

**DET
EUROPEISKA
VALUTA-
SAMARBETET
—
EMS**

Johan Lybeck

SNS FÖRLAG

**DET
EUROPEISKA
VALUTA-
SAMARBETET
—
EMS**

**DET
EUROPEISKA
VALUTA-
SAMARBETET
—
EMS**

Johan Lybeck

SNS FÖRLAG

SNS FÖRLAG
Sköldungagatan 2
114 27 Stockholm
Telefon 08-23 25 20

- SNS Studieförbundet Näringsliv och Samhälle
SNS – Center for Business and Policy Studies
- SNS vill sprida kunskap om ekonomiska och sociala förhållanden samt vara ett obundet forum för öppet utbyte av idéer i ekonomiska och sociala frågor mellan personer i näringsliv, politik och offentlig förvaltning, intresseorganisationer, media, universitet och högskolor.
- SNS verkar genom forskning och utredningar, bokutgivning, seminarier och konferenser samt möten i lokala grupper i Sverige och utlandet. Verksamheten finansieras genom medlemsavgifter, företagsabonnemang, forskningsanslag, uppdragsarvoden och bokförsäljning.
- SNS är fristående till politiska partier och intressegrupper, men har nära kontakt med universitet och högskolor samt motsvarande forskningsorganisationer i andra länder.
- SNS grundades 1948 som en oberoende sammanslutning av personer i näringslivet med intresse för samhällsfrågor. Organisationen har för närvarande 4 000 individuella medlemmar i 40 lokalgrupper (varav 8 i utlandet) samt ca 135 företagsabonnenter, däribland svenska börsbolag och banker, utlandsägda och kooperativa företag samt statliga företag och myndigheter.

Johan Lybeck
Det europeiska valutasamarbetet – EMS
1:a upplagan
1:a tryckningen

© 1989 Johan Lybeck och SNS Förlag
Omslag: Pierre Österholm/Nyebølle Grafisk Form
Diagram: Roy Bäckbom
Tryck: Kristianstads Boktryckeri AB 1989
ISBN 91-7150-356-0

Innehåll

Utgivarens förord 7

Tackord 9

Inledning 10

1. Bakgrund: Hur uppstod EMS? Bretton Woods och ”ormsamarbetet” 13
2. Vad är EMS? Utveckling och huvudbeståndsdelar 19
3. De bilaterala växelkurserna inom EMS 25
4. Den gemensamma valutan ECU 30
5. Hur bestäms divergensindikatorn? 44
6. Hur sker ändringar av växelkurserna, s k ”realignments”? 47
7. Vad har EMS åstadkommit? 54
8. Långsiktiga utvecklingstendenser 73
9. Vad skulle en svensk EMS-anslutning kunna innebära? 83

Noter 92

Litteratur 97

Sakregister 103

Förteckning över tabeller

1. Olika delar av "The European Monetary System" 20
2. De parvisa växelkurserna inom ERM med tillåten avvikelse 25
3. "EMS European currency unit rates" ur Financial Times 28
4. Procentuella vikter i ECU vid olika tillfällen 1979–88 31
5. Spot-kurser för ECU-valutorna mot USD, 1973–88 32
6. Valutabehållning i privata banker i slutet av 1986 37
7. Bankmarknaden i ECU vid slutet av 1986 38
8. De främsta låntagarna i ECU-denominerade obligationer under perioden 1 januari till 31 juli 1988 42
9. Beräkning av divergensindikatorn 44
10. Ändringar av växelkurserna vid "realignments" 1979–88 47
11. Interventioner av vissa centralbanker 1979–87 53
12. Variabilitet i växelkurserna före och efter EMS 61
13. Variabilitet i korta och långa räntor före och efter EMS 64
14. Analys av räntor inom och utom ERM med principal components 64
15. Prisvariationer inom och utom ERM, 1974–85 65
16. Tillväxttakter inom EMS, 1974–87 70

Förteckning över figurer

1. Växelkurser för den svenska kronan gentemot US dollar, pund sterling och DMark 1951–88, procentuella förändringar för årsmedeltalen 14
2. Finansminister Lawson och premiärminister Thatcher om EMS 24
3. De två begränsningarna inom EMS den 23 december 1988 29
4. Reuter-bilderna för EMS den 13 december 1988 29
5. Variationer i växelkursen för US dollar per ECU, 1979–88 33
6. Reuter-bilder för växelkurser, bl a ECU, och deposit- marknaden i ECU 35
7. Växelkursen ECU mot dollar dag för dag under 1988 36
8. Ränta på 12-månaders deposit-placeringar i ECU under 1988 dag för dag 37
9. Variationskoefficient för olika valutor mot ECU resp SDR 1980–85 39
10. Prospekt för Sveriges ECU-lån 1986 41
11. Utveckling av växelkurserna inom EMS 1979–89 48
12. Utveckling av korta räntor inom EMS 1980–87 62
13. Utveckling av långa räntor inom EMS 1980–87 63
14. Utveckling av konsumentpriserna inom EMS 1980–87 66
15. Utveckling av budgetunderskotten inom EMS 1980–87 68
16. Utveckling av bytesbalanserna inom EMS 1980–87 69

Utgivarens förord

Sverige har sedan 1977 ett växelkurssystem där kronans värde bestäms mot en korg av utländska valutor. Mot denna valutakorg skall kronan ha ett, i princip, konstant värde. Norge och Finland har också liknande växelkurssystem.

Efter devalveringarna 1981 och 1982 har det då och då i debatten föreslagits, att den svenska kronan skall anslutas till det europeiska valutasamarbetet ("European Monetary System", EMS) i syfte att öka trovärdigheten i den svenska växelkurspolitiken. Andra bedömare har emellertid hävdats, att en anslutning till EMS skulle tvinga fram en radikalt annorlunda ekonomisk politik i Sverige med högre arbetslöshet som följd.

Syftet med denna bok är inte att ta ställning i anslutningsfrågan, utan att ge den svenska debatten om EMS mer fakta. Vad är egentligen EMS? Hur uppstod det och varför? Vilken koppling finns mellan EMS och EG? Hur bestäms växelkurserna mellan de ingående valutorna inom EMS och vilka möjligheter finns att ändra dem? Hur har den ekonomiska politiken skötts inom EMS-länderna? Hur fungerar den gemensamma valutan ECU och vilka fördelar och nackdelar har den? Vad har EMS åstadkommit, när det gäller att minska de penningpolitiska spänningarna mellan länderna och få ned inflationen? Vad händer med EMS på längre sikt? Kan ett land som står utanför EG såsom Sverige likväl gå med i EMS? Vilka effekter skulle det få?

Detta är ett exempel på frågor som professor Johan Lybeck söker besvara i denna bok. Boken är skriven för lekmannen och kräver inga större förkunskaper. Samtidigt lämpar den sig väl som lärobok på universitet och högskolor.

Stockholm i april 1989

Hans Tson Söderström
VD i SNS

Tackord

Ursprunget till denna skrift är ett föredrag som jag höll i maj 1988 för den norska Sosialekonomenes Forening. Jag vill tacka Foreningen för initiativet.

Sakinnehållet i boken har granskats av flera kunniga vänner. Speciellt vill jag tacka Magnus Henrekson (University of Michigan), Christina Lindenius (Sveriges Riksbank), Rutger Lindahl (Göteborgs universitet), Dag Lindskog (Sparbankernas Bank), Peter Norman (Sveriges Riksbank), Stefan Sandström (SNS) samt Niels Thygesen (Köbenhavns universitet).

För kvarvarande fel, liksom för subjektiva påståenden, svarar författaren alldeles ensam.

Lidingö i mars 1989

Johan A. Lybeck

Inledning

Ett av de viktigare besluten som ett land har att fatta i den ekonomiska politiken gäller valet av växelkurssystem. Skall den inhemska valutan få flyta helt fritt mot övriga valutor? Skall dess värde vara helt låst? I så fall gentemot vad? Till guld eller dollar eller en korg av utländska valutor eller . . . ? Finns det något mellanalternativ?

Under efterkrigstiden har pendeln svängt mellan ytterligheterna. Under en lång rad av år fram till början av 1970-talet var växelkurserna för industrivärldens valutor i princip fasta. En lång rad ändringar (devalveringar och revalveringar) skedde dock. Samtidigt var en majoritet av de professionella ekonomerna anhängare av helt flytande växelkurser, vilka man trodde skulle isolera länderna från de ekonomisk-politiska misstagen i omvärlden.

Med början 1971 och med ökad betoning efter den första vågen av höjda oljepriser 1973 fick de sin vilja igenom. En lång rad av tunga valutor — dollarn, pundet, yenen, schweizerfrancen — började flyta fritt mot varandra. Men de utlovade fördelarna med flytande växelkurser uteblev. I stället framstod i allt högre grad internationell koordinering av den ekonomiska politiken och i samband därmed fastare växelkursrelationer som lösningen på problemen. Idag är endast ett fåtal av världens ekonomer fortfarande anhängare av helt flytande valutakurser.

Lösningen har i en del fall inneburit, att växelkurserna fortfarande flutit formellt fritt ("float"), men att länderna ingripit när de funnit det nödvändigt för att förhindra icke önskade förändringar ("dirty float"). Sådana system tillämpas idag för t ex dollar, yen och pund sterling. I andra fall har en flytande valuta i praktiken knutits till en annan. T ex har den österrikiska schillingen kommit att få en utveckling mycket likartad den tyska marken. Många av de asiatiska valutorna har också följt dollarns utveckling.

En tredje lösning, som sedan 1970-talets mitt tillämpas i Sverige, Norge och Finland, har varit att söka hålla växelkursen konstant mot en korg av utländska valutor. Den svenska kronan skall således vara i princip konstant mot ett vägt genomsnitt av utländska valutor, där den

amerikanska dollarn givits vikten (ungefär) 23 procent, den tyska marken 17 procent osv. Kronan har dock skrivits ned (devalverats) mot korgen i olika omgångar med totalt 32 procent.

I denna bok granskas den speciella form av fasta växelkurser som det europeiska valutasamarbetet ("The European Monetary System", EMS) utgör. Kapitel 1 beskriver den historiska bakgrunden i form av de tidigare växelkurssystemen under efterkrigstiden: Bretton-Woodssystemet och "den skermen". Vilka fördelar och nackdelar hade dessa och vad var det som skaparna av EMS 1979 ville åstadkomma?

Kapitel 2 beskriver EMS och dess utveckling, kapitel 3 det sätt på vilket växelkurserna inom EMS fastställs. Som vi skall se, har EMS redan genomgått två faser i sin utveckling: en första fas med fokus på fasta men ändå ändringsbara växelkurser ("adjustable peg") och en andra fas (sedan 1983) med tonvikt på konvergens i inflationstakterna och därmed ökade krav på samordning av den ekonomiska politiken.

Kapitel 4 presenterar den gemensamma valutan ECU ("European Currency Unit") och visar dess betydelse som alternativ till de nationella valutorna. Kapitel 5 presenterar därefter hur man mäter avvikelser från de tillåtna växelkurserna genom den sk divergensindikatorn mot ECU. Kapitel 6 visar slutligen hur korrigeringar av växelkurserna ("realignments") gått till och diskuterar den ekonomiska politik som förts i samband med spekulationer mot valutorna och vid "realignments".

Dessa kapitel är framförallt deskriptiva. Kapitlen 7 till 9 är mer analytiska till sin karaktär. Kapitel 7 visar de effekter som EMS haft på utvecklingen av växelkurser, priser, räntor m m. Betydelsen av detta analyseras sedan. Hur allvarligt är det t ex att valutakurserna varierar? Har EMS varit orsaken till att ett land som Italien kunnat väsentligt reducera sin inflationstakt eller är det främst andra faktorer som legat bakom?

