

Sverige, valutaunionen och penningpolitiken*

De politiska skälen för ett svenskt inträde i valutaunionen är starka, medan de ekonomiska skälen för och emot väger tämligen jämnt. Den penningpolitiska strategi som valutaunionen anammat är underlägsen Riksbankens. Valutaunionen behöver Riksbanken och Bank of England för att reformera sin penningpolitiska strategi.

Den 1 januari 2002 introducerades sedlar och mynt i den nya valutan i den europeiska valutaunionen. Detta var en mycket imponerande administrativ och logistisk operation. Från penningpolitisk synpunkt innebar den dock ingen större förändring. Euro hade redan existerat som gemensam valuta i valutaunionen sedan den 1 januari 1999, dock utan fysiska sedlar och mynt. Med oåterkalleligt fasta växelkurser hade länderna i valutaunionen redan en gemensam penningpolitik, med en gemensam ränta bestämd av ECB-rådet (Governing Council). Från penningpolitisk synpunkt hade introduktionen av sedlar och mynt huvudsakligen en psykologisk effekt; den gemensamma valutan blev fysisk och konkret.

Introduktionen av sedlar och mynt i den gemensamma valutan har ändå fått synbara ekonomiska konsekvenser, med minskade transaktionskostnader mellan medlemsländerna, fullständig övergång till priser och transaktioner i euro, förenklade prisjämförelser över gränserna, ökad finansiell integration och ökad konkurrens på marknader för varor och tjänster.

LARS E O SVENSSON är professor i nationalekonomi vid Princeton University. Han har tidigare varit professor vid Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet. Han forskar om penningpolitik och internationell ekonomi. Webbplats: www.princeton.edu/~svensson

Introduktionen av sedlar och mynt gjorde också situationen för de EU-medlemmar som inte deltar i valutaunionen mer iögonfallande. Valutaunionen framstår som mer varaktig och oåterkallelig, och känslan av isolering bland utanförstående tilltar. Frågan om svenskt inträde i valutaunionen blir mer aktuell.

Min uppfattning är att de ekonomiska skälen för och emot ett svenskt inträde i valutaunionen väger ganska jämt. De ekonomiska fördelarna av ett inträde inkluderar minskade transaktionskostnader över gränserna i valutaunionen, ökad konkurrens på marknader för varor och tjänster (inklusive finansiella tjänster), samt ökad handel, direktinvesteringar och finansiell integration. Den gemensamma valutan eliminerar också överdrivna och icke önskvärda växelkursrörelser. De ekonomiska nackdelarna inkluderar förlusten av en oberoende penningpolitik, särskilt som Sveriges handelsmönster och industristruktur avviker från genomsnittet i Europa. Detta gör det mer troligt att Sverige kommer att utsättas för andra störningar än valutaunionens genomsnitt, varvid en oberoende penningpolitik och en rörlig växelkurs är en stor fördel. Den oberoende penningpolitiken gör det möjligt för Riksbanken att

* Artikeln är en utförligare version av Svensson (2002). Jag är tacksam för kommentarer från Harry Flam och Lars Jonung, men är givetvis ensam ansvarig för framförda synpunkter och eventuella felaktigheter.

välja den lämpligaste räntenivån för att både stabilisera den svenska inflationstakten runt inflationsmålet och samtidigt undvika för stora fluktuationer i produktion och arbetslöshet. Den rörliga växelkursen gör att nödvändiga förändringar i relativpriset mellan svenska och utländska varor kan ske snabbt och enkelt genom variationer i växelkursen, snarare än långsamt och ibland smärtsamt genom en anpassning av den svenska pris- och lönenivån.

Jag tror således att de ekonomiska för- och nackdelarna är ungefär lika stora. Däremot anser jag att de *politiska* skälen för ett svenskt inträde är starka. Valutaunionen är en väsentlig del av en politik för ökad ekonomisk och politisk integration i Europa, vilken bland annat kommer att bidra till att risken för framtida krig i Europa blir mycket liten. Detta anser jag är ett mycket värdefullt politiskt projekt i sig självt. Dessutom ligger det i Sveriges eget politiska intresse att både stödja och påverka detta projekt genom att delta fullt ut. Att stanna utanför kommer oundvikligen att ytterligare begränsa och marginalisera Sveriges politiska inflytande i Europa, till nackdel för både för Sverige och valutaunionen. Min slutsats är således att Sverige bör gå med i valutaunionen.

De ekonomiska fördelarna för Sverige skulle vara större, om det var så att Sverige lider av en dålig penningpolitik. I så fall skulle förlusten av en oberoende penningpolitik vara mindre. För ja-sidan är olyckligtvis det motsatta fallet. Efter en mycket dålig penningpolitisk historia under 1970- och 1980-talet har Riksbanken under 1990-talet blivit en av världens främsta centralbanker. När det gäller kombinationen av penningpolitisk strategi (inklusive öppenhet om penningpolitiken), institutionell ram samt intern kompetens anser jag att Riksbanken blivit en av världens tre främsta centralbanker och en utmärkt representant för vad som kallas penningpolitisk "international best practice". De övriga två främsta centralbankerna kan hävdas vara Bank of England och Reserve Bank of New Zealand, se Svensson (2001).

Konkurrensen bland topplatserna tycks dock öka. Norges Bank är en kompetent och entusiastisk nykomling bland centralbanker med inflationsmål, se Svensson, Houg, Solheim och Steigum (2002).

