådet, som består av de sex direktionsledamöter som leder ECB:s löpande verksamhet och centralbankscheferna i euroländerna.

Riksbankschefen kommer då att delta i ECB-rådet. Rådet fattar som regel beslut genom konsensus, men formellt räcker det med enkel majoritet. Inledningsvis kommer riksbankschefen alltid att ha rösträtt, men när valutaunionen utvidgas till fler än femton länder kommer de nationella centralbankschefernas rösträtt att rotera. Vid en fullt utbyggd valutaunion kommer riksbankschefen att ha rösträtt 57 procent av tiden och närvaro- och yttranderätt vid alla möten.¹

När det gäller målet att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende sker inga större förändringar ifråga om ansvarsfördelningen.

När det gäller Riksbankens andra huvudmål, att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende, sker inga större förändringar ifråga om ansvarsfördelningen vid ett inträde i valutaunionen. En förändring sker dock, nämligen att Riksbankens beviljande av nödkredit kräver informationsutbyte med ECB-rådet.

Riksbanken kommer vid rådande arbetssätt att fortsätta att bedriva samtliga operativa verksamheter som finns i dag, men de kommer att anpassas till ECB:s regelverk. Penning- och valutapolitiska operationer ska genomföras decentraliserat, varför Riksbanken även i fortsättningen kommer att utföra sådana. Riksbanken kommer också att förvalta både de

¹ Riksbankschefen får i detta arbete inte söka eller ta emot instruktioner från något organ. Genom att riksbankschefen är medlem i ECB-rådet i personlig kapacitet gäller detta även visavi direktionen i Riksbanken. För de delar av Riksbankens verksamhet som inte täcks av ECBS-stadgans bestämmelser har dock Riksbankens direktion även i fortsättningen ett kollektivt ansvar.

egna tillgångarna och Riksbankens andel av ECB:s gemensamt ägda valuta-reserv. Därtill har Riksbanken ansvar för att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende och att svara för kontantmedelsförsörjningen i Sverige. Inom ramen för detta ansvar driver Riksbanken det nuvarande systemet för stora betalningar.

Riksbankens roll i Eurosystemet

Om Sverige går med i valutaunionen blir Riksbanken en del av en större helhet, Eurosystemet. Då blir det viktigt att se över hur Riksbanken kan bidra till att denna helhet fungerar så bra som möjligt. Som liten centralbank måste Riksbanken prioritera för att kunna bidra konstruktivt, och därmed öka möjligheterna att få gehör på de områden och för de arbets-sätt som Riksbanken anser har störst betydelse. Inriktningen mot kvalifice-rad analys, öppenhet och kostnadseffektivitet, som har varit vägledande för Riksbankens verksamhet under det senaste decenniet, kommer att sty-ra Riksbankens prioriteringar också i samarbetet i Eurosystemet.

Vid ett svenskt deltagande i valutaunionen förändras dock formerna för och inriktningen på den penningpolitiska *analysen*. Riksbanken kom-mer att delta fullt ut i ett omfattande samarbete inom Eurosystemet. Vid sidan av ECB-rådets penningpolitiska sammanträden en gång i månaden, involveras de nationella centralbankerna i arbetet i olika kommittéer som leds av ECB. I dessa förs diskussioner bl.a. om frågor av relevans för de penningpolitiska besluten.

De nationella centralbankerna måste bidra med statistiska underlag och olika typer av ekonomiska bedömningar om de egna ekonomierna som underlag för prognosarbete och modellsimuleringar. Vid ett svenskt deltagande i valutaunionen avser Riksbanken också att bidra till ECB:s penningpolitiska analys genom att ta fram djuplodande och vederhäftiga analyser som gör att ECB:s analysram och underlag för beslutsfattande kan vidareutvecklas.

I och med att ett omfattande prognosarbete görs på ECB, i flertalet nationella centralbanker och i olika kommittéer, kan det visa sig lämpligt att förskjuta tyngdpunkten i Riksbankens analytiska verksamhet något. Djuplodande analyser på områden som Riksbanken bedömer som särskilt angelägna kan komma att få ännu större betydelse än i dag.

Riksbanken eftersträvar en hög grad av *öppenhet*, såväl i förhållande till omvärlden som internt. Öppenheten är och har varit ett viktigt medel för Riksbanken i att skapa förståelse och trovärdighet för penningpolitiken och för att vidareutveckla bankens analys. Riksbanken kommer därför att arbeta för att ECB ska vara så öppen som möjligt, framförallt på områden där detta bedöms bidra till att öka förståelsen för ECB:s verksamhet.

Kvalificerad analys, öppenhet och kostnadseffektivitet kommer att styra Riksbankens prioriteringar också i samarbetet i Eurosystemet.

Djuplodande analyser på områden som Riksbanken bedömer som särskilt angelägna kan komma att få större betydelse.