Kapitel 8 diskuterar EMS tänkbara utveckling. Kan EMS överleva en snabbt fallande dollarkurs, som innebär en motsvarande press uppåt på den tyska marken? Kan EMS klara sig utan Storbritanniens medlemskap? Vilka förändringar kommer att krävas i systemet på lite längre sikt? Går vi emot en europeisk monetär union, där de nationella valutorna helt avskaffas? Kommer det att krävas en gemensam europeisk centralbank för att harmonisera penningpolitiken? Måste även finanspolitiken anpassas till gemensamma mål i den ekonomiska politiken eller kommer det att finnas kvar vissa möjligheter till nationell autonomi?

I det avslutande kapitel 9 diskuteras fördelar och nackdelar med ett svenskt (eller för den delen norskt eller finskt) medlemskap i EMS. Kan ett icke EG-land bli medlem överhuvudtaget? Vilka krav skulle det ställa på den ekonomiska politiken? Är det sant att den svenska arbetslösheten skulle behöva anpassas till EG:s nivå på runt 10 procent? Vilka fördelar skulle ett medlemskap kunna ge?

Läsaren bör notera, att detta inte primärt är en bok om svensk växelkurspolitik. Bokens främsta syfte är att ge läsaren en beskrivning av vad det Europeiska Valutasamarbetet (EMS) är. I detta syfte ger boken även en ibland teknisk beskrivning av olika av EMS-samarbetets fundamenta. För att underlätta vidare studier av växelkurspolitik i allmänhet och EMS i synnerhet ges också en diger litteraturförteckning. I texten har också en hel del engelska fackuttryck nämnts inom parentes, också detta för att ge läsaren lite hjälp på vägen mot den större, engelsk-språkiga litteraturen.

1. Bakgrund: Hur uppstod EMS?

Bretton Woods och "ormsamarbetet"

Efter det andra världskriget återgick världen till de fasta växelkurser som varit suspenderade sedan 1931 (och egentligen inte tagits på allvar sedan 1914). Det s k Bretton Woods-systemet togs i bruk.¹ Detta system byggde på tre grundvalar: fasta växelkurser, internationellt finansiellt samarbete samt guld och dollarn som dubbla ankare. Som en del av överenskommelsen skapades den Internationella Valutafonden ("International Monetary Fund") för att övervaka valutasystemet och hjälpa länder i akut behov av utländsk valuta. För att ge mer långfristig finansiell assistans tillkom samtidigt Världsbanken ("International Bank for Reconstruction and Development").

I Bretton-Woods-avtalet förband sig de ingående länderna att upprätthålla ett givet värde, ett s k parivärde, ("par value") för respektive valutor i termer av guld. Men eftersom USA samtidigt förband sig att upprätthålla ett värde på dollarn på 35 dollar per uns guld, och dollarn var den främsta reservvalutan i systemet, blev resultatet i praktiken att de övriga valutorna var direkt bundna till dollarn och indirekt till guld.²

Genom att alla ingående länders valutakurser var definierade mot dollarn kunde även parivärden mot alla andra valutor fastställas (bilateral växelkurser). Mot dollarn tilläts för varje valuta en största tillåten variation på ± 1 procent. Mot varje annan enskild valuta innebar detta en största spännvidd på ± 2 procent, om den ena valutan var som starkast mot dollarn och den andra som svagast och de därefter bytte plats. Genom att köpa eller sälja antingen guld (från/till andra centralbanker) eller sin egen valuta mot reservvalutan dollar skulle centralbankerna hålla växelkursen inom den tillåtna marginalen.

Ändringar av de uppställda växelkurserna fick bara ske om landet befann sig i s k fundamental ojämvt ("fundamental disequilibrium") enligt den berömda artikel XIV i Valutafondens stadgar. Med detta avsågs främst ett långvarigt underskott i handels- och bytesbalansen. Valutafondens tillstånd krävdes för en sådan ändring av parivärdet, som således inte fick tillgripas annat än i undantagsfall och inte som ett naturligt inslag i den ekonomiska politiken. För att brygga över tillfälli-

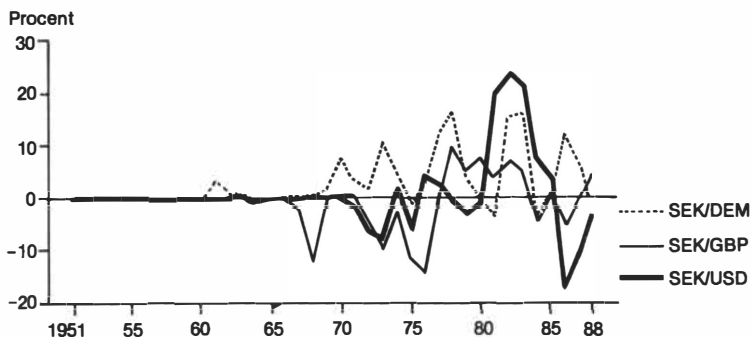
ga betalningsunderskott byggdes det inom Valutafonden upp reserver, som länder med betalningsbalansproblem kunde få dra på i viss relation till egna inbetalade reserver.

En viktig ingrediens i valutasystemet var även att de olika restriktionerna på valutahandeln skulle avskaffas. Inte förrän 1958 blev emellertid industrivärldens valutor fritt konvertibla (växlingsbara) mot varandra. Som bekant upprätthåller många länder (t ex Sverige, Frankrike och Italien) ännu idag omfattande restriktioner på kapitalrörelser över gränserna.³

Systemet kom därför i praktiken inte att testas förrän 1958. Och det dröjde inte heller längre än till 1964 innan den näst tyngsta valutan – pundet – hamnade i svårigheter. Detta ledde så småningom till 1967 års stora devalvering av sterling. Redan i början av 1960-talet hade den tyska marken uppenbarat sig som en stark konkurrent till dollarns och pundets roll som reservvaluta; dels genom styrkan i den tyska ekonomin som sådan, dels genom behovet av kontinuerliga revalveringar (uppskrivningar) av marken. Den första skedde redan 1961.

Figur 1 visar de tre viktigaste valutornas – dollarn, pundet och den tyska marken – kurser gentemot kronan under åren 1950 till 1988. Om vi kommer ihåg att systemet först kom igång på allvar 1958, varade det uppenbarligen inte särskilt länge! Och variationerna har varit rätt betydande sedan dess.

Figur 1 *Växelkurser för den svenska kronan gentemot US dollar, pund och DMark 1951–88, procentuella förändringar för årsmedeltalen*



Flera av de viktigaste valutorna fick således problem tämligen omgående. Så länge dollarn följde spelreglerna och dollarn hade en fast relation till guld, hängde emellertid systemet samman. I början av 1960-talet upplevde man snarare en brist på dollar ("the dollar shortage"). Detta, tillika med det franska motståndet under de Gaulle mot att dollarn ensam hade rollen som reservvaluta, ledde 1968 till skapandet av s k Speciella Dragningsrätter, SDR ("Special Drawing Rights"), en korg av valutor inom ramen för den Internationella Valutafonden. SDR skulle vara såväl en räkneenhet ("unit of account") som en pappersvaluta, i vilken centralbankerna kunde ha sina valutareserver ("store of value"). Föregångaren till ECU:n var född!⁴

Samtidigt blev emellertid utbudet av dollar från mitten av 1960-talet mycket stort, främst genom att USA finansierade Vietnam-kriget genom budgetunderskott och import av utländskt sparande via ett underskott i bytesbalansen. Redan 1960 hade USA faktiskt större skulder till utlandet än vad som fanns täckning för i form av USA:s guldreserv. Men ankaret – dollarn – kunde inte devalveras inom ramen för Bretton Woods-systemet. I stället fick andra metoder tillgripas, t ex den skatt på amerikanska köp av utländska värdepapper som Kennedy införde 1963 ("Interest Equilization Tax"), liksom den "frivilliga" begränsningen av bankernas långivning till utlänningar ("Voluntary Foreign Credit Restraint Program") från och med 1965. Den främsta effekten av dessa åtgärder blev emellertid bara en snabb tillväxt av marknaden för dollar utanför USA – Eurodollar-marknaden.

Men i slutet av 1960-talet blev utbudet av dollar så stort, att förtroendet för USA:s förmåga att upprätthålla guldpriset undergrävdes. Problemet löstes tillfälligt av de nya regler: från 1968 gällde det fasta priset på dollarn på 35 per uns guld endast gentemot centralbanker. Den privata guldmarknaden fick sköta sig själv och bestämma vilket pris som helst.

1971 blev krisen akut med spekulationer i stor skala mot dollarn. Med de reducerade amerikanska guldreserverna kunde ett fall i dollarkursen bara hejdas genom att andra centralbanker köpte dollar för nytryckta egna valutor (s k interventioner). Men härigenom spädde de på penningmängden (och på sikt inflationen) i sina egna ekonomier. Eftersom Västtyskland dessutom var det enda landet som hade resurser i större skala att intervensera med, räckte inte centralbankernas kraft för att stötta dollarn. I augusti 1971 upphävde USA:s president Nixon tillfälligt dollarns växlingsbarhet till guld även för centralbanker och införde också en tioprocentig extra importtull.

På "Smithsonian-mötet" i Washington i december 1971 devalverades så dollarn genom att dess guldvärde ändrades från 35 till 38 dollar per uns. Samtidigt gavs valutorna ett större spelrum mot varandra, $\pm$ 2,25 procent. Deltagare i överenskommelsen var de 10 största industriländerna, den s k G-10 gruppen.⁵

Medlemsländerna i den gemensamma marknaden EG bestämde sig emellertid för att fortsätta valutasamarbetet med snävare tillåtna växelkursvariationer. Från och med april 1972 (Basel-överenskommelsen) trädde den s k ormen (eller mer formellt, "The European Common Margins Arrangement") i kraft. De deltagande valutorna bands till en bredd mot varandra på $\pm$ 1½ procent. De snävare gränserna var naturliga mot bakgrund av den samtidigt publicerade Werner-planen, som planerade för en total monetär union i Västeuropa. Snävare interventionsgränser och interventioner i de egna valutorna i stället för dollar var steg på vägen mot en fullständig harmonisering av de olika ländernas penningpolitik och en fullständig monetär union.

I orm-samarbetet ingick inte bara EG-valutorna (Storbritannien var dock bara medlem till hösten 1972, varefter pundet blev helt flytande) utan även de norska, svenska och danska kronorna. Eftersom ormen slingrade sig med snäva interventionsgränser mot övriga valutor, främst dollarn, som kunde röra sig lite mer, kallades valutasamarbetet för "snake in a tunnel".

Smithsonian-överenskommelsen, som Nixon kallat "det viktigaste monetära avtalet i världshistorien", varade emellertid bara i drygt ett år! Med de nya spekulationerna mot dollarn i februari 1973 skapades en omöjlig situation, som inom kort ledde till att också dollarn blev flytande. Därmed släpptes det sista ankaret i Bretton-Woods-systemet. Ormen slingrade sig fritt mot de övriga valutorna (främst dollarn, pundet och yenen) och systemet kallades därför för "snake in a lake".⁶

Detta system förblev med smärre ändringar i drift till dess att det formaliserades i form av EMS ("The European Monetary System") i mars 1979. Under tiden hade Frankrike åkt jojo in och ut ur samarbetet. Sverige lämnade det i samband med devalveringen i augusti 1977, då vi i stället började att definiera den svenska kronan mot en korg av utländska valutor. Norge kunde inte heller gå in i det vidare samarbetet inom EG utan skapade 1978 en korg liknande den svenska. Finland hade aldrig varit medlem av "ormen" utan haft sin egen valutakorg redan från början av 1970-talet.⁷ För Danmark, som under tiden blivit medlem av EG, föreföll det mer naturligt att gå med i EMS.

Varför höll inte Bretton-Woods-samarbetet? Vad krävs för att ett

system med fasta växelkurser skall kunna fungera under en längre tid?

För det första måste det finnas en reservvaluta som alla har förtroende för. Bretton Woods-systemet byggde på att dollarns värde inte fick ifrågasättas. Försöken att ersätta dollar med SDR kom alldeles för sent för att vara trovärdiga och ledde i stället främst till att överlikviditeten i det internationella valutasystemet ytterligare spädades på.

