



EUROPAPOLITISK ANALYS

Kan euron tävla med dollarn som internationell valuta?

Harry Flam*

Sammanfattning

Europeiska kommissionen har som ambition att stärka EU:s roll i världen politiskt och ekonomiskt. I denna ambition ingår att stärka eurons ställning som internationell valuta. Detta innebär bland annat att euron ska öka sin andel av centralbankers valutareserver samt användas mer i internationell handel och på finansiella marknader.

Den amerikanska dollarn är dock långt viktigare än euron. För att euron ska få en starkare ställning krävs en stor, likvid och gemensam marknad i säkra statsskuldväxlar och statsobligationer i euro, i likhet med den som finns för amerikanska statspapper. Andra faktorer som skulle främja en starkare ställning för euron är gemensamt garanterade euroobligationer och EU:s kapitalmarknadsunion, det vill säga en gemensam marknad för värdepapper.

Ett politiskt mål med en starkare position för euron är att EU inte ska tvingas att delta i tredje lands sanktioner, exempelvis USA:s mot Iran. Inga banker som är internationellt verksamma klarar sig utan att kunna handla med amerikanska dollar. Därigenom kan USA tvinga bankerna att iaktta sanktionerna. En starkare ställning för euron skulle knappast frigöra europeiska banker från sitt beroende av den amerikanska dollarn. Det är dock troligt att EU och USA med en ny amerikansk administration på plats kommer att bli mer samstämmiga i utrikespolitiken och att EU inte tvingas delta i amerikanska sanktioner.

* Harry Flam är professor emeritus i internationell ekonomi vid IIES, Stockholms universitet, och senior rådgivare vid Sieps. Hans forskning har framförallt rört internationell handel och europeisk ekonomisk integration.

1. Inledning

EU-kommissionen vill stärka EU:s makt på den globala arenan, det som kallas EU:s strategiska autonomi.¹ Denna ambition är motiverad av Trump-administrationens utrikespolitik, som åsidosatte allianser med likasinnade och en regelbaserad världsordning, men också av uppfattningen att EU behöver stärka sin ställning i världen, bland annat genom att stärka europeiska företag och teknologi internationellt samt eurons roll som internationell valuta.

Förhoppningen är att en ökad internationell användning av euron ska ge samhällsekonomiska vinster genom ett bättre skydd för euroområdet mot växelkursstörningar samt lägre kostnader för betalningar, finansiering och riskhantering. Det ska inte minst ge politiska vinster genom att minska risken för att EU tvingas delta i tredje lands sanktioner, exempelvis USA:s sanktioner mot Iran.²

Frågan i denna analys är om EU verkligen kan stärka eurons ställning som en internationell valuta och om det kan göra EU mera oberoende av USA när det gäller ekonomiska sanktioner?

2. Dollar dominerar på finansiella marknader

Som framgår av tabell 1 är USA-dollar den utan jämförelse viktigaste valutan i världsekonomin. Euron kommer på andra plats, men långt efter dollarn.

Ungefär 60 procent av världens länder har sina valutor knutna till dollarn, antingen genom en fast växelkurs eller som ankare för en mer eller mindre flytande växelkurs. Eurons andel är hälften så stor, ungefär 30 procent. Om man i stället viktar länderna med deras andelar av världens BNP blir dollarns dominans ännu större. Det bör observeras att USA och euroområdet ingår i andelarna. Om USA självt inte medräknas, har drygt 50 procent av världens länder mått med BNP sina valutor knutna till dollarn. Endast 3 procent har sina

valutor knutna till euron. Det rör sig om EU-länder utanför euroområdet och före detta franska kolonier i Afrika.