En annan aspekt av valutaunionen är den organisatoriska, vilken har bäring på frågan om *kostnadseffektivitet*. Starten av valutaunionen innebär att ett mycket stort centralbankssystem skapades av en ny centralbank, ECB, och alla de nationella centralbankerna på ett sätt som inte har någon historisk föregångare. ECB och de nationella centralbankerna har ett gemensamt ansvar för att vidareutveckla systemet så att det genererar en väl avvägd penningpolitik som genomförs så kostnadseffektivt som möjligt. Denna målsättning delas av flertalet centralbanker, men vad den innebär mer konkret varierar från land till land. Skillnader i historia, erfarenhet och kultur, leder till olika syn på vad en centralbank ska göra samt på vad som görs bäst centraliserat respektive decentraliserat. Att diskutera kostnadseffektivitet på europeisk nivå är också svårare än på nationell nivå, bl.a. eftersom legitimitetsaspekter kommer in i bilden. De nationella centralbankerna har en viktig legitimitetsskapande roll genom att företräda Eurosystemet på hemmaplan och informera om dess verksamhet. En långtgående centralisering kan minska de nationella centralbankernas förutsättningar att fylla denna roll på ett effektivt sätt.

Riksbanken ser möjligheter att arbeta för kostnadseffektivitet inom Eurosystemet t.ex. genom att ge stöd till förändringar som innebär bättre operativ kostnadseffektivitet. Detta kan ske genom att viss operativ verksamhet centraliseras, att utökad harmonisering eftersträvas och att tjänster köps externt och verksamheter konkurrensutsätts i ökad utsträckning.

Riksbankens roll i Sverige

En ny viktig uppgift för Riksbanken blir att informera den svenska allmänheten om ECB:s verksamhet.

En ny viktig uppgift för Riksbanken blir att informera den svenska allmänheten om ECB:s verksamhet. Som Eurosystemets företrädare i Sverige kommer Riksbanken att arbeta aktivt för att öka kunskaperna om ECB:s penningpolitiska analysram, struktur och beslut av bredare intresse.

Riksbankschefen har, som medlem av ECB-rådet, en central uppgift i att redogöra för och förklara ECB:s penningpolitiska analys och beslut inom ramen för de riktlinjer för kommunikation som ECB-rådet kommit överens om.

Riksbankens omfattande kunskaper om utvecklingen i euroområdet och den svenska ekonomin, ger den goda förutsättningar att bedöma det stabiliseringspolitiska behovet i Sverige.

En viktig fråga är vilken roll Riksbanken ska ha i den ekonomisk-politiska analysen och debatten i Sverige. Vid ett svenskt inträde i valutaunionen övergår ansvaret för penningpolitiken till ECB-rådet. Det innebär att det stabiliseringspolitiska styrmedel som Riksbanken förfogat över – reporäntan – kommer att bestämmas utifrån utvecklingen i euroområdet som helhet. Om kraftiga störningar skulle träffa specifikt den svenska ekonomin kommer det att finnas behov av att kunna vidta nationella åtgärder för att stabilisera det ekonomiska läget i Sverige (se diskussionen i avsnittet sid. 46–53). Det är naturligt att Riksbanken bidrar till en diskussion om

hur detta behov ser ut vid olika tidpunkter och när det kan vara lämpligt att vidta särskilda åtgärder. Riksbankens omfattande samarbete inom Eurosystemet, inklusive riksbankschefens deltagande i ECB-rådets penningpolitiska diskussioner och beslut, ger banken betydande kunskaper om utvecklingen i euroområdet. Dessa kunskaper, i kombination med kunskaperna om den svenska ekonomin, ger Riksbanken goda förutsättningar att bedöma det stabiliseringspolitiska behovet i Sverige.

I den ekonomisk-politiska debatten om formerna för stabiliseringspolitiken vid ett svenskt inträde i valutaunionen har Riksbanken betonat viktiga av att skapa ett ramverk för denna politik, med tydliga mål och medel, öppenhet om analys och beslutsprocesser och därmed goda utvärderingsmöjligheter.² En komponent i ett sådant ramverk skulle kunna vara en mer systematisk, offentlig diskussion om stabiliseringspolitikens inriktning. En möjlighet vore t.ex. att riksdagens finansutskott bjöd in företrädare för andra institutioner som Konjunkturinstitutet och Riksbanken att ge sina bedömningar av det ekonomiska läget för den närmaste framtiden som komplettering till regeringens bedömningar. Med en regelbunden process för att brett belysa läget skulle eventuella problem kunna uppmärksammas och motverkas på ett tidigt stadium.