För det andra måste interventionsbördan fördelas mer symmetriskt. Bretton Woods-systemet lade hela skulden för ojämvikter på underskottslandet, som tvingades ta till åtstramning och, på sikt, devalvering (nedskrivning av valutans värde mot dollar och guld). Inga dylika krav restes på överskottslandet; inga gränser uppställdes för hur mycket reservvaluta ett land kunde dra på sig.

För det tredje måste det finnas klara spelregler för hur anpassningar av växelkurserna skall gå till. Enligt Bretton Woods-systemet var det fult att devalvera; alltså uppsköts den till sist nödvändiga devalveringen alldeles för länge varför den inhemska ekonomin under flera år hölls på en konstlat låg nivå med hög arbetslöshet för att dämpa efterfrågan och import. Paradexemplet är Storbritannien från början av 1960-talet fram till devalveringen 1967.

För det fjärde måste anpassningen av växelkurserna ske på ett sådant sätt, att spekulatör mot en valuta inte lönar sig. Om en spekulatör är tämligen säker på att en devalvering kommer att ske inom en viss tid, säg ett år, och vet att devalveringar alltid tas till i överkant⁸ (15 procent i Storbritannien 1967, 16 procent i Sverige 1982, 20 procent i Nya Zeeland 1983) kommer spekulatör alltid att vara en lönsam verksamhet. Det värsta som kan inträffa är ju att en devalvering *inte* sker! Och skulle den ske, blir det en stor utdelning. Om däremot anpassningen av växelkurserna aldrig sker med större steg än några få procent åt gången, avskräcks spekulanterna eftersom spekulatören blir olönsam i genomsnitt.⁹

Detta pekar på en femte förutsättning för att ett system med fasta växelkurser skall kunna vidmakthållas över en längre period. Nämligen att den ekonomiska politiken i de länder som ingår i växelkurssamarbetet koordineras på ett sådant sätt, att skillnaden i inbördes inflationstakt – och därmed behovet av ändringar i växelkurserna för att bibehålla konkurrenskraften – aldrig överstiger de acceptabla procenten (punkt 4).

Som vi skall se i senare kapitel, har flera av dessa problem – men inte alla – redan lösts inom ramen för EMS. Därigenom har EMS i dagarna kunnat fira sitt tioårsjubileum, medan Bretton-Woods-systemet i allt

väsentligt kraschade efter några få år. Men samtidigt uppfyller inte EMS alla dessa krav, vilket pekar på att det också kommer att upplösas på sikt om det inte vidareutvecklas till en mer komplett monetär union med än bättre ekonomisk-politisk samordning. Mycket mer om detta kommer att tas upp i kapitel 8!

2. Vad är EMS?

Utveckling och huvudbeståndsdelar¹⁰

Vid ett möte i Köpenhamn i april 1978 föreslogs en formalisering av orm-samarbetet av Västtysklands dåvarande förbundskansler Helmut Schmidt. Beslutet om ett nytt valutasystem, EMS, fattades sedan vid ett nytt möte i Bryssel den 5 december av EG:s Råd.¹¹

Formellt byggde EMS på ett avtal mellan de deltagande ländernas centralbankschefer; först genom Enhetsakten ("Single European Act") 1985 formaliserades EMS som en del av EG-samarbetet (se nedan). Systemet trädde i kraft den 13 mars 1979. Det gick fort, därför att vad som egentligen inträffade, var att systemet drevs igenom av Schmidt och Frankrikes dåvarande president Giscard d'Estaing. De övriga sju dåvarande EG-länderna var till en början skeptiska och Storbritannien stannade utanför.

Syftet med EMS var tudelat. För det första ville man skapa "ett område av monetär stabilitet i Europa" ("a zone of monetary stability in Europe"). Deltagarna trodde, att större stabilitet i växelkurser och räntor ("greater stability at home and abroad") skulle – tillsammans med fri rörlighet för kapital och arbetskraft – underlätta såväl handel som investeringar över gränserna. Det kortsiktiga målet var större stabilitet, det långsiktiga målet en mer effektiv allokering av kapitalet till det land som har den högsta förväntade avkastningen.

Med fasta växelkurser var grunden lagd för en fundamental samordning av den ekonomiska politiken i de olika deltagarländerna. Redan efter två år syftade man till att skapa embryot till en europeisk centralbank i form av en "European Monetary Fund" (EMF). Den s k Werner-planen från 1970 skulle äntligen förverkligas. Men ännu 1989 är det fortfarande långt kvar till Werner-planens ambitioner!

I kapitel 7 skall vi titta närmare på huruvida EMS lyckats i sina föresatser att skapa ökad stabilitet och i kapitel 8 diskutera de mer långtgående ambitionerna. I resten av detta kapitel skall vi närmare studera vad EMS egentligen består av.

Det europeiska valutasamarbetet karakteriseras av flera olika bitar:

- de parvisa (bilaterala) växelkurserna och de tillåtna rörelserna mot övriga valutor ("parity grid"), se kapitel 3;
- möjligheten till ändringar av centralkurserna ("realignments"), se kapitel 6;
- definitionen av en gemensam valuta (ECU, "European Currency Unit") och dess användningsområden, se kapitel 4;
- de tillåtna rörelserna mot ECU ("divergence indicator"), se kapitel 5;
- en fond (EMCF, "European Monetary Cooperation Fund") för finansiell assistens till länder vars valutor är under påfrestning; denna fond upprättades redan i april 1973 under orm-samarbetets tid och hanterade begränsningarna i växelkursvariationer under denna tid ("European Common Margins Arrangement"). Se kapitel 1.

Låt oss börja med att titta på vad EMS egentligen innebär. Som *tabell 1* visar, använder vi egentligen alldeles fel benämningar. Tabellen visar för det första de (nu) 12 medlemsstaterna i EG. För det andra visas de medlemsstater som deltar i det samarbete vi brukar kalla EMS, men som egentligen heter ERM, "Exchange Rate Mechanism". Det är i ERM, *inte* EMS, som medlemmarna förbundit sig att hålla vissa växelkursrelationer till varandra. Som framgår av tabellen, är vare sig Storbritannien eller de nya EG-medlemmarna Grekland, Portugal och Spa-

Tabell 1 *Olika delar av "The European Monetary System"*

Land	Valuta-kod	ERM	Deltar i: EMCF	ECU
Belgien	BEC ^a	X	X	X
Danmark	DKK	X	X	X
Frankrike	FRF	X	X	X
Grekland	GRD	—	X	X
Irland	IEP	X	X	X
Italien	ITL	(X)	X	X
Luxemburg	BEC	X	X	X
Nederländerna	NLG	X	X	X
Portugal	PTE	—	X	—
Spanien	ESP	—	X	—
Storbritannien	GBP	—	X	X
Västtyskland	DEM	X	X	X

(X) deltar men med större tillåtna variationer

^{a)} Observera att Belgien håller sig med dubbla växelkurser. Det är växelkursen för kommersiella betalningar (BEC) som ligger inom ERM, medan kursen för övriga finansiella kapitalrörelser (BEF) inte är föremål för några restriktioner.

nien medlemmar av ERM. De fyra länderna är däremot medlemmar i EMS och EMCF. Slutligen ingår såväl Storbritannien som Grekland, men däremot inte Portugal och Spanien, i definitionen av den gemensamma valutan ECU.

Det bärande elementet i EMS är växelkursmekanismen ERM, som fastställer de parvisa växelkurserna inom EMS. Kring dessa får valutorna röra sig $\pm 2,25$ procent. Liran har emellertid övergångsvis fått större variationsutrymme, ± 6 procent. Vid dessa gränser är interventioner obligatoriska, såväl för en stark som för en svag valuta. Från början skedde också de flesta interventionerna vid gränsvärdena, medan under de senaste åren en allt större del av interventionerna ägt rum tidigare än nödvändigt (s k "intramarginal interventions"). Ambitionsgraden vad gäller växelkursstabilitet har således höjts undan för undan. Interventionerna får ske såväl i medlemsländernas valutor som i andra valutor, främst dollar. Vid gränsvärdena måste dock intervention ske i medlemsvalutorna.

Enligt artikel 15 i det ursprungliga EMS-avtalet tilläts inte medlemsstaterna att hålla några större tillgångar i de övriga ländernas valutor. Detta förbud har emellertid inte fått någon större praktisk betydelse, eftersom Västtyskland tillåtit eller t o m uppmuntrat de övriga staterna att skaffa sig DMark. Som vi skall se senare, har också DMarken varit den främsta interventionsvalutan. Detta är knappast förvånande med hänsyn till Västtysklands ekonomiska betydelse och med hänsyn också till att den alternativa reservvalutan pund inte deltar i stabiliseringen av växelkurserna.

EMCF:s tillgångar har skapats genom en s k "revolving swap", ett byte av valutor som förnyas var tredje månad. Genom detta avtal deponerar de deltagande länderna 20 procent av sina valutareserver i guld och dollar hos EMCF och erhåller i stället kreditering i ECU. EMCF hanterar också den mycket kortfristiga lånefaciliteten, "Very Short-Term Financing Facility", VSTF, som används för att hjälpa medlemsstaterna finansiera kortfristiga betalningsbalansunderskott.¹² Medan VSTF endast är tillgänglig för deltagarna i ERM och på villkor som tas upp nedan, är de övriga lånefaciliteterna öppna för alla EG:s medlemsstater.

Den korta "Short-Term Monetary Support", STMS, hanteras av centralbankerna och är i stort sett också automatisk. Övriga lånemekanismer däremot – "Medium-Term Financial Assistance", MTFA, för 2–5 åriga lån och EG:s egna låneramar – förutsätter demonstrerade lånebehov.¹³ Lån under såväl STMS som MTFA beslutas av EG:s mi-

nisterråd. Hittills har endast Italien använt sig av dessa kreditfaciliteter (STMS 1974 och MTFA 1975), och detta skedde innan EMS bildades.

För att underlätta interventioner har de deltagande ländernas centralbankschefer vid flera tillfällen utvidgat det ursprungliga avtalet. Från den 1 juli 1985 uppmuntras behållningar i ECU genom att de centralbanker som håller ECU erhåller ränta som ett vägt genomsnitt av de deltagande valutornas marknadsräntor; tidigare var räntekompensationen uttryckt i diskonto. Gränserna för ländernas lånemöjligheter utvidgades också; vid interventionsgränserna är lånerätten obegränsad.

I Nyborg-överenskommelsen i september 1987 utvidgades möjligheterna för länderna att finansiera interventioner innanför de uppsatta gränsvärdena ytterligare. Låntagarlandet kan nu återbetala hela det lånade beloppet – i stället för som tidigare halva beloppet – i ECU. Möjligheterna att låna i DMark förstärktes.¹⁴ Löptiden för de ultrakorta lånefaciliteterna VSTF förlängdes från 2 1/2 till 3 1/2 månad. Samtidigt bestämdes också om nya villkor för ändringar av centralkurserna, de s k "realignments". Den monetära kommittén har uppgiften att övervaka medlemsstaternas ekonomiska politik samt föreslå nödvändiga ändringar av parivärdena. Mer om detta i kapitel 6.

I Enhetsakten ("Single European Act"), som antogs av EG:s stats- och regeringschefer vid Europarådets möte i Luxemburg i december 1985 och därefter ratificerades av respektive nationella parlament¹⁵, ändrades traktaten för den Europeiska Gemenskapen, så att det monetära samarbetet inkluderades.

I Enhetsaktens inledning ("preamble") heter det:

"Vid konferensen i Paris från den 19 till den 21 oktober 1972 godkände de deltagande statscheferna eller regeringscheferna målet om ett gradvis förverkligande av en ekonomisk och monetär union;

Med hänvisning till appendix till presidets slutsatser vid Europarådets möte i Bremen den 6 och 7 juli 1978 och beslut av Europarådet i Bryssel den 5 december 1978 om tillskapandet av det europeiska valutasamarbetet (EMS) och liknande frågor, och med hänvisning också till att Gemenskapen och centralbankerna i Medlemsstaterna redan vidtagit en rad åtgärder i enlighet med detta beslut i syfte att förverkliga ett monetärt samarbete."