Tabell 1 Användning av dollar och euro, procentandelar

Indikator	Dollar (USA)	Euro (euroområdet)
Länder med anknutna valutor, global andel	59	29
BNP-vägda länder med anknutna valutor	69	15
Centralbanksreserver	64	21
U-länders externa skulder	74	8
Bankernas tillgångar i egen valuta	85	71
Bankernas skulder i egen valuta	76	59
Handelsvaluta, andel av egen handel	69	56*
(Global BNP)	18	12
(Världsexport)	9	26*

*Eurons andel som handelsvaluta skulle bli lägre liksom euroländernas andel av världsexporten om handeln mellan euroländerna själva räknades bort. Källa: Ilzetzki et al. (2020), tabell 1.³

Ett annat mått på valutornas betydelse är deras andelar av centralbankers valutareserver. Här är dollarn tre gånger så viktig som euron. Detta avspeglar valutornas kommersiella och finansiella vikt.

När utvecklingsländer lånar på den internationella kapitalmarknaden lånar de till största delen i dollar och till mycket liten del i euro. Andelen dollar i utlandsupplåningen är 74 procent mot 8 procent för euron. Även banker i euroländerna lånar upp och lånar ut i dollar i betydande utsträckning. Detta gäller också företag i euroländerna (syns inte i tabellen).

I ett avseende ligger inte euron inte så långt efter dollarn, nämligen som handelsvaluta. Detta

¹ Josep Borrell, *Why European strategic autonomy matters*, blogginlägg 2020, och *Taking action to protect our economic sovereignty*, blogginlägg 2021.

² Se *Towards a stronger international role for the euro*, EU-kommissionen 2018 och *The European economic and financial system: fostering openness, strength and resilience*, EU-kommissionen 2020.

³ Ethan Ilzetzki, Carmen M. Reinhart och Kenneth S. Rogoff, *Why is the Euro punching below its weight?* NBER Working Paper 26760, 2020.

förklaras av att euroländerna spelar en långt större roll i världshandeln än USA. Trots detta faktureras en stor andel av euroländernas export och import i en annan valuta än euro. Särskilt gäller detta olja, gas, metaller, jordbruksprodukter och flygplan som handlas i dollar.

”Utvecklingen sedan eurons tillblivelse 1999 ger ingen anledning att tro att dess betydelse är på väg att öka, snarare tvärtom.”

Utvecklingen sedan eurons tillblivelse 1999 ger ingen anledning att tro att dess betydelse är på väg att öka, snarare tvärtom.⁴ Det finns främst två orsaker till detta. Fram till finanskrisen 2008–2009 och den efterföljande eurokrisen ökade eurons internationella roll, därefter minskade den till en nivå som euron hade 1999. Uppenbarligen fick förtroendet för euron en knäck som den inte har hämtat sig från. Den andra orsaken är den snabbare ekonomiska tillväxten i Kina och Sydostasien. Dessa länders valutor är i regel knutna till dollarn och USA är en viktig eller den viktigaste handelspartnern. Medan eurons vikt är densamma som den var för ett par decennier sedan har dollarns vikt ökat betydligt.

3. Varför har euron en svag ställning?

Centralbanker håller utländsk valuta dels för att kunna bistå banksystemet i det fall valutamarknaden inte fungerar, dels för att kunna styra växelkursen när den egna valutan är knuten till en annan valuta eller en korg av valutor. Valutareserverna hålls i regel i form av statspapper med relativt kort löptid denominerade i reservvalutan. De måste hela tiden omsättas

när de löper ut. Det innebär att centralbankerna behöver ha tillgång till en stor och likvid marknad för säkra statspapper i den aktuella valutan. En stor och likvid marknad innebär att det är lätt att köpa de värdepapper som man vill ha och att deras pris inte påverkas nämnvärt vid enskilda transaktioner.

Efterfrågan på säkra statspapper på en stor och likvid marknad kommer även från privata investerare runt om i världen, exempelvis pensionsfonder och statliga investeringsfonder.