Riksbanken kommer dessutom även i fortsättningen att ha behov av att analysera den finansiella stabiliteten i Sverige. Vidare kommer Riksbanken att delta i ett omfattande internationellt samarbete, utöver det ECB-relaterade, där ekonomisk-politiska frågor analyseras och diskuteras. Detta ger Riksbanken förutsättningar att bidra till den svenska ekonomisk-politiska diskussionen också i ett bredare perspektiv än enbart det stabiliseringspolitiska.

En komponent i ett stabiliseringspolitiskt ramverk skulle kunna vara en mer systematisk, offentlig diskussion om stabiliseringspolitikens inriktning.

Sammanfattande kommentar

Vid ett svenskt inträde i valutaunionen förändras formerna för och inriktningen på Riksbankens penningpolitiska analys. En viktig roll för Riksbanken blir att bidra till ECB:s analys och att informera om ECB:s verksamhet i Sverige. Riksbanken bör också fortsätta att bidra till den ekonomisk-politiska, och framförallt stabiliseringspolitiska, diskussionen i Sverige. Övriga delar av Riksbankens verksamhet – främst analysen av finansiell stabilitet och den operativa verksamheten – påverkas inte i någon större utsträckning av ett deltagande i valutaunionen.

² Se Riksbankens yttrande över betänkandet "Stabiliseringspolitik i valutaunionen" (SOU 2002:16), diarienummer 02-773-DIR.

■ Ekonomisk balans och stabiliseringspolitik

ROBERT BOIJE OCH SARA TÄGTSTRÖM

Den gemensamma penningpolitiken i euroområdet innebär att Sverige, liksom övriga medlemsländer, avhänder sig möjligheten att med hjälp av förändringar i den nationella räntenivån motverka makroekonomiska störningar som specifikt drabbar den egna ekonomin. Den gemensamma penningpolitiken hindrar inte att konjunkturen och inflationen i ett enskilt euroland under relativt långa perioder kan komma att avvika från euroområdet i övrigt. En första viktig fråga är i vilken utsträckning Sverige kommer att drabbas av landspecifika störningar om vi är medlemmar i valutaunionen. En annan är hur sådana störningar i så fall ska hanteras. Räcker det att förlita sig på de konjunkturdämpande effekter som skatte- och bidragssystemet automatiskt tillhandahåller eller kan det komma att behövas mer aktiva stabiliseringspolitiska åtgärder? I vilken utsträckning är det möjligt att minska problemen med landspecifika störningar och därmed minska behovet av aktiva stabiliseringspolitiska åtgärder genom strukturella reformer, t.ex. ökad nominell lönekostnadsflexibilitet? Med utgångspunkt från dessa frågor diskuteras vilka möjligheter som står till buds för den ekonomiska politiken vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen.

Risk för landspecifika störningar

GRAD AV SAMVARIATION I KONJUNKTURUTVECKLINGEN

Ökande handelsutbyte och fortsatt ekonomisk integration kommer sannolikt att öka samvariationen i de olika euroländernas konjunkturutveckling.

Kommittén för stabiliseringspolitik för full sysselsättning vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen, STEMU (SOU 2002:16), gjorde bedömningen att det inte med säkerhet går att uttala sig om huruvida de makroekonomiska störningarna kommer att bli färre eller fler och mindre eller större om Sverige går med i valutaunionen jämfört med alternativet att stå utanför. Däremot menade STEMU att en rimlig slutsats är att störningarna och deras genomslag i viss utsträckning kommer att ändra karaktär. Ett ökande handelsutbyte och en fortsatt ekonomisk integration kommer sannolikt, åtminstone på lång sikt, att öka samvariationen i de olika euroländernas konjunkturutveckling. En större grad av samvariation kommer att innebära att den gemensamma penningpolitiken i större utsträckning

även kommer att stabilisera ekonomin i Sverige. Det bör dock påpekas att i den mån transmissionsmekanismen¹ ser olika ut i olika länder, kan en ändring av den gemensamma räntenivån komma att få olika effekter i euroländerna även vid gemensamma störningar.

VAD BETYDER DEN GEMENSAMMA RÄNTENIVÅN FÖR REALRÄNTAN I DE OLIKA EUROLÄNDERNA?

Den gemensamma penningpolitiken innebär att alla euroländer har samma nominella räntenivå för de kortaste marknadsräntorna. Följden blir att länder med en hög inflationstakt får en låg kort realränta (t.ex. Irland) medan länder med en låg inflationstakt får en hög kort realränta (t.ex. Tyskland). För längre räntor finns skillnader mellan länderna bl.a. beroende på likviditetsskillnader och kreditriskskillnader. I den mån skillnader i inflationstakt avspeglar nödvändiga justeringar av den reala växelkursen, dvs. det relativa prisläget mellan ett enskilt euroland och resten av euroområdet, är skillnaden i realränta realekonomiskt motiverad och därför inte ett problem. Om så däremot inte är fallet torde en alltför stor skillnad i realränta utgöra ett mer allvarligt problem. Det är ofrånkomligt att en penningpolitik utformad utifrån en bedömning av den genomsnittliga inflationen för en grupp av länder blir ett trubbigare instrument än en penningpolitik utformad efter ett enskilt lands ekonomiska förutsättningar.