Vidare i Enhetsaktens Section II, Subsection II, kapitel 1 (om "Economic and Monetary Union"), artikel 102 A:

"1. I syfte att säkerställa ökad likformighet i den ekonomiska och monetära politiken, vilket är nödvändigt för Gemenskapens vidare utveckling, skall Medlemsstaterna samarbeta i enlighet med syftet i artikel 104. De skall samtidigt också ta hänsyn till de erfarenheter som vunnits inom ramen för det europeiska valutasamarbetet (EMS), liksom vid tillskapandet av ECU, samt skall de respektera de existerande maktfördelningarna på detta område.

2. Sådillvida som ytterligare utveckling på området för ekonomisk och monetär politik nödvändiggör institutionella förändringar, skall innehållet i artikel 236 äga tillämpning. Den monetära kommittén och centralbankschefernas kommitté skall också tillfrågas rörande institutionella förändringar vad avser monetärt samarbete.” (Källa: EG-Kommissionen, *Bulletin of the European Communities*, Supplement 2/86).

Skrivningen är således tämligen vag, även om det långsiktiga målet vad gäller en monetär union förstärks i och med att det formaliseras i fördragsform.

Ett flertal kommittéer och arbetsgrupper arbetar för närvarande med olika frågor som avser EMS framtid. Såväl ECOFIN-rådet som centralbankschefernas kommitté har fått uppgifter. Den viktigaste arbetsgruppen har EG-Kommissionens president Jacques Delors själv satt sig som ordförande över. I april 1989 framlades en rapport till Rådet avseende hur Enhetsaktens ekonomiska och monetära union skall implementeras.¹⁶ Samtidigt har även fristående ekonomiska experter, t ex den sk ”Padoa-Schioppa-gruppen”, lagt fram rapporter. Dessa kommittéers förslag för vidare utveckling av EMS-samarbetet kommer att tas upp i kapitel 8.

Varför har då Storbritannien valt att stanna utanför samarbetet? Två huvudsakliga skäl har förts fram som orsaker till varför pundkursen inte kan eller bör stabiliseras mot de övriga EMS-valutorna. Den första orsaken har att göra med effekten av oljepriset på värdet av pundet. Ett stigande oljepris ger ett starkare pund, eftersom England är ett oljeexporterande land, netto. Övriga EG-länder däremot får sin bytesbalans och därmed valutakurs försvagad av höjda oljepriser.

Det andra skälet bygger på att kapitalrörelserna ofta gör att växelkurserna för pund respektive DMark rört sig på ett olikartat sätt vid en spekulation mot/för dollarn. De nödvändiga interventionerna för att hålla pundkursen inom den tillåtna variationen efter större rörelser i oljepris eller dollarkurs skulle således, har det hävdats, bli mycket omfattande.

Samtidigt kommer man inte ifrån misstanken, att det brittiska motståndet mot EMS snarare bygger på politiska grunder rörande en acceptabel växelkurs för pundet och skepsisen mot EMS-samarbetets vidare utveckling mot en överstatlig monetär union, där de olika länderna skulle uppge sin autonomi på – åtminstone – penningpolitikens område. Se skämtteckningen i *Figur 2*! Motståndet är ju också en del av den allmänna brittiska skepsisen mot en mer fullödig union, vad gäller såväl politiska och allmänekonomiska som monetära frågor.

Figur 2 Finansminister Lawson och premiärminister Thatcher om EMS



Källa: Gamlestaden Research Ltd, London, *Foreign Exchange Report*

3. De bilaterala växelkurserna inom EMS

På samma sätt som Bretton Woods-systemet bestämde fasta relationer mellan de olika valutorna, finns i ERM en rikt Kurs ("parity rate") mot alla de övriga valutorna. Det finns också tillåtna avvikelser, $\pm 2,25$ procent, för alla parvisa växelkurser, utom mot lire, där den tillåtna avvikelsen är ± 6 procent. Eftersom valutakurserna bildar ett nätverk eller en matris mot varandra, kallas hela matrisen av alla parvisa valutakurser för "the parity grid".

Tabell 2 visar "parity grid" som den ser ut efter den senaste ändring-

Tabell 2 De parvisa växelkurserna inom ERM med tillåten avvikelse

	DEM	FRF	BEC	ITL	DKK	NLG	IEP
DEM	1,000	3,43	21,09	765	3,90	1,15	0,382
	1,000	3,35	20,63	721	3,81	1,13	0,373
	1,000	3,28	20,17	679	3,73	1,10	0,365
FRF	0,305	1,000	6,29	228	1,16	0,344	0,114
	0,298	1,000	6,15	215	1,14	0,336	0,111
	0,291	1,000	6,01	202	1,11	0,328	0,108
BEC	0,050	0,166	1,000	37,1	0,189	0,056	0,019
	0,048	0,163	1,000	34,9	0,185	0,055	0,018
	0,047	0,159	1,000	32,9	0,181	0,053	0,017
ITL	0,00147	0,00494	0,03039	1,000	0,00562	0,00166	0,000550
	0,00139	0,00465	0,02862	1,000	0,00529	0,00156	0,000518
	0,00131	0,00438	0,02695	1,000	0,00499	0,00147	0,000488
DKK	0,268	0,899	5,53	201	1,000	0,302	0,100
	0,262	0,879	5,41	189	1,000	0,295	0,098
	0,256	0,860	5,29	178	1,000	0,289	0,096
NLG	0,908	3,04	18,72	679	3,46	1,000	0,339
	0,887	2,98	18,30	640	3,39	1,000	0,331
	0,868	2,91	17,90	602	3,31	1,000	0,324
IEP	2,74	9,19	56,51	2050	10,45	3,09	1,000
	2,68	8,99	55,25	1931	10,22	3,02	1,000
	2,62	8,79	54,03	1818	9,99	2,95	1,000
	DEM	FRF	BEC	ITL	DKK	NLG	IEP

en av parivärdena i januari 1987 (dessa "realignments" diskuteras mer i kapitel 6). Det mellersta värdet i varje element motsvarar parikursen mellan två valutor; de övriga två det högsta resp det lägsta gränsvärdet.

Tekniskt fastställs parivärdena genom att parivärden sätts för varje valuta gentemot ECU (ECU definieras i nästa kapitel; tills vidare kan den behandlas som vilken annan valuta som helst). Dessa parivärden mot ECU kallas valutans centralvärde ("central rate"). Nedanstående är de rådande centralvärdena (sedan den 12 januari 1987) för de i ERM ingående valutorna.^{17 18}

	DEM	FRF	BEC	ITL	DKK	NLG	IEP
1 ECU	= 2,05853	= 6,90403	= 42,4582	= 1483,58	= 7,85212	= 2,31943	= 0,768411

Källa: Financial Times den 31 december 1988

Detta ger just nu parivärdet för t ex DEM mot FRF till 2,05853/6,90403 = 0,29816 eller inversen 3,3538, vilka värden avrundats för enkelhets skull i tabell 2.

Motsvarande värden i den ursprungliga definitionen per den 13 mars 1979 var

	DEM	FRF	BEC	ITL	DKK	NLG	IEP
1 ECU	= 2,51064	= 5,79831	= 39,4582	= 1148,15	= 7,08592	= 2,72077	= 0,662638

Av detta framgår t ex att DMarken till följd av de olika växelkursförändringarna under åren skrivits upp med 18,0 procent (mot ECU:n), medan t ex den franska francen skrivits ned med 19,1 procent.

Hur beräknas den tillåtna variationen runt riktkursen?¹⁹

Att definiera riktkurserna är inte så svårt, eftersom givetvis DEM/FRF är inversen av FRF/DEM. Men kring riktkurserna tillåts en variation på +/- 2,25 procent (+/- 6 procent för ITL). Och då är bekymret, att om P är en viss bilateral växelkurs, så är *inte*

$$P + 0,0225 \cdot P = 1/P - 0,0225 \cdot (1/P)!$$

Problemet kallas i matematiken "Jensens olikhet". Frågan är då, vilket tal X skall vi använda? För att inse det måste vi först komma ihåg, att den totalt tillåtna bilaterala spännvidden är $2 \cdot 0,0225 \cdot P$, dvs $0,045 \cdot P$. Detta värde är skillnaden mellan det tillåtna högsta värdet, $X \cdot P$, och det tillåtna lägsta värdet, $1/X \cdot P$. Vi kan således lösa ekvationen

$$X P - P/X = 0,045 P$$

eller

$$X^2 - 0,045 P - 1 = 0$$

eller

$$X = 1,022753$$

För alla valutor (utom ITL) måste vi således multiplicera respektive dividera riktkursen med 1,022753 – och inte med 1,0225 – för att villkoret skall hålla.

Jämför t ex relationen mellan franska franc och DMark mer i detalj:

	FRF per DEM	DEM per FRF
Övre gräns	3,4301	0,30495
Parivärde	3,3538	0,29816
Nedre gräns	3,2792	0,29154

Här är de övre resp nedre gränsvärdena framräknade som parivärdet multiplicerat eller dividerat med 1,022753. Då håller också relationen att $1/3,2792$ är 0,30495 och $1/3,4301$ är 0,29154.

Interventioner sker senast när en valuta når sitt gränsvärde

När en valuta når sitt resp högsta eller lägsta värde, förväntas landets centralbank intervensera. Till skillnad från Bretton Woods-samarbetet, i vilket anpassningsbördan enbart lades på den svagare valutan, läggs i ERM således krav på båda de valutor, som når sina resp gränsvärden, att intervensera. Och om en valuta når sitt lägre bilaterala gränsvärde, innebär detta ju definitionsmässigt, att en annan nått sitt övre värde.

Tabell 3 visar den dagliga tabell i *Financial Times* där avvikelserna noteras:

Tabell 3 *EMS European Currency Unit Rates*

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	ECU central rates	Currency amounts against ECU Dec 30	% change from central rate	% change adjusted for diver- gence	Divergence limit %
Belgian Franc	42,4582	43,5760	+2,63	+0,85	+/-1,5344
Danish Krone	7,85212	8,02983	+2,26	+0,48	+/-1,5404
German D-Mark	2,05853	2,07781	+0,94	-0,84	+/-1,0981
French Franc	6,90403	7,09821	+2,81	+1,03	+/-1,3674
Dutch Guilder	2,31943	2,34586	+1,14	-0,64	+/-1,5012
Irish Punt	0,76841	0,77845	+1,31	-0,47	+/-1,6684
Italian Lire	1483,58	1531,10	+3,20	+2,14	+/-4,0752

Källa: Financial Times, 31 december 1988

Kolumn (1) visar centralvärdet för valutan och kolumn (2) det faktiska värdet mot ECU denna dag. Därmed kan kolumn (3) räknas fram som $[(2) / (1)] - 1 \cdot 100$. Kolumn 4 och 5 behandlas i de följande två kapitlen.

Eftersom + markerar en valuta som minskat i värde mot ECU, dvs där det går fler enheter av valutan per enhet ECU, innebär tabellen, att DMarken denna dag var den starkaste valutan och den franska francen den svagaste inom ERM. Men spännvidden var fortfarande väl inom den tillåtna variationen, eftersom $((1,0281/1,0094) - 1) \cdot 100 = 1,85 \%$, att jämföras med det tillåtna gränsvärdet på 2,25 %. Men ett fall i dollarn med kapitalrörelser till DMarken och en appreciering av denna, kan lätt leda till att spänningarna inom ERM blir sådana att en "realignment" blir nödvändig.

Figur 3 visar samma sak i diagramform (dock för en annan dag). Medan tabellen i tabell 3 återfinns i Financial Times varje dag, publiceras diagrammet endast ett par gånger per månad.