Olyckligtvis har ECB och Eurosystemet (ECB och de 12 nationella centralbankerna i valutaunionen), uppenbarligen med öppna ögon, valt en penningpolitisk strategi som är avsevärt mycket sämre än Riksbankens penningpolitik med inflationsmål. Den lagstiftade institutionella ramen är visserligen liknande för Riksbanken och Eurosystemet (eftersom den svenska lagstiftningen anpassats till Maastrichtfördraget), men Riksbankens beslutande organ, direktionen, är med sina sex medlemmar liten och effektiv med praktiskt taget alla ledamöter mycket erfarna och kvalificerade. I motsats till detta är det beslutande organet i Eurosystemet, ECB-rådet, för stort för att vara effektivt, med för närvarande 18 medlemmar (och fler på väg), varav de flesta inte har någon erfarenhet av oberoende penningpolitik.

Eurosystemet har valt en mycket kritiserad definition av prisstabilitet som är både asymmetrisk och otydlig, en årlig ökning i valutaunionens sk harmoniserade konsumentprisindexet (HIKP) på "under två procent". Denna definition har en klar övre gräns för inflationen men en otydlig undre gräns. En klar och inte för låg undre gräns är dock minst lika viktig som en övre, för att undvika att hamna i deflation och en sk likviditetsfälla, där räntan är noll och inte kan sänkas mer för ytterligare stimulans av ekonomin. Den förskräckliga utvecklingen i Japan visar att dessa aspekter inte är några akademiska spetsfundigheter. Eurosystemets definition av prisstabilitet står i stark kontrast till Riksbankens symmetriska och entydiga inflationsmål, en årlig ökning i KPI på "två procent med ett toleransintervall på plus/minus en procentenhet".

Eurosystemet har också valt en olycklig och starkt kritiserad sk två-pelarsstrategi. Den första pelaren ger en överdriven och föråldrad roll för penningmängden. Tillväxt i

penningmängdsaggregatet M3 över ett referensvärde på 4,5 procent anses där indikera framtida inflationsrisker, tyvärr i strid med både teori och empiriska fakta (se Svensson 2000). Den andra pelaren innefattar de normala indikatorer på framtida inflation som andra centralbanker använder sig av, såsom kostnadsläge, output-gap (aggregerad efterfrågan i förhållande till produktionskapaciteten), inflationsförväntningar bland företag och fackföreningar etc.

Lyckligtvis förlitar sig Eurosystemet i praktiken huvudsakligen på den andra pelaren. Två-pelarsstrategin medför dock förvirring, pedagogiska svårigheter och brister i öppenheten. En samstämmig kör av kritiker har rekommenderat Eurosystemet att antingen överge den första pelaren eller övergå till en gemensam pelare där penningmängdsindikatorerna har en begränsad roll bland de andra indikatorerna, som en tegelsten bland många som bygger upp den enda pelaren.

Eurosystemet verkar överhuvudtaget ha en otidsenlig och kluven inställning till öppenhet i penningpolitiken. Riksbankens föredömliga och tydliga inflationsrapporter med publicerade och välmotiverade inflationsprognoser står t ex i stark kontrast till den oklara, voluminösa och i stort sett irrelevanta redogörelsen i ECBs månadsrapporter. Riksbankens informativa protokoll från direktionens sammanträden står också i stark kontrast till ECBs ytliga presskonferenser efter ECB-rådets möten.

När det gäller den penningpolitiska ramen har Sverige inget att vinna på inträde i valutaunionen. Riskerna är också stora att brister i den penningpolitiska ramen leder till lägre kvalitet i de penningpolitiska besluten och sämre effektivitet i implementeringen av penningpolitiken.

Å andra sidan, skillnaden mellan den penningpolitiska ramen i valutaunionen och i Sverige och Storbritannien (som har en lika föredömlig penningpolitisk uppläggning som Sverige) innebär att det vore en stor fördel för valutaunionen om både Sverige och Stor-

britannien blev medlemmar. Om Riksbankens och Bank of Englands kompetens och värderingar tillfördes Eurosystemet skulle kanske en kritisk massa för reform av den penningpolitiska strategin i valutaunionen uppnås. Hittills har Eurosystemet verkat oförmöget till självreform, och de framsynta nationella centralbankerna (t ex Finlands och Spaniens) har varit i minoritet. ECB har istället forskansat sig ytterligare och t ex skrivit en hel bok till försvar av sin oförsvärbara strategi, se Issing, Gaspar, Angeloni och Tristani (2001). Visserligen utlovade ECBs president Duisenberg i december 2002 en översyn av den penningpolitiska strategin under första halvåret 2003, men det återstår att se om det blir några större förbättringar. När det gäller den penningpolitiska strategin är det hittills onekligen valutaunionen som behöver Sverige och Storbritannien, inte tvärtom.

Referenser

- Issing, O, V Gaspar, I Angeloni och O Tristani (2001), *Monetary Policy in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Svensson, L E O (2000), "What is Wrong with the Eurosystem's Money-Growth Indicator, and What Should the Eurosystem Do about It?" briefing paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, november 2002, www.princeton.edu/~svensson.
- Svensson, L E O (2001), "Independent Review of the Operation of Monetary Policy in New Zealand: Report to the Minister of Finance", www.princeton.edu/~svensson.
- Svensson, L E O (2002), "Sweden and the Euro", briefing paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, januari 2002, www.princeton.edu/~svensson.
- Svensson, L E O, K Houg, H Solheim och E Steigum (2002), "An Independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway", *Norges Bank Watch 2002*, Centre for Monetary Economics, Norwegian School of Management BI, Oslo, www.princeton.edu/~svensson.