En penningpolitik utformad utifrån en bedömning av den genomsnittliga inflationen för en grupp av länder blir ett trubbigare instrument än en penningpolitik utformad efter ett enskilt lands förutsättningar.

VAD BETYDER FÖRLUSTEN AV DEN RÖRLIGA VÄXELKURSEN MOT EURON I ETT STABILISERINGSPOLITISKT PERSPEKTIV?

Om pris- och lönekostnadsutvecklingen i Sverige – med beaktande av eventuella skillnader i produktivitet – under en period är starkare än den i omvärlden, skulle det i ett system med fast växelkurs innebära att Sveriges konkurrenskraft försämras mot de länder för vilka växelkursen inte tillåts variera. Det var vad som skedde på 1970- och 1980-talet och som också tvingade fram ett antal devalveringar av kronan i syfte att återställa konkurrenskraften. I nuvarande regim med fullständigt rörlig växelkurs leder en för stark pris- och lönekostnadsutveckling i Sverige i förhållande till omvärlden istället till en "automatisk" depreciering (försvagning) av kronan. Deprecieringen av kronan innebär att Sveriges konkurrenskraft inte nödvändigtvis försämras vid för höga pris- och lönekostnadsökningar. På kort sikt kan detta vara en fördel. Samtidigt kan det minska incitamenten att åtgärda orsakerna till den för höga pris- och lönekostnadsökning-

Det ligger i Sveriges intresse att ha en långsiktig pris- och lönekostnadsutveckling i paritet med omvärldens oavsett om vi går med i valutaunionen eller inte.

¹ Begreppet transmissionsmekanism är ett samlingsord för de kanaler genom vilka en ränteändring påverkar ekonomin.

takten. Om pris- och lönekostnadsökningen i Sverige är högre än den i omvärlden under en längre tid, riskerar det att leda till en trendmässig försvagning av kronkursen. En nationell penningpolitik inriktad på prisstabilitet motverkar sådana tendenser.² Det ligger i Sveriges intresse att ha en långsiktig pris- och lönekostnadsutveckling i paritet med omvärldens, oavsett om växelkursen är rörlig eller fast och oavsett om vi går med i valutaunionen eller inte. Tillfälliga avvikelser, som inte är motiverade av skillnader i produktivitet, kan dock pareras i ett system med rörlig växelkurs.

Om kronan ersätts av euron kan en för hög pris- och lönekostnadsökning jämfört med övriga euroländer inte pareras genom en depreciering av den nationella valutan.

Om kronan ersätts av euron kan en för hög pris- och lönekostnadsökning jämfört med övriga euroländer inte pareras genom en depreciering av kronan visavi euron. En sådan utveckling skulle därmed försämra Sveriges konkurrenskraft mot dessa länder och relativt snabbt leda till ökad arbetslöshet. När det gäller framförallt den konkurrensutsatta sektorn, bör hotet om ökad arbetslöshet och lägre vinster – i frånvaro av devalveringsmöjligheter – ha en disciplinerande effekt på lönebildningen. Noteras bör samtidigt att euron tillåts variera mot alla andra valutor.

En rörlig växelkurs kan således i vissa situationer bidra till att upprätthålla Sveriges konkurrenskraft. En vanlig uppfattning är dock att den svenska kronan fluktuerar förhållandevis kraftigt jämfört med andra valutor och att Sverige av detta skäl också är mer utsatt i turbulenta perioder. Varierar då värdet på den svenska kronan mer än andra valutor?

Kronans värde har varierat betydligt mindre än eurons.

I inflationsrapporten i mars 2001 studerade Riksbanken hur värdet på kronan, mätt i handelsvägda termer, har varierat under perioden 1994–2001. Resultaten visade att kronan sedan 1999 har varit relativt stabil och att den inte har fluktuerat mer än valutor i andra länder med inflationsmål. Resultaten visade också att kronans värde har varierat betydligt mindre än eurons. Det bör i sammanhanget dock betonas att två länder vars valutakurser varierar lika mycket ändå kan komma att påverkas i olika stor utsträckning av valutafluktuationer. En viktig faktor är graden av öppenhet. Sveriges exportandel uppgick 2002 till 43 procent av BNP medan euroområdet exportandel var betydligt mindre. Ett deltagande i valutaunionen skulle å ena sidan eliminera valutaosäkerheten i handeln mellan Sverige och euroområdet. Å andra sidan har Sverige ett relativt stort handelsutbyte med länder utanför euroområdet – runt 60 procent av exporten – vilket innebär att Sverige kan komma att påverkas mer av fluktuationer i euron än många andra euroländer. Den samlade effekten på valutastabiliteten om Sverige ansluts till euroområdet påverkas av båda dessa förhållanden. Beaktas bör dock att Sveriges handelsutbyte med euroområdet kommer att öka i takt med att valutaunionen byggs ut.