En liknande uppställning ges även i Reuter-systemet, se Figur 4. Den översta delen av figuren, Reuter-sidan EMSA, visar först i kolumnen längst till vänster resp valutas dollarkurs ("spot") i det ögonblick bilden togs. Nästa kolumn visar valutans spotkurs mot ECU. Bilden togs något tidigare under december än den i Tabell 3 och Figur 3, men som synes är siffrorna mycket lika. Den tredje kolumnen visar den procentuella avvikelsen mot den svagaste valutan i systemet, som här var ITL. Men ITL får ju avvika med mer än de övriga. Om vi i stället jämför den starkaste, DEM, med FRF, finner vi att den procentuella avvikelsen

4. Den gemensamma valutan ECU²⁰

1975 beslöt den Europeiska Gemenskapen att skapa en gemensam valuta, med de i Gemenskapen ingående valutorna som beståndsdelar. Det främsta syftet var att skapa en gemensam räkneenhet för Gemenskapens bokföring. Valutaenheten fick foljdriktigt namnet "European Unit of Account", EUA. När det europeiska valutasystemet EMS bildades den 13 mars 1979, döptes EUA om till "The European Currency Unit", ECU.

Vi skall här först se vad en ECU är för något och hur dess värde gentemot andra valutor kan härledas. Därefter skall vi studera, hur den används i de klassiska funktionerna för en valuta: som räkneenhet ("unit of account"), betalningsmedel ("means of settlement" för officiella transaktioner och "means of payment" för privata transaktioner), samt som värdebevarare ("store of value"). I nästa kapitel skall vi sedan se hur varje ingående valutas tillåtna avvikelse mot ECU, den s k divergensindikatorn, bestäms.

De svenska, finska och norska valutorna skall hålla ett fast värde mot en korg av valutor, vari SEK, FIM respektive NOK *inte* ingår. ECU definieras däremot som ett vägt genomsnitt av de i valutasamarbetet ingående valutorna, således inklusive den egna valutan!

Den ursprungliga definitionen på ECU i mars 1979 var:

$$\begin{aligned} 1 \text{ ECU} = & 0,828 \text{ DEM} + 1,15 \text{ FRF} + 0,0885 \text{ GBP} + 0,286 \text{ NLG} \\ & + 109 \text{ ITL} + 3,66 \text{ BEC} + 0,14 \text{ LUF} + 0,217 \text{ DKK} \\ & + 0,00759 \text{ IEP} \end{aligned}$$

där LUF är beteckningen för luxemburg-franc, som dock alltid motsvarar BEC, eftersom de två länderna har en valutaunion. Vikterna sätts efter ländernas ekonomiska betydelse, dvs respektive lands andelar av EG:s bruttonationalprodukt. Notera att samtliga EG-valutor, således även pundet, ingick i definitionen av ECU.

I omdefinitionen av ECU den 17 september 1984 ändrades vikterna och den grekiska drachman lades till. Sedan dess (och fram till nästa omdefinition som skall ske i september 1989) är definitionen följande:

$$\begin{aligned} 1 \text{ ECU} = & 0,719 \text{ DEM} + 1,31 \text{ FRF} + 0,0878 \text{ GBP} + 0,256 \text{ NLG} \\ & + 140 \text{ ITL} + 3,71 \text{ BEC} + 0,14 \text{ LUF} + 0,219 \text{ DKK} \\ & + 0,00871 \text{ IEP} + 1,15 \text{ GRD} \end{aligned}$$

Om vi jämför de två definitionerna, ser vi att de starka valutorna inom EMS, främst DMark och guilder, fått sina vikter reducerade i proportion till förstärkningen i växelkurs. Annars skulle ju inte andelarna fortsätta att motsvara BNP-andelar! På samma sätt har de svaga valutornas vikter ökat. *Tabell 4* visar de ingående valutornas procentuella andel av ECU; denna kommer givetvis att variera dag från dag eftersom valutornas styrka varierar.

Tabell 4 *Procentuella vikter i ECU vid olika tillfällen 1979–88*

	13/3 -79	14/9 -84	17/9 -84	22/8 -86	21/9 -88
BEC ^a	9,7	8,4	8,5	8,8	8,9
DKK	3,1	2,7	2,7	2,8	2,7
FRF	19,8	16,7	19,0	19,0	18,5
DEM	33,0	36,9	32,0	34,2	34,7
IEP	1,1	1,0	1,2	1,2	1,1
ITL	9,5	7,9	10,2	9,6	9,1
NLG	10,5	11,3	10,1	10,8	10,9
GBP	13,3	15,1	15,0	12,8	13,4
GRD	—	—	1,3	0,8	0,7
Summa	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

^{a)} inkl LUF

Källa: Ungerer m fl [1986], Levich [1987] och Lindenius m fl [1988]

Tabellen visar tydligt tendensen för de svagare valutorna att få sina procentuella andelar reducerade mellan omdefinitionerna, medan de procentuella andelarna för de starkare valutorna stiger. Detta korrigeras vid omdefinitionen; jfr de procentuella andelarna före resp. efter omdefinitionen i september 1984.

De två EG-valutor som idag står utanför definitionen, den portugisiska escudon och den spanska pesetan, kommer med största säkerhet att inkluderas i den nya omdefinition av ECU, som skall äga rum i september 1989.²¹

Eftersom ECU består av 10 valutor, som var och en kan röra sig fritt mot valutorna utanför EMS, och röra sig inom vissa gränser mot de övriga valutorna inom EMS, kommer även ECU:s värde att förändras över tiden. I varje givet ögonblick kan man t ex lätt räkna ut ECU:s värde mot varje annan valuta, t ex US dollar (USD).

Tabell 5 visar spot-kurserna mot USD för de i ECU ingående valutorna för de år som EMS existerat.

Tabell 5 *Spot-kurser för ECU-valutorna mot USD, 1973–88*

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
BEC	29,31	29,25	37,14	45,70	51,13	57,76	59,43	44,69	37,34	37,30
DKK	5,26	5,64	7,12	8,33	9,14	10,36	10,59	8,09	6,84	6,86
FRF	4,255	4,226	5,434	6,572	7,621	8,739	8,984	6,927	6,009	6,060
DEM	1,833	1,817	2,259	2,427	2,553	2,846	2,944	2,172	1,797	1,775
IEP	0,489	0,487	0,622	0,704	0,805	0,923	0,946	0,747	0,672	0,664
ITL	831	856	1137	1353	1519	1757	1909	1491	1297	1306
NLG	2,006	1,988	2,495	2,670	2,854	3,209	3,322	2,450	2,026	2,003
GBP	0,472	0,430	0,498	0,573	0,660	0,752	0,779	0,682	0,612	0,553
GRD	37,0	42,6	55,3	66,7	87,9	112,7	138,1	139,5	135,2	149,2
USD/ ECU	1,370	1,386	1,009	0,978	0,888	0,786	0,756	0,988	1,152	1,171

Årsgenomsnitt utom för 1988, där kurserna gäller 30/12.

Källa: OECD och Financial Times

Eftersom växelkurserna ansetts som dollar per resp valuta och vi vill veta vad 1 ECU är värd i dollar,²² blir formeln följande för att t ex räkna ut vad 1 ECU var värd i USD den 30/12 1988:

$$\begin{aligned}
 1 \text{ ECU} &= 0,719/1,775 + 1,31/6,06 + 0,0878/0,553 + 0,256/2,003 \\
 &\quad + 140/1306 + (3,71 + 0,14)/37,3 + 0,219/6,86 \\
 &\quad + 0,00871/0,664 + 1,15/149,2 = 1,171 \text{ USD} \\
 &\quad (\text{där valutorna angivits i samma ordning som i ECU-definitionerna ovan}).
 \end{aligned}$$

Figur 5 visar rörelsen för dollar mot ECU under de år som EMS existerat.

ECU – ”means of settlement”

Hur skapas ECU? Vi måste skilja mellan s k officiella ECU och s k privata ECU. Officiella ECU skapas genom EMCF, the European Monetary Cooperation Fund. Vid inträdet i EMS-samarbetet deponerar varje lands centralbank 20 procent av sina konvertibla valutareserver i guld och dollar i EMCF i utbyte mot ECU.

Privata ECU skapas av de privata bankerna, när de mottager inlåning i ECU. Härigenom kommer således att finnas en markant skillnad mellan officiella och privata ECU. Officiella ECU kan t ex inte användas av centralbankerna vid interventioner, eftersom inga privata motparter som äger officiella ECU finnes. Endast privata ECU kan således

Figur 5 Variationer i växelkursen för US dollar per ECU, 1979–88



Källa: International Monetary Fund

användas vid interventioner. Centralbankerna kan emellertid skaffa sig privata ECU genom att låna i ECU; se nedan. Officiella ECU kan endast användas för återbetalning av lån till andra centralbanker.

Användningen av ECU vid betalningar mellan centralbanker och räntekompensationen på centralbankernas behållning av ECU beskrevs

tidigare. Centralbankernas användning av ECU, utöver de ECU som skapats genom swappar med EMCF, har dock förblivit begränsad. Centralbankerna har inte hållit mer än mycket begränsade behållningar av ECU. Ej heller har ECU hittills använts som valuta vid interventioner annat än i mycket begränsad omfattning. Detta är ju effektivt när det gäller valutorna inom EMS. Skall man t ex förstärka den franska francen och försvaga DMarken, är det mest effektivt att göra detta i resp valutor. Däremot skulle ECU kunna användas vid interventioner i de utanför EMS stående valutorna, t ex dollar, där interventionerna hittills främst skett i DMark.

Det skulle då förutsätta att såväl andra centralbanker som internationella institutioner (IMF t ex) håller ECU. Den enda internationella institution som idag håller ECU, är emellertid "centralbankernas centralbank", Bank for International Settlements (BIS) i Basel, som tjänstgör som clearing-central mellan privata banker och andra aktörer på den privata ECU-marknaden.²³

Ett genombrott för ECU:s användning skedde hösten 1988, när Storbritannien började att denominera vissa emissioner av statsskuldväxlar ("Treasury bills") i ECU. Efter tre emissioner finns redan (januari 1989) 2,3 miljarder ECU utestående i växlar. Marknadens intresse har också varit så stort, att räntan hamnat över 20 punkter (hundra delar av procentenheter) under den vanliga LIBOR-räntan på ECU.²⁴ Marknaden har vid varje tillfälle lagt bud på 3–4 gånger det emitterade beloppet.²⁵

Även Italien har redan tidigare emitterat ettåriga statsobligationer i ECU (s k BTE, jfr *Euromoney*, January 1989). Först från hösten 1988 har det emellertid varit möjligt att betala i ECU; tidigare var obligationen denominerad i ECU men betalning fick endast erläggas i lire. I november 1988 emitterade Italien också femåriga statsobligationer i ECU (s k CTE). Enligt samma källa avser även Frankrike att emittera medellånga eller långa obligationer i ECU under 1989.

Genom detta emissionsförfarande har Bank of England (och Banca d'Italia) skaffat sig privata ECU, som kan användas t ex för interventioner på den privata ECU-marknaden. Det är dock än så länge för tidigt att säga hur snabbt en så radikal förändring av ECU:s roll kan ske.

ECU – "unit of account"

ECU tjänstgör som värdeenheter i Gemenskapens bokföring, liksom i the Common Agricultural Policy (CAP), the European Development Bank och the European Investment Bank.²⁶

ECU – "means of payment"

Privata banker har möjlighet till inlåning och upplåning i ECU. Redan 1981 gav Lloyds Bank ut det första bankcertifikatet i ECU. Samma år kom även den första obligationsemissionen i ECU, något som behandlas i nästa avsnitt. Omkring 500 banker handlar i eller tar emot inlåning i eller lånar ut pengar i ECU.²⁷ Det finns också kreditkort och resecheckar denominerade i ECU.

Figur 6 visar de relevanta bilderna ur Reuter-systemet. Bilden FXFX överst visar, att bland de övriga valutorna mot USD finns också den "konstgjorda" XEU, dvs ECU. Den aktuella kursen mot USD den 13 december 1988 klockan 0955 (GMT) var c:a 1,19 USD/ECU. Den bank som just i ögonblicket har den bästa kursen dollar/ECU är banken IIB i Dublin med Reuter-koden ICON.