Marknaden för amerikanska statsskuldväxlar (*treasuries*) och statsobligationer är utan jämförelse den största och mest likvida i världen. År 2018 hade den ett värde på drygt 14 000 miljarder dollar. I jämförelse är marknaden för statspapper denominerade i euro liten och marknaden för säkra statspapper ännu mindre. Räknas mindre säkra statspapper utgivna av Grekland, Italien, Portugal och Spanien bort rör det sig om cirka 4 000 miljarder dollar. Räknas bara statspapper utgivna av Frankrike och Tyskland – som anses säkrast – har marknaden en storlek på cirka 3 000 miljarder dollar. Oavsett hur man jämför är den amerikanska statspappersmarknaden tre till fem gånger större än marknaden för säkra statspapper i euro.⁵

För att euron ska få en ställning jämförbar med USA-dollarn krävs ett långt större utbud av säkra statspapper som är denominerade i euro. Det finns flera hinder för en sådan utveckling. Ett hinder är att euroländernas BNP bara uppgår till två tredjedelar av av USA:s. Ett annat är att endast Tyskland, Nederländerna och Luxemburg har en lika hög kreditvärdighet som USA. Flera euroländer har låg eller mycket låg kreditvärdighet.⁶ Euroländerna skulle kunna skapa en större och mera likvid marknad för statspapper med hög kreditvärdighet genom att ge ut gemensamt

⁴ Se *The international role of the Euro: state of play and economic significance*, Europaparlamentet 2020.

⁵ Siffrorna är från Ilzetski op.cit. De avser statspapper som handlas på sekundärmarknader. Vid utgången av 2020 var värdet av utestående amerikanska statspapper större, cirka 22 000 miljarder dollar. Statsskulden har svällt till följd av skattesänkningar och coronarelaterade utgiftsökningar. För säkra statspapper i euro tillkommer den upplåning på upp till cirka 1 250 miljarder euro (ungefär 1 500 miljarder dollar) som görs med EU-budgeten som säkerhet för coronastöd (SURE) och återhämtningsfonden samt upplåning av ESM och EIB för coronastödslån.

⁶ *Credit Rating for Euro Area Member States and European supranational institutions*, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/651351/IPOL_BRI\(2020\)651351_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/651351/IPOL_BRI(2020)651351_EN.pdf)

garanterade statspapper, så kallade *eurobonds*. Propåer om detta har hittills stött på motstånd från bland andra Tyskland, eftersom det skulle medföra en risk för att få stå för notan när andra euroländer inte kan uppfylla sina betalningsåtaganden.⁷

Förutom marknaden för statspapper finns i USA också en stor och likvid marknad för företagscertifikat – skuldbevis med kort löptid – och företagsobligationer. Denna marknad är ungefär fem gånger så stor som motsvarande marknad i euroländerna. Europeiska företags skulder består till cirka 80 procent av banklån och bankkrediter, som inte kan handlas på en marknad, medan motsvarande siffra för amerikanska företag är 30 procent. Det finns en trend mot ökad så kallad värdepapperisering (*securitization*) av företagsskulder i Europa, men den är inte särskilt stark.

”Detta visar tydligt att förtroendet för euron fick sig en knäck efter finans- och eurokrisen som den inte har hämtat sig ifrån.”

Trots skillnaden i marknadsstorlek var företagspapper i euro nästan lika attraktiva som företagspapper i dollar före finanskrisen bland investerare utanför euroområdet respektive utanför USA. Detta förändrades drastiskt efter krisen. Dollardenominerade företagspapper ökade sin andel av det totala innehavet av företagspapper bland utländska investerare från 41 till 63 procent, medan eurodenominerade företagspapper minskade sin andel från 38 till 22 procent.⁸ Detta visar tydligt att förtroendet för euron fick sig en knäck efter finans- och eurokrisen som den inte har hämtat sig ifrån.