² En effekt av penningpolitiken kommer via växelkursen. Då Riksbanken höjer räntan stärks normalt växelkursen, vilket dels minskar efterfrågetrycket på grund av lägre exportefterfrågan, dels minskar den "importerade" inflationen.

De automatiska stabilisatorernas konjunkturdämpande funktion

VILKEN KONJUNKTURDÄMPANDE FUNKTION HAR DE AUTOMATISKA STABILISATORERNA?

En vanlig uppfattning är att konjunkturvariationer bör bemötas med hjälp av automatiska stabilisatorer och att aktiva stabiliseringspolitiska åtgärder endast bör vidtas i undantagsfall. Skälet är att åtgärder riskerar att sättas in för sent och leda till att konjunktursvängningar förstärks istället för att försvagas. I Sverige är konsumtion och inkomster relativt högt beskattade och transfereringar baseras i stor utsträckning på inkomstbortfallsprincipen, t.ex. arbetslöshetsersättningen. Skatte- och bidragssystemet bidrar därmed automatiskt till att hålla uppe efterfrågan vid konjunkturedgångar medan det omvända gäller vid konjunkturuppgångar.

Vilken konjunkturdämpande effekt har de automatiska stabilisatorerna i Sverige? Med hjälp av OECD:s Interlink-modell har de automatiska stabilisatorernas effekt på produktionen beräknats för ett antal OECD-länder för perioden 1991–2000.³ Resultaten visar att Sverige tillhör de länder där effekten av de automatiska stabilisatorerna är störst. I kommissionens rapport "Public Finances in EMU – 2001" presenteras resultaten av en simuleringsstudie där de automatiska stabilisatorernas dämpande effekt på konjunkturen har studerats vid olika typer av störningar i ett antal länder. För Sveriges del visar resultaten att de automatiska stabilisatorernas dämpande effekt är som störst vid störningar i den privata konsumtionen. Den dämpande effekten uppgår i detta fall till ungefär 30 procent, vilket innebär att en störning i privat konsumtion motsvarande 1 procent av BNP på sikt endast slår igenom med 0,7 procent på BNP. Resultaten indikerar också att den dämpande effekten är ungefär hälften så stor vid störningar i investerings- och exportefterfrågan.

Sverige tillhör de länder där effekten av de automatiska stabilisatorerna är störst.

KAN AUTOMATISKA STABILISATORER VARA DESTABILISERANDE?

En nackdel med automatiska stabilisatorer är att de reagerar automatiskt utan hänsyn till vilken typ av störning ekonomin drabbas av. De kan vid vissa typer av störningar därför bidra till att fördröja en nödvändig anpassning till varaktigt ändrade ekonomiska förhållanden. I kommissionens simuleringsstudie analyserades vilken dämpande effekt de automatiska stabilisatorerna har vid en permanent negativ produktivitetsschock. Resultaten indikerar att Sverige tillhör de länder där de automatiska stabilisatorerna har störst dämpande effekt vid en sådan störning. Detta indi-

Den nödvändiga anpassningen till varaktigt ändrade ekonomiska förhållanden kan möjligtvis komma att ta längre tid i Sverige än i andra EU-länder.

³ Van der Noord, P., (2001), "The size and role of automatic stabilisers in the 1990s and beyond", *OECD Economic Department working paper*, 230.

kerar att den nödvändiga anpassningen till vissa varaktigt ändrade ekonomiska förhållanden kan komma att ta längre tid i Sverige än i andra EU-länder. Resultaten visar dock att den dämpande effekten är relativt liten, ca 17 procent.

KAN DET FINNAS SKÅL ATT MINSKA DE AUTOMATISKA STABILISATORERNA?

Det kan finnas behov av en ökad nominell lönekostnadsflexibilitet.

De automatiska stabilisatorerna är inte skapade i syfte att stabilisera ekonomin utan är ett resultat av skatte- och bidragssystemets utformning. Samtidigt som de automatiska stabilisatorerna har gynnsamma effekter från stabiliseringspolitiska utgångspunkter kan skatte- och bidragssystemet ge upphov till snedvridningseffekter och därigenom störa resursallokeringen. För att öka rörligheten på arbetsmarknaden kan det i själva verket vara angeläget att minska marginaleffekterna i skatte- och bidragssystemen. Det skulle dock innebära att storleken på de automatiska stabilisatorerna skulle minska. Fördelen av en ökad rörlighet på arbetsmarknaden måste då vägas mot nackdelen av mindre effekt av de automatiska stabilisatorerna. Mot bakgrund av detta kan det således vara önskvärt att inte öka de automatiska stabilisatorerna, utan istället söka åstadkomma stabilisering genom andra åtgärder, exempelvis genom en ökad nominell lönekostnadsflexibilitet.