Den nedre delen av figuren avbildar Reuter-bilden FWEQ, som visar räntan på interbankmarknaden för ECU, från 7,50 (bid=inlåning)–7,62 (offer=utlåning) på "tomorrow-next" (dvs placering/upplåning från i morgon till i övermorgon) och vidare på deposits i ECU upp till 12 månader (7,93–8,06). Kolumnerna till höger visar Forwards-marknaden i ECU.²⁸

Figur 6 Reuter-bilder för växelkurser, bl a ECU, och depositmarknaden i ECU

REUTER MONITOR										1047
1055	CCY	PAGE	NAME	* REUTER	SPOT RATES	* PREV	HI*EURO	*LO	FXFX	
0955	DEM	BNFX	B N F	LDN	1.7520/25	18/23	1.7560		1.7490	
0955	GBF	EBCO	EBC AMRO	LDN	1.8466/73	67/74	1.8480		1.8403	
0956	CHF	ZK BX	ZUERCHER	ZUR	1.4720/30	18/28	1.4765		1.4700	
0956	JPY	WMCH	NATWEST	LDN	122.88/95	87/97	123.05		122.61	
0955	FRF	SOG E	SOC GEN	PAR	5.9790/20	90/10	5.9870		5.9710	
0955	NLG	AMRO	AMRO	ASD	1.9760/65	60/65	1.9790		1.9725	
0944	ITL	SBZX	S.B.C.	ZUR	1293.00/4.00	50/00	1294.00		1291.00	
0955	XEU	ICON	I. I. B.	DBN	1.1874/78	68/78	1.1899		1.1848	
XAU	NMRB	422.80/423.20	* ED3	9.25/ 9.37	* FED	F'REB	* LFDA	MAR		
XAG	CSGL	6.17/ 6.19	* ED6	9.25/ 9.37	* 8.00-	8.00	*	8905		

Kommentar: Kolumnen längst till vänster visar klockslag för senaste ändring. Nästa kolumn ger valutakoden. De tre kolumnerna därefter ger Reuter-sida resp kortnamn resp hemort för den bank som i detta ögonblick har den bästa kursen för valutan i fråga. Nästa kolumn visar köp- resp säljkurs för valutan mot dollar. Nästa kolumn visar de två sista decimalerna för kvoteringen före den nu visade. Slutligen ger kolumnerna längst till höger dagens högsta resp. lägsta kurs.

P									
REUTER MONITOR									
1047									
1056	XEU DEPOSITS	*	*		XEU FORWARDS	*			FWEQ
0000		* O/N	*			*			
0000	MPSX	7.50/	7.62	* T/N	*				
0000	BLMX	7.62/	7.75	* S/W	*	0000	CIMO	2/2.5	*
0918	BADC	7.81/	7.93	* 1 M	*	0823	WMCS	16/18	*
0908	KBXE	7.87/	8.00	* 2 M	*	0823	WMCS	29/32	*
0000	KBXE	7.87/	8.00	* 3 M	*	0825	WMCS	41/44	*
0937	BADC	7.81/	7.93	* 6 M	*	0933	WMCS	81/86	*
0000	BNLX	7.93/	8.06	* 9 M	*	0827	WMCS	115/125	*
0000	KBXE	7.93/	8.06	* 12M	*	0827	WMCS	157/167	*

0956	COCO	1.1873/	76		HI	1.1899	LO	1.1820	

Figur 7 och 8 visar två bilder ur Reuter's serie av diagram över dag-för-dag noteringar under det senaste året. Figur 7 visar kursen för ECU mot dollar under 1988 fram till den 18 januari 1989. Figur 8 visar räntan på 12-månaders deposits i ECU dag för dag under samma period.

Figur 7 Växelkursen ECU mot dollar dag för dag under 1988



Figur 8 *Ränta på 12-månaders deposit-placeringar i ECU under 1988 dag för dag*



Att räkna fram vad ECU-räntan bör vara är inte särskilt svårt. Tag de procentuella vikterna i ECU enligt ovan (tabell 4) och multiplicera med den önskade räntan för en viss löptid för varje individuell valuta i ECU. Med hänsyn till de transaktionskostnader som ligger i att reproducera en ECU-position i de ingående valutorna kan smärre skillnader uppstå utan att ett lönsamt arbitrage uppstår.

Tabell 6 visar bankernas innehav av tillgångar och skulder i ECU i slutet av 1986. Knappt 2 procent av det totala valutainnehavet i tillgångar och skulder motsvarades av ECU. Tabell 7 visar, att större delen av dessa innehav härstammar från interbank-marknaden mellan EG:s medlemsstater, men även gentemot utomstående finns stora positioner.

Tabell 6 *Valutabehållning i privata banker i slutet av 1986, mdr USD*

	Tillgångar	Skulder
US Dollar	1489	1574
DMark	325	298
Schweizerfranc	161	150
Yen	223	174
Pund sterling	83	99
ECU	53	46

Källa: Bank for International Settlements, Annual Report, June 1987

Tabell 7 *Bankmarknaden i ECU vid slutet av 1986 (mdr USD)*

	Tillgångar	Skulder
Position mot icke-banker		
Inhemska	6,5	3,4
Inom EG	6,1	1,9
Utom EG	2,1	0,5
Okända	2,2	0,9
Position mot banker		
Inhemska	13,1	12,9
Inom EG	31,0	32,6
Utom EG	7,4	8,0
Okända	4,3	2,4
Summa	72,7	62,6

Källa: samma som Tabell 6

Av åtminstone två skäl borde ECU få en större användning än vad som hittills varit fallet som valuta vid in- och upplåning, liksom vid fakturering i utrikeshandel.²⁹ För det första är det billigare att använda en valuta som redan är en korg än att skapa den genom transaktioner i de ingående valutorna.

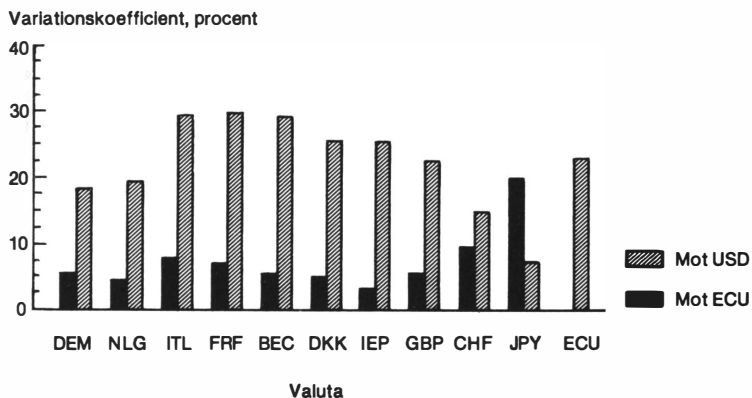
För det andra, och det är viktigare, kan osäkerheten om den kommande växelkursutvecklingen reduceras väsentligt, om man använder en valutakorg i stället för en enstaka valuta. En extra fördel för europeiska användare är att ECU – till skillnad från t ex den svenska valutakorgen – *inte* innehåller dollar utan bara europeiska valutor. Den relativt lugna utvecklingen av växelkurserna under 1988 var sannolikt också den främsta orsaken till att användningen av ECU detta år inte blev ännu större.

Figur 9 visar olika valutors variation (variationskoefficient = standardavvikelse dividerad med medelvärde) mot ECU respektive US dollar för åren 1980–85 som genomsnitt. Vi ser, att variationskoefficienten för EMS-ländernas valutor mot ECU bara är en fjärdedel av vad den är mot USD. Notera att detta även gäller pund sterling, trots att pundet inte är medlem i ERM-stabiliseringen! Observera även att samma sak gäller för den utanförstående schweizerfrancen (CHF), om än i mindre grad. Däremot är den japanska yenen (JPY) bättre relaterad till dollar i handelsmönstret. Slutligen visas variationskoefficienten för ECU mot dollar.

Samma slutsats dras även i Pozo's (1987) omfattande undersökning för perioden 1979–84. Hon finner, att ECU:n var överlägsen även

SDR som korgvaluta för de västeuropeiska länderna. Endast för pundet var det likgiltigt, om SDR eller ECU användes.

Figur 9 *Variationskoefficient för olika valutor mot ECU respektive SDR 1980–85*



Källa: Levich [1987], sid 90

Ytterligare en milstolpe för ECU inträffade i juni 1987. Då ändrade västtyska Bundesbank sin inställning till ECU och omklassificerade den från en räkneenhet till att accepteras som en valuta. Den tidigare inställningen motiverades av förbudet mot indexering i Västtyskland, en kvarleva från 1920-talets hyperinflation. Detta innebär, att samtliga EMS-stater nu accepterar ECU:s status som valuta. Dock finns fortfarande vissa kvarvarande valutarestriktioner på ECU, liksom på andra utländska valutor, i Frankrike och Italien. I ingendera landet får än så länge invånarna i princip ha banktillgodohavanden i utländsk valuta. Detta lär ha ändrats till 1992! Jfr Cecchini [1988]!

Ytterligare skäl till att ECU:s roll som valuta förstärkts ligger i att det sedan 1986 finns såväl termins- som optionskontrakt i ECU. Härmed kan den som har fordringar eller skulder i ECU säkra sin position för upp till ett år framåt i tiden.³⁰ LIFFE (London International Financial Futures Exchange) håller också på att sätta upp en terminsmarknad baserad på deposit-räntor i ECU (enligt *Euromoney*, January 1989).

ECU – ”store of value”

Alltsedan den första obligationsemissionen i ECU skedde 1981, har ECU blivit en allt viktigare lånevaluta på de internationella marknaderna. ECU-obligationer har svarat för omkring 4–5 procent av emissionerna på Eurobond-marknaden sedan 1983 (Levich [1987] eller BIS Annual Report 1987 för data fram till 1986; Euromoney för senaste data).

Bland låntagarna återfinns inte bara EG:s organisationer. Bland de främsta låntagarna under 1988 återfinns till exempel Svensk Exportkredit och även Konungariket Sverige har tidigare lånat i ECU. *Figur 10* visar prospektet för ”Kingdom of Sweden” från 1986. *Tabell 8* visar de främsta låntagarna i ECU under första halvåret 1988. Det framgår, att bland de 20 främsta låntagarna återfinns till exempel republiken Österrike och Konungariket Danmark, liksom finska Exportkredit. Även andra icke-EG-stater såsom Schweiz är stora låntagare i ECU.

Under perioden 1981–87 upptogs totalt 29 mdr dollar i obligationslån i ECU. Av detta belopp svarade privata företag för 34 procent, offentliga företag för 25 procent, stater för 12 procent och överstatliga organ (såsom EG-Kommissionen eller European Investment Bank) för 26 procent (*Euromoney*, september 1988). Under 1988 har ECU-marknaden tagit fart på riktigt med emissioner (till och med 9 december) på inte mindre än 11 mdr dollar. Marknaden har också accepterat väsentligt större belopp i individuella emissioner, till exempel EG-kommissionens lån på 500 mill ECU (*Euromoney*, januari 1989).

Under perioden 1981–87 svarade europeiska låntagare inom EG för 64 procent av det totalt lånade beloppet, skandinaviska låntagare för 12, Nordamerika för 11 och Asien, främst Japan, för 8 procent (*ibid.*). De japanska och asiatiska låntagarna utnyttjade främst ECU-marknaden till att swappa (byta) till annan valuta, eftersom de än så länge inte har naturliga behov av ECU. Det finns en aktiv swap-marknad, där ECU-denominerade lån swappas till andra valutor.