Förutom att storleken på marknaderna för eurodenominerade stats- och företagspapper är

betydligt mindre än marknaderna för motsvarande dollardenominerade värdepapper tillkommer att de förra är fragmenterade genom bland annat olika nationella lagar och regler. EU-kommissionen lade 2020 fram en ny handlingsplan för den så kallade kapitalmarknadsunionen. I handlingsplanen ingår att kommissionen ska ”arbeta för ett förbättrat enhetligt regelverk för kapitalmarknaderna genom att bedöma behovet av ytterligare harmonisering av EU:s regler och övervaka framstegen mot konvergens i tillsynen.”⁹ Detta är ett arbete som med nödvändighet kommer att ta lång tid och fordra antingen nya EU-direktiv eller att nationella lagar och regler görs enhetliga utan sådana direktiv.

De mest konkreta åtgärderna som EU-kommissionen vidtagit för att stärka eurons internationella roll är att försöka förmå aktörerna på marknader som använder dollar att i stället använda euro. Detta gäller bland annat olja, gas, flygplan, hälsovårdsprodukter och vissa råvaror som behövs för förnybar energi. Dessutom vill kommissionen stödja utvecklingen av finansiella derivat och handelsplattformar för handel med energi och råvaror.¹⁰

4. Maktpolitiska skillnader mellan USA och EU – och Kina

I ett historiskt perspektiv kan man konstatera att det finns ett starkt samband mellan den rådande internationella valutan å ena sidan och den politiska, ekonomiska och militära makten å den andra under en viss tidsepok. Under 1600- och 1700-talen var den spanska silverdollarn den viktigaste internationella valutan och dessutom lagligt betalningsmedel i stora delar av världen i kraft av Spaniens politiska och militära makt samt dess kontroll av handeln mellan kontinenterna. På 1800-talet blev *pound sterling* den främsta internationella valutan i kraft av Englands politiska,

⁷ De obligationer som ges ut för att finansiera SURE och återhämtningsfonden garanteras av EU-budgeten och därmed av samtliga EU-länder, inte bara euroländerna.

⁸ Maggiori, Matteo, Brent Neiman och Jesse Schreger, International currencies and capital allocation, *Journal of political economy*, June 2020.

⁹ *En kapitalmarknadsunion för människor och företag – en ny handlingsplan*, EU-kommissionen 2020. Den första handlingsplanen lades fram 2015 och en översyn gjordes 2017.

¹⁰ *The European economic and financial system: fostering openness, strength and resilience*, EU-kommissionen 2020.

militära och ekonomiska makt.¹¹ Pundet förlorade sin ställning efter första världskriget till den amerikanska dollarn, vilket formaliserades i och med tillblivelsen av Bretton Woods-systemet vid andra världskrigets slut.

Sett i det historiska perspektivet skulle det krävas att EU blir den starkaste politiska, militära och ekonomiska makten för att euron ska kunna gå om dollarn som främsta internationella valuta. Dit är det en bit kvar. Kina har potential att överta USA:s ställning i världen i kraft av dess befolkningsstorlek och ekonomi. Redan om några år kommer Kinas BNP att vara större än USA:s. För att den kinesiska valutan – *renminbi* – ska bli den främsta internationella valutan krävs dock att valutan blir fullt konvertibel, finansmarknaderna fria och att utländska investerare och låntagare har fullt förtroende för det kinesiska rättssystemet. Det sistnämnda – som innebär ett fritt och oberoende rättssystem – är dock inte förenligt med det kinesiska styrelseskicket.

5. Utländska bankers beroende av USA

USA har vidtagit finansiella sanktioner mot en rad länder och individer. Sanktionerna tvingar inte bara amerikanska banker att iakttä sanktionerna, vilka innebär att vissa typer av transaktioner inte får genomföras eller finansiella tillgångar som tillhör bestraffade länder och individer hålls oåtkomliga, utan tvingar även utländska banker att iakttä sanktionerna. Det vapen som amerikanska myndigheter hotar att använda mot dem som bryter mot sanktionerna är avstängning från *Clearing House Interbank Payments System*,

ett system som används för att genomföra transaktioner i dollar mellan amerikanska och utländska banker. Omkring 95 procent av alla sådana transaktioner görs via systemet och amerikanska banker är nästan alltid inblandade i handel med dollar över nationsgränserna. USA kan även stänga av utländska banker från SWIFT, ett system för finansiell kommunikation mellan världens alla banker, genom sin kontroll över den internationella organisation som driver SWIFT. Ingen bank som verkar internationellt kan sköta verksamheten utan tillgång till dessa system.¹²