Aktiva stabiliseringspolitiska åtgärder

Om det skulle uppstå stora landspecifika störningar eller störningar där Sverige drabbas hårdare än resten av euroområdet och inte är hjälpt av den gemensamma penningpolitiken eller de automatiska stabilisatorerna, kan det finnas skäl att tillgripa aktiva (diskretionära) finanspolitiska åtgärder. Därmed kan en situation undvikas där arbetslösheten blir oacceptabelt hög och konjunkturen i Sverige avviker alltför mycket från den i euroområdet. Finanspolitisk stimulans kan också vara motiverat i extrema "lågrenteperioder" då penningpolitikens verkningsgrad ibland kan bli låg.

VAD ÅR DET SOM SKA STABILISERAS?

En viktig fråga vid utformningen av det nationella stabiliseringspolitiska ramverket vid medlemskap i en valutaunion är vilket mål stabiliseringspolitiken ska sträva efter att uppfylla. STEMU menade att ECB:s inflationsmål kommer att utgöra ett nominellt ankare även för Sverige, åtminstone på lång sikt, och att det förefaller naturligt att den nationella stabiliseringspolitiken då bör syfta till att undvika alltför stora produktionsgap

(skillnad mellan faktisk och potentiell produktion). I sitt remissvar till kommitténs betänkande menade Riksbanken – bl.a. mot bakgrund av att det är svårt att mäta produktionsgapet – att det kan finnas skäl att pröva huruvida ett nationellt inflationsmål för finanspolitiken kan vara att föredra. Ett sådant inflationsmål skulle utformas så att det sätter en gräns för hur mycket inflationen i Sverige får avvika från inflationen i euroområdet. Det skulle behöva tillämpas med flexibilitet för att beakta behovet av nödvändiga justeringar av det relativa prisläget mellan Sverige och euroområdet.

Olika mål har olika för- och nackdelar. De stabiliseringspolitiska besluten bör rimligen baseras på en analys av flera olika indikatorer.⁴ Det viktiga för stabiliseringspolitikens trovärdighet och effektivitet är att motiven för de stabiliseringspolitiska besluten och de bedömningar som dessa baseras på redovisas på ett tydligt och öppet sätt. Inflationsskillnaden mellan Sverige och resten av euroområdet bör under alla omständigheter vara en central indikator för de nationella stabiliseringspolitiska besluten.

NÄR SKA STABILISERINGSPOLITISKA ÅTGÄRDER SÄTTAS IN?

I vilken utsträckning större störningar bör bemötas med aktiva finanspolitiska åtgärder i ett enskilt euroland beror på valet av stabiliseringspolitiskt mål och typen av störning. Stora inhemska efterfrågestörningar bör bemötas med finanspolitiska åtgärder, oavsett om målet är att stabilisera den inhemska inflationen eller produktionsgapet. *Permanent* störningar i utrikeshandeln eller i den relativa produktiviteten bör däremot normalt inte föranleda några åtgärder. Att bemöta sådana förändringar med stabiliseringspolitiska åtgärder riskerar bara att fördröja en nödvändig anpassning till varaktigt ändrade förhållanden. Vid *tillfälliga* störningar i utrikeshandeln och produktiviteten kan det dock under vissa omständigheter finnas skäl att vidta stabiliseringspolitiska åtgärder.⁵

HUR SKA MÅLET NÅS?

Finanspolitiken förfogar över ett brett spektrum av tänkbara stabiliseringspolitiska instrument både på statsbudgetens inkomst- och utgiftssida. Här ges inte utrymme för en mer omfattande diskussion kring lämpliga finanspolitiska instrument utan vi nöjer oss med att hänvisa till STEMU:s slutsatser när det gäller vilka egenskaper de stabiliseringspolitiska instrumenten

STEMU menade att finanspolitiken bör syfta till att undvika alltför stora produktionsgap. Riksbanken menade att det kan finnas skäl att pröva huruvida ett nationellt inflationsmål kan vara att föredra.

Inflationsskillnaden mellan Sverige och resten av euroområdet bör vara en central indikator för de nationella stabiliseringspolitiska besluten.

Det kan finnas skäl att bemöta stora inhemska efterfrågestörningar och tillfälliga störningar i utrikeshandeln och produktiviteten med stabiliseringspolitiska åtgärder.

⁴ Några tänkbara indikatorer är bristmått på arbets- och produktmarknaden och löne- och pristegringstakens förändring i absoluta termer och i förhållande till utlandet.