De främsta bankerna, som varit aktiva som ”lead managers” i ECU-obligationslån under 1988, har varit Banque Paribas (17 lån), Deutsche Bank (9 lån), Credit Suisse First Boston (8 lån), Bankers Trust International (6 lån), Union Bank of Switzerland (6 lån), Morgan Stanley (6 lån), Credit Commercial de France (6 lån) och Schweizerischer Bankverein (5 lån).³¹

Det finns även en aktiv andrahandsmarknad i ECU-obligationer, där ett 30-tal banker och investmentbanker agerar ”market-maker”.³² De

Figur 10 *Prospekt för Sveriges ECU-lån 1986*

This announcement appears as a matter of record only



ECU 200,000,000
KINGDOM OF SWEDEN
6¹/₂% Bonds due 1996

Issue Price 100%

BANQUE PARIBAS CAPITAL MARKETS LIMITED
BANK BRUSSEL LAMBERT N.V. DRESDNER BANK AKTIENGESELLSCHAFT
NOMURA INTERNATIONAL SWISS BANK CORPORATION INTERNATIONAL
LIMITED LIMITED

ALGEMENE BANK NEDERLAND N.V.
BANK OF TOKYO INTERNATIONAL LIMITED
BANQUE GENERALE DU LUXEMBOURG S.A.
BANQUE INTERNATIONALE A LUXEMBOURG S.A.
BANQUE NATIONALE DE PARIS
COMMERZBANK AKTIENGESELLSCHAFT
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE
CREDIT SUISSE FIRST BOSTON LIMITED
DAIWA EUROPE LIMITED
DEUTSCHE BANK CAPITAL MARKETS LIMITED
EBC AMRO BANK LIMITED
ENSKILDA SECURITIES SKANDINAVISKA ENSKILDA LIMITED
GENERALE BANK
KREDIT BANK INTERNATIONAL GROUP
MORGAN GUARANTY LTD
MORGAN STANLEY INTERNATIONAL
PKBANKEN
SOCIETE GENERALE
SVENSKA HANDELSBANKEN GROUP
UNION BANK OF SWITZERLAND (SECURITIES) LIMITED
S. G. WARBURG & Co. LTD.

viktigaste är Kredietbank, Banque Paribas, Banque National de Paris (BNP), Credit Suisse First Boston och Swiss Bank Corporation (dvs Schweizerischer Bankverein) Investment Banking. Den främsta andrahandsmarknaden finns således i Belgien, Luxemburg, Schweiz och Frankrike. Däremot finns ännu inte en marknad i ränteterminer eller ränteoptioner i ECU-obligationer. Enligt Euromoney (september 1988) finns dock planer på en terminsmarknad i ECU-obligationer. Jfr också ovan LIFFE's planer på en terminsmarknad i ECU deposits.

Tabell 8 *De främsta låntagarna i ECU-denominerade obligationer under perioden 1 januari till 31 juli 1988*

Rang	Organisation	Belopp (mill USD)	Antal emissioner
1	EG-Kommissionen	613	1
2	European Investment Bank	536	4
3	Crédit Locale de France	409	3
4	Compagnie Générale d'Electricité	285	1
5	Eurofima	265	2
6	Svensk Exportkredit	247	3
7	Crédit Suisse Finance (Guernsey)	219	2
8	Caisse Nationale des Télécommunications	185	1
9	Crédit National	183	1
10	Pirelli Financial Services	183	2
11	Moët-Hennessy	173	1
12	Republic of Austria	155	1
13	Banque Francaise du Commerce Exterieur	155	1
14	Deutsche bank Finance (Curacao)	128	1
15	BP Capital	128	1
16	Banco di Roma (London)	127	1
17	Banca Nazionale del Lavoro (London)	126	1
18	Finnish Export Credit	126	1
19	Kingdom of Denmark	125	1
20	Australia and New Zealand Banking Group	125	1

Källa: Euromoney september 1988

Slutsatser

Som slutsats kan vi kanske säga, att ECU än så länge inte blivit ett riktigt alternativ som valuta. Med det västtyska erkännandet av ECU som valuta i juni 1987 och med de ECU-denominerade emissionerna av Bank of England och Banca d'Italia under hösten 1988, borde dock väsentligt större förutsättningar ha skapats för en aktiv marknad i privata ECU under de närmaste åren. Se vidare diskussionen i kapitel 8.

Thygesen [1987] tar upp ytterligare åtgärder från EG-myndigheternas sida, som skulle kunna befrämja användningen av ECU. Han vill för det första se en bättre samordning mellan officiella och privata ECU och borttagande av restriktioner för centralbankernas skyldigheter att ta emot ECU som återbetalning vid interventioner. För det andra vill han se de nationella regeringarna emittera instrument i ECU, liksom Storbritannien redan gjort. För det tredje vill han se en aktiemarknad i ECU. För det fjärde måste givetvis existerande valutarestriktioner främst i Italien och Frankrike bort. Samtidigt måste ECU-denominerade skulder åläggas samma krav vad gäller t ex kassareservkrav som övrig inlåning.

Inte bara åtgärder inom EG kan emellertid stödja ECU-marknaden. Varför skulle inte USA med sina fortsatt stora budget- och bytesbalansunderskott kunna låna i ECU?

5. Hur bestäms divergensindikatorn?

En ERM-valuta måste inte bara hålla sig inom de bilaterala gränserna mot alla de övriga ERM-valutorna; den måste också hålla sig inom sin tillåtna limit mot ECU. Det avgörs av den s k divergensindikatorn. Denna indikator mäter avvikelser mellan respektive valutas centralkurs mot ECU och den faktiska kursen. När indikatorn når 75 procent av det värde som anses vara det högsta förenliga med de bilaterala kraven ($\pm 2,25$ procent), sägs valutan ha nått sitt tröskelvärde ("divergence threshold").

Det första steget i beräkningen blir att räkna fram varje valutas procentuella andel av ECU. Därefter måste en korrigering göras för det faktum att ECU är en vägd summa av de ingående valutorna. Men en valuta kan ju inte gärna avvika mot sig själv! Därför måste först varje valutas egen andel rensas bort. *Tabell 9* visar hur det går till.

Tabell 9 *Beräkning av divergensindikatorn*

(1) Valuta	(2) Proc vikt 30/12-88	(3) Max. divergens- indikator	(4) Divergens- tröskel
BEC	8,8	$\pm 2,05$	$\pm 1,539$
DKK	2,7	2,19	1,642
FRF	18,5	1,83	1,375
DEM	34,6	1,47	1,104
IEP	1,1	2,23	1,669
ITL	9,2	5,45	4,086
NLG	10,9	2,00	1,504
GBP	13,6	—	—
GRD	0,7	—	—

De procentuella vikterna i kolumn 2 kan lätt härledas ur tidigare data. Jfr beräkningen av dollar under tabell 5! Vikten för DMark den 30/12 kan t ex härledas som $0,719/1,775/1,171 = 34,59\%$. Vikten för kolumn 3 är 100 minus den procentuella vikten multiplicerat med den tillåtna avvikelser. T ex för DEM: $(1 - 0,346) \cdot 2,25 = 1,47$. I och

med detta har sålunda DMarkens egen vikt eliminerats. För lire noteras den större toleransen på 6 procent. Kolumn 4 är helt enkelt 75 procent av kolumn 3.

Denna divergensindikator måste räknas fram i varje ögonblick, eftersom en valutas rörelse inom det tillåtna bandet ändrar dess procentuella andel av ECU.

Jämför nu med tabell 3, som för enkelhets skull återges igen. Som synes är siffrorna för divergenströskeln ("the divergence limit" i kolumnen längst till höger, avseende den 30 december 1988) i stort sett identiska med vad vi räknade fram här. Men siffrorna är inte helt identiska. Orsaken ligger troligen i att de växelkurser jag använt är dagens slutkurser, medan Financial Times räknat ut tabellen för EMS ur dagens genomsnittskurser. Frågan är ju också om man skall använda säljkurser, köpkurser eller ett genomsnitt av dessa.

Tabell 3 *EMS European Currency Unit Rates*

	(1) ECU central rates	(2) Currency amounts against ECU Dec 30	(3) % change from central rate	(4) % change adjusted for divergence	(5) Divergence limit %
Belgian Franc	42,4582	43,5760	+2,63	+0,85	+/- 1,5344
Danish Krone	7,85212	8,02983	+2,26	+0,48	+/- 1,5404
German D-Mark	2,05853	2,07781	+0,94	-0,84	+/- 1,0981
French Franc	6,90403	7,09821	+2,81	+1,03	+/- 1,3674
Dutch Guilder	2,31943	2,34586	+1,14	-0,64	+/- 1,5012
Irish Punt	0,76841	0,77845	+1,31	-0,47	+/- 1,6684
Italian Lire	1483,58	1531,10	+3,20	+2,14	+/- 4,0752

Källa: Financial Times, 31 december 1988

Att räkna fram den procentuella avvikelser i kolumn 3 ("per cent change from central rate") i tabell 3 görs direkt genom att dividera skillnaden mellan dagens kurs mot ECU och centralkursen med centralkursen. Att därefter räkna ut kolumn 4 "per cent change adjusted for divergence" är emellertid inte lika lätt. Liksom ovan måste denna avvikelse först justeras för resp valutas vikt i ECU och därefter måste vi korrigera för de två valutor som inte ingår i ERM samt för den större toleransen för liran.³³

Värdena i kolumn 4 i tabell 3 kan sedan jämföras med de maximalt tillåtna i kolumn 5. Eller vi kan göra som i Reuter-bilden i figur 4 (sid

29) och skapa en divergensindikator genom att dividera siffrorna i kolumn 4 i tabell 3 med den maximalt tillåtna avvikelsen i tabell 9. T ex för Franska franc var avvikelsen i tabell 3, kolumn 4 +1,03. Dividera med 1,83 i kolumn 3 i tabell 9 och vi finner, att Frankrike skulle ha utnyttjat 56 procent av den tillåtna avvikelsen. Detta skulle i Reuter-bilden i figur 4 skrivas som -56 (den 30/12), eftersom den franska francen var svag. Jfr den faktiska siffran per den 13/12 på -59! Uppenbarligen var december en lugn månad på valutamarknaden!

På samma sätt skulle Reuter-siffran den 30/12 för DMark härledas som 0,84 (i tabell 3) dividerat med 1,47 i tabell 9 eller +57 (eftersom Marken är stark får den ett plustecken). Jfr +50 i Reuter-bilden för den 13 december (figur 4).

Varför har då EMS fått dubbla indikationer på avvikelse? Orsaken ligger i att Västtyskland insisterade på att "parity grid" skulle vara den främsta orsaken till om en valuta bedömdes vara avvikande eller ej. Framförallt Frankrike ville emellertid ha en indikator, där "normalt" uppförande utgjordes av genomsnittet och där avvikelser åt båda hållen skulle föranleda reaktioner. (Se också kapitel 3.)

I praktiken har det dock visat sig att interventioner måste göras till följd av avvikelser mellan de parvisa växelkurserna ("parity grid") långt innan divergensindikatorn når sitt kritiska värde på 75 procent. Systemet har, som vi skall se i kapitel 7, tenderat att anpassas mot den västtyska inflationstakten. Därigenom har i ERM, liksom tidigare i Bretton Woods-samarbetet, en större del av anpassningsbördan och av interventionerna kommit att läggas på de svagare valutorna. ERM är inte ett symmetriskt system!

6. Hur sker ändringar av växelkurserna, s k "realignments"?

Under de tio år som gått sedan EMS bildades har det varit nödvändigt att ändra de bilaterala växelkurserna vid elva tillfällen. *Tabell 10* visar de värden med vilka kurserna ändrats vid dessa tillfällen.