När USA sade upp Iran-avtalet skapade Frankrike, Tyskland och Storbritannien en särskild finansiell institution kallad INSTEX (*Instrument in Support of Trade Exchanges*) för att kringgå sanktionerna. Detta misslyckades dock, bland annat på grund av amerikansk press både mot institutionen och dess anställda, som riskerade att deras personliga ekonomi eller karriär kunde ta skada.¹³ EU-kommissionen vill nu undersöka möjligheterna att på andra vägar minska beroendet av USA:s sanktioner.¹⁴

6. Långt kvar till en starkare ställning för euron

Det är mycket som krävs för att euron ska få en starkare ställning som internationell valuta: en stor och likvid marknad för säkra statspapper och företagspapper denominerade i euro. Detta kräver i sin tur sannolikt tillskapandet av euroobligationer, det vill säga obligationer som är gemensamt garanterade av euroländerna. Det kräver också en gemensam marknad för statspapper och

¹¹ Fram till början av 1930-talet var mynt ofta präglade i värdefulla metaller, som guld, silver och koppar, och centralbankerna garanterade att sedlar kunde lösas in till motsvarande värde i guld (guldmynntfot). Så länge man inte fuskade med myntens metallhalt var det relativt lätt att upprätthålla förtroendet för valutan. Sedan konvertibiliteten upphörde bygger förtroendet för en valuta på hur väl styrelseskicket med mera fungerar. Detta förtroende är svårare att upprätthålla.

¹² En beskrivning av sanktionssystemet och lagstiftningen ges av Berry Carter och Ryan Farha, "Overview and Operation of U.S. Financial Sanctions, Including the Example of Iran", <https://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2267&context=facpub>. I de få fall då detta inte är tillräckligt kan USA vidta ytterligare åtgärder enligt den så kallade *Patriot Act*.

¹³ INSTEX idé var att exportörer från EU till Iran skulle få betalt från importörer från Iran till EU. På motsvarande sätt skulle exportörer från Iran till EU få betalt av importörer från EU till Iran. Den så kallade clearingens skulle alltså ske inom EU och på motsvarande sätt inom EU utan att betalningar behövde skickas mellan EU och Iran. Systemet förutsatte en stor mängd transaktioner och ungefär lika stora handelsflöden i båda riktningarna. Endast en enda transaktion gjordes. Se *The failure of Europe's feeble muscle flexing*, New York Times, 10 februari 2020.

¹⁴ *The European economic and financial system: fostering openness, strength and resilience*, EU-kommissionen 2020.

företagspapper, det vill säga ett fullföljande av EU:s kapitalmarknadsunion. En sådan marknad skulle förutom att ge euron en starkare ställning medföra samhällsekonomiska vinster. Allt detta kan göras, men det kommer att ta lång tid och det förutsätter en politisk vilja hos medlemsstaterna.

Däremot är det svårt att se hur EU skulle kunna undgå att ofrivilligt medverka till amerikanska finansiella sanktioner mot stater och individer enbart genom att euron får en starkare ställning

som internationell valuta. Därtill fordras att EU får en sådan politisk och ekonomisk styrka att det kan vidta kännbara motåtgärder som verkar avhållande och att EU utvecklar finansiella verktyg som kan kringgå beroendet av amerikanska finansiella institutioner. Dessa förutsättningar kommer inte att finnas inom överskådlig framtid och förhoppningsvis behövs de inte heller med den nya amerikanska administrationen.