⁵ En sammanfattning av några relevanta studier finns i Boije, R. & Shahnazarian, H., (2003), "Nationell stabiliseringspolitik vid ett svenskt medlemskap i EMU", Penning- och valutapolitik nr 1.

bör ha: (i) Medlen ska vara så generellt verkande som möjligt. Med detta menas att basen för skatte- eller utgiftsförändringen bör vara så bred att åtgärden påverkar en stor del av ekonomin. (ii) Medlen ska användas temporärt och symmetriskt över tiden. Med detta menas att exempelvis en skattehöjning i en högkonjunktur ska medföra en motsvarande sänkning i en lågkonjunktur. (iii) Stabiliseringspolitiken ska i största möjliga utsträckning avskiljas från fördelnings- och allokeringspolitiken.

Temporära och symmetriska skatte- eller utgiftsförändringar, som riktar sig till en stor del av ekonomin, minskar risken för att åtgärderna får långsiktiga fördelnings- och allokeringseffekter. Åtgärder som ger upphov till stora fördelningseffekter kan vara svåra att använda symmetriskt över en konjunkturcykel; det är politiskt lättare att sänka skatter och höja utgifter i lågkonjunkturer än att höja skatter och sänka utgifter i högkonjunkturer.

DEN STABILISERINGSPOLITISKA BESLUTSPROCESSEN

I vissa fall riskerar stabiliseringspolitiken att förstärka konjunktursvängningarna.

Historiska erfarenheter har visat att olika former av politiska incitament och målkonflikter riskerar att lägga hinder i vägen för en effektiv stabiliseringspolitik. Beslutsfördröjningen, dvs. den tid som förflyter mellan det att ett problem observeras till dess att en åtgärd sätts in, riskerar att bli lång då finanspolitiska beslut ofta blir föremål för utdragna politiska förhandlingar. Detta kan innebära att åtgärder sätts in för sent och att de riskerar att få effekt i "fel" konjunkturläge. Det gör att stabiliseringspolitiken i vissa fall riskerar att bli pro-cyklisk, med vilket menas att den istället för att stabilisera ekonomin bidrar till att förstärka konjunktursvängningarna. Politiska svårigheter att föra en tillräckligt stram finanspolitik i högkonjunkturer kan också bidra till att statskulden ökar. Den i genomsnitt alltför expansiva finanspolitiken på 1970- och 1980-talet illustrerar detta problem. De förslag som har lyfts fram i debatten, som exempelvis att tillsätta ett rådgivande expertorgan, att delegera vissa finanspolitiska instrument till en politiskt oberoende myndighet, behovet av klarare beslutsprocesser, ökad öppenhet och förbättrad utvärdering ska ses i ljuset av dessa problem.

Slutord

Ett deltagande i valutaunionen innebär att den nationella penningpolitiken inte längre kan användas för att stabilisera den inhemska konjunkturen om Sverige hamnar i otakt med de övriga medlemsländerna. Istället kommer den nationella finanspolitiken att få en viktigare stabiliseringspo-

litisk roll. Ramverket för finanspolitiken måste ses över inför ett svenskt deltagande i valutaunionen. Centrala frågor vid utformningen av detta ramverk är vad det stabiliseringspolitiska målet ska vara, vilka instrument som ska användas för att nå detta mål och när stabiliseringspolitiska åtgärder ska sättas in. En annan central fråga är hur problemen med den politiska beslutsprocessen, som bl.a. riskerar att leda till att åtgärder sätts in för sent och att de används osymmetriskt, ska kunna minimeras. Det finns också, vid sidan av ett sådant ramverk, skäl att fundera på hur behovet av stabiliseringspolitiska åtgärder kan minskas genom exempelvis en ökad nominell lönekostnadsflexibilitet.

■ Ordlista

Allmänna rådet är ett samrådsorgan inom Europeiska centralbankssystemet. Det består av alla EU:s centralbankschefer (även de som inte deltar i valutaunionen) samt ECB-direktionens ordförande och vice ordförande. Allmänna rådet har som främsta uppgift att förbereda övergången för länder som inte infört euron.

ECB – se Europeiska centralbanken.

ECB-rådet är ECB:s högsta beslutande organ och beslutar t.ex. om räntenivån i valutaunionen. Rådet består av ledamöterna i direktionen och centralbankscheferna i euroländerna. ECB-rådet ska fatta sina beslut utifrån behoven i euroområdet som helhet.

ECBS – se Europeiska centralbankssystemet.

ECB:s direktion består av sex ledamöter, varav en ordförande och en vice ordförande, som samtliga väljs på åtta år av stats- och regeringscheferna i EU. Direktionen är ECB:s verkställande organ, vilket innebär att den ser till att besluten genomförs. Direktionen förbereder också ECB-rådets beslut.

EFK – se Ekonomiska och finansiella kommittén.

Ekonomiska och finansiella kommittén, EFK, är ett rådgivande organ till Ekofin-rådet och Europeiska kommissionen. I kommittén sitter statssekreterarna från finansdepartementen och vice centralbankscheferna inom EU. Dess viktigaste uppgifter är bl.a. att medverka till förberedelserna av Ekofin-rådets arbete samt att följa den ekonomiska och finansiella utvecklingen i medlemsstaterna.

ERM2, Exchange Rate Mechanism, är ett växelkursamarbete mellan euroområdet och de EU-länder som inte deltar i valutaunionen. ERM2 baseras på en fast, men justerbar centalkurs gentemot euron och ett band, ± 15 procent, inom vilket valutakursen kan variera. Det går även att avtala om en mindre variationsbredd.

Euro är namnet på den gemensamma valutan som introducerades den 1 januari 1999. Den grafiska symbolen för euron, €, bygger på den grekiska bokstaven epsilon och syftar på den första bokstaven i ordet "Europa". Enligt Svenska språknämnden ska namnet på den gemensamma valutan euro på svenska antingen uttalas *evrå* eller med diftong (såsom *eufori*).

Euroområdet omfattar de EU-länder som har infört euron och för vilka Europeiska centralbanken, ECB, utformar penningpolitiken. Euroområdet utgörs för närvarande av Belgien, Tyskland, Grekland, Spanien, Frankrike,

Irland, Italien, Luxemburg, Nederländerna, Österrike, Portugal och Finland.

Europeiska centralbanken, ECB, upprättades den 1 juni 1998 och har sitt säte i Frankfurt am Main, Tyskland. Den säkerställer att de uppgifter som ålagts Europeiska centralbankssystemet, ECBS, utförs antingen genom egen verksamhet eller via de nationella centralbankerna.

Europeiska centralbankssystemet, ECBS, består av ECB och de nationella centralbankerna i alla 15 EU-länder.

Eurosystemet består av Europeiska centralbanken, ECB, och de nationella centralbankerna i de EU-länder som deltar i valutaunionen. För närvarande ingår tolv nationella centralbanker i Eurosystemet. Eurosystemet styrs av ECB-rådet och har sedan den 1 januari 1999 svarat för den gemensamma penningpolitiken i euroområdet. Det övergripande målet för Eurosystemet är att upprätthålla prisstabilitet.

Konvergenskriterier är ett antal ekonomiska och rättsliga villkor som måste uppfyllas av EU-länderna innan dessa kan bli en del av euroområdet och delta i valutaunionen. De ekonomiska villkoren avser låg inflation, sunda offentliga finanser, stabila växelkurser samt låga räntor. Den nationella lagstiftningen måste också vara förenlig med bestämmelserna i Maastrichtfördraget och ECBS-stadgan om den gemensamma valutan.

Stabilitets- och tillväxtpakten är en del av regelverket inom EU som ska säkerställa att de offentliga finanserna i medlemsländerna utvecklas på ett sunt sätt. Detta är viktigt för att räntor och växelkurser ska utvecklas stabilt. Genom pakten övervakas att länderna i genomsnitt över tiden kan uppnå nära balans eller överskott i de offentliga finanserna och att de under enskilda år inte har större underskott än 3 procent av BNP. Länder som inte uppfyller detta uppmanas att bättra sig. Om de efter ett antal uppmaningar inte gjort det kan de ytterst få böter. Stabilitetspakten gäller även de medlemsländer som står utanför EU:s valutaunion, även om dessa inte kan bötfällas.

Transmissionsmekanism är ett samlingsord för de kanaler genom vilka en ränteändring påverkar ekonomin.

■ Mer information

Mer information från Sveriges riksbank finns i följande publikationer:

- Den ekonomiska och monetära unionen EMU
- Euron i den svenska finansiella sektorn – lägesrapporter (nio stycken)
- Euron – den nya valutan
samt i:
- Riksbankens yttrande över "Stabiliseringspolitiken i valutaunionen (SOU 2002:16)"

Information om EMU finns också på Riksbankens webbplats
www.riksbank.se

Publikationerna kan laddas ner från webbplatsen eller beställas kostnadsfritt från Sveriges riksbank.

E-post forradet@riksbank.se

Fax 08-787 05 26

Information om EMU och EU finns också på:

- Europeiska centralbanken
www.ecb.int
- Europeiska centralbankens euroinformation
www.euro.ecb.int
- Riksdagens EU-upplysning
www.riksdagen.se/eu
- Finansdepartementet
www.finans.regeringen.se/emu
- Europeiska kommissionens representation i Stockholm
www.eukomm.se
- Europaparlamentets kontor i Stockholm
www.euoparl.se
- Europeiska unionen
www.europa.eu.int

Denna publikation kan laddas ner från webbplatsen eller beställas från:
Sveriges riksbank
103 37 Stockholm
E-post forradet@riksbank.se
Fax 08-787 05 26