Tabell 10 *Ändringar av växelkurserna vid "realignments" 1979–88*

Datum	DEM	FRF	ITL	DKK	BEC	NLG	IEP	GBP ^a	GRD ^a
(1) 24/9 1979	+2			-3					
(2) 30/11 1979				-4,8					
(3) 22/3 1981			-6					+22,7	
(4) 5/10 1981	+5,5	-3	-3			+5,5		-9,9	
(5) 22/2 1982				-3	-8,5			+8,3	
(6) 14/6 1982	+4,25	-5,75	-2,75			+4,25			
(7) 22/3 1983	+5,5	-2,5	-2,5	+2,5	+1,5	+3,5	-3,5	-13,9	
18/5 1983									+8,6
(8) 22/7 1985	+2	+2	-6	+2	+2	+2	+2	+5,4	-13,3
(9) 7/4 1986	+3	-3		+1	+1	+3		-15,3	-36,9
(10) 4/8 1986							-8		
(11) 12/1 1987	+3				+2	+3		-18,3	-12,1
Kumulativ förändring mot:									
ECU	21,0	-16,0	-22,6	-9,8	-7,1	17,3	-13,8	-10,3	-42,0
DEM	-	-31,1	-36,5	-26	-23,8	-3,8	-29,3	-26,5	-46,7

^{a)} avser förändring i indikativ kurs, eftersom dessa valutor inte deltar i ERM.

Värdena avser förändringar gentemot de valutor som *inte* deltog i respektive "realignment". Förändringarna vid det tillfälle, då samtliga valutor deltog, har räknats fram i den kommunicé som redovisade ändringarna.

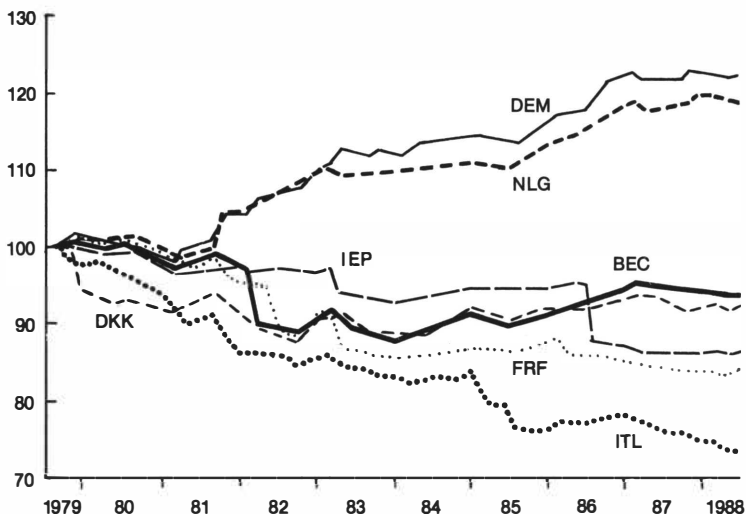
Källa: Gros och Thygesen [1988] eller Artis och Taylor [1987].

Figur 11 visar hur växelkurserna inom EMS utvecklats sedan 1979.

Redan ur tabell 10 kan vi dra vissa preliminära slutsatser om hur EMS har fungerat. För det första ser vi, att det krävdes många fler justeringar av kurserna under de första åren av samarbetet. Under de fyra första åren skedde sju "realignments", under de senaste fem åren "bara" fyra. Men ändå har under åren, som *figur 11* visar, växelkurserna kumulativt ändrats rejält.

För det andra ser vi emellertid, att förändringarna har tenderat att bli allt mindre över tiden. Detta är resultatet av en medveten politik, vars

Figur 11 Utveckling av växelkurserna inom EMS 1979–88
Index 1979=100



första syfte varit att förhindra lönsam spekulation (jfr diskussionen i kapitel 1). Förändringarna i växelkurserna vid "realignments" skall inte vara större än bandet inom ERM, dvs inte större än drygt 4 procent. Det innebär i så fall, att den svagaste valutan efter en "realignment" rör sig till den starkare delen av den tillåtna bandbredden. En ändring av växelkursen, som aldrig blir större än 4 procent och dessutom inträffar vid ett okänt tillfälle, är inte av tillräcklig storlek för att skapa utrymme för destabiliserande spekulativa kapitalrörelser.

Det andra syftet har hängt samman med en medveten politik från de överstatliga organens sida (dvs centralbankschefernas råd, den monetära kommittén och ECOFIN-rådet), att inte tillåta förändringar i växelkurserna, som helt kompenserat för den förlust av konkurrenskraft som en alltför snabb inflation fört med sig. Genom att bara partiellt kompensera Frankrike och Italien för deras relativt höga inflation har man i stället tvingat fram en åtstramande politik, med – på sikt – lägre inflationstakt. Se vidare diskussionen i kapitel 7!

När det gäller individuella valutor har DMark och holländska guilder tenderat att följas åt. Italienska lire, franska franc och, under de senaste åren, irländska pund, utgör de svagare valutorna. Den danska kronan har gått sin egen väg genom att först tillhöra de svagare och

t o m vid tillfällena, som vi skall se nedan, kräva ytterligare nedskrivning, och därefter under de senaste sex åren markant ändra politik och söka bli en stark valuta. Bytet av regering syns i detta fall ovanligt tydligt! Men bakom ligger även en allmän dansk skepsis mot en fortsatt devalveringspolitik.³⁴ Även den belgiska francen har markant bytt fot från en devalveringsbenägen valuta till en som sökt att bli stark.

Låt oss nu titta lite närmare på de elva "realignments" som skett och de omständigheter/den politik som beledsagade dem.³⁵

Under den första stress-perioden under maj–juni 1979 var det framförallt den danska kronan och den belgiska francen som var utsatta för spekulation till följd bl a av ett snabbt stegrat underskott i den danska bytesbalansen. Diskontot höjdes i Danmark från 8 till 9 procent och vidare till 11 procent, i Belgien från 6 till 9 procent och senare till 10 procent. Samtidigt intervenerade Bundesbank, dock inte bara därför att dessa valutor var svaga utan även därför att dollarn samtidigt var utsatt för en spekulativ press nedåt.

Lösningen i september med en uppskrivning av DMarken och en nedskrivning av den danska kronan var alltför blygsam för att långsiktigt lösa problemet. De belgiska myndigheterna ville inte heller acceptera att den belgiska francen skrevs ned, trots den dramatiska försämringen i Belgiens bytesbalans under 1979.

Osäkerhet efter det danska parlamentsvalet i november utsatte ånyo den danska kronan för viss press. Men interventioner möjliggjorde att DKK stannade i mitten av det tillåtna bandet. Icke desto mindre krävde den nya danska regeringen – och fick också gehör för – en devalvering med 5 procent för att stärka Danmarks konkurrenskraft. Samtidigt vidtogs även finanspolitiska förstärkningar: energipriserna togs bort från löneindexeringen, ett kortvarigt pris- och lönestopp infördes och förmögenhets- och bolagsskatterna höjdes.

Därefter skedde inga förändringar i centralkurserna förrän i mars 1981. Under de 16 månaderna krävdes dock ytterligare åtgärder för att stötta den danska kronan och den belgiska francen. Diskontot höjdes i Danmark från 11 till 13 procent och i Belgien från 10 till 14 procent. Samtidigt var DMarken oväntat svag i samband med den andra höjningen av oljepriserna (den s k OPEC II); Västtyskland fick t o m ett underskott i bytesbalansen på –1,7 procent av BNP 1980 (att jämföra med –0,8 % för OECD-området som helhet och –1,4 % för OECD-Europa).

I februari 1981 stramade Västtyskland åt penningpolitiken markant och marken rörde sig åter till den starkare delen av det tillåtna bandet. Västtyskland avskaffade t o m affärsbankernas lånemöjligheter via den

s k Lombard-marknaden. Effekten blev en förnyad spekulation mot liran och belgerfrancen. Liran devalverades med 6 procent i mars ("realignment" nr 3), trots att spekulationen hållits stängden genom bl a en höjning av diskontot i Italien från 16,5 till 19 procent. I Belgien ville myndigheterna fortfarande inte höra talas om en devalvering; i stället höjdes diskontot från 12 till 16 procent (vilket ger en rätt hög realränta mot bakgrund av att inflationen i Belgien 1981 faktiskt bara var drygt 7 procent, att jämföras med 12 procent i OECD-Europa).

Under det närmaste halvåret var bl a den franska francen utsatt för tryck i samband med presidentvalet den 10 maj 1981. Detta ledde till kreditrestriktioner och utökade valutarestriktioner. I oktober skrevs den tyska marken och den holländska guildern upp, och den franska francen och den italienska liran devalverades med 3 procent. Samtidigt infördes ett pris- och vinststopp i Frankrike. Devalveringarna riktade åter trycket mot den belgiska francen och den danska kronan. I synnerhet de politiska problemen i Belgien influerade växelkursutvecklingen; diskontot i Belgien höjdes från 13 till 15 procent. I "realignment" nr 5 i februari 1982 devalverades endast de två sistnämnda valutorna. Belgien införde också ett tillfälligt pris- och lönestopp.

Intressant att notera är dock att Belgien hade krävt en devalvering med inte mindre än 12 procent i syfte att förstärka konkurrenskraften. Dessutom hade Danmark – helt oväntat – samtidigt krävt en devalvering av den danska kronan med 7 procent, trots att kronan inte varit utsatt för påfrestningar. Slutet blev en väsentligt mindre nedskrivning av dessa två valutor än önskat: med 8,5 procent för BEC och 3 procent för DKK. Detta var egentligen första gången som de större EMS-länderna hade låtit de mindre länderna erfara, att devalveringar inte var så automatiska som dessa länder kanske inbillat sig. Här finner vi kanske den brytpunkt som radikalt förändrade EMS mot en låginflationszon!

Spekulanternas intresse riktades nu i stället mot de två länder – Frankrike och Italien – som inte deltagit i devalveringarna i februari. Efter upprepade interventioner skedde i juni 1982 den hittills största ändringen av växelkurserna, då det relativa värdet mellan den franska francen och DMarken ändrades med inte mindre än 11 procent. I Frankrike infördes en tillfällig frysning av löner, priser, utdelningar och hyror samt en åtstramning av budgetpolitiken.

I mars 1983 skedde så "realignment" nr 7 med ändringar för samtliga i ERM ingående valutor. Kursen mellan FRF och DEM ändrades åter kraftigt, med 8 procent. Men de övriga förändringarna följde inte det tidigare mönstret. Guildern steg visserligen, men inte lika kraftigt

som DEM. Danmark och Belgien markerade nu en hårdvalutalinje genom att (partiellt) följa med den tyska uppskrivningen. Och det irländska pundet skrevs ned för första gången. Framförallt i Frankrike beledsagades växelkursändringen av ett helt paket med åtstramningar i finans- och penningpolitiken.

Efter denna ändring klarade sig EMS ända till juli 1985.³⁶ Vid detta tillfälle var det framförallt liran som sattes under tryck. Orsaken låg inte minst i en ytterligare försvagning av budgetbalansen (från -11,5 % av BNP 1984 till -12,5 % 1985!). I "realignment" nr 8 skrevs liran ned med 8 procent mot de övriga ERM-valutorna; samtidigt infördes budgetförstärkningar i Italien och ändringar i löneindexeringssystemet.

Under perioden från juli 1985 till april 1986 ökade framförallt skillnaderna i inflationstakt mellan å ena sidan Västtyskland och å andra sidan framförallt Italien och Belgien. Även det irländska pundet föll till botten av det tillåtna spannet. Dollarn föll snabbt från mars 1985, vilket också ledde till en förstärkning av DMarken. Den tyska bytesbalansen uppvisade ett allt större överskott: från 1,6 procent av BNP 1984 till 4,4 procent 1986.

I "realignment" nr 9 i april 1986 skedde emellertid den största ändringen, 6 procent mot DEM, för den franska francen. Samtidigt släpptes dock en del valutarestriktioner i Frankrike. Speciellt den irländska valutan fortsatte emellertid att vara utsatt för påfrestningar; i augusti 1986 devalverades därför endast IEP mot övriga valutor, med 8 procent.

Som en följd av dollarns fortsatta fall och det åtföljande trycket uppåt på DMarken skrevs i januari 1987 DMarken och dess följeslagare (guilder och belgerfranc) upp mot övriga valutor ("realignment" nr 11).

Den kanske viktigaste slutsats som vi kan dra från denna beskrivning, är att en markant förändring inträffat i samarbetet någon gång under 1982-83. Fram till dess var växelkursändringar en naturlig följd av en snabb inflation och svag externbalans. Från 1983 har allt större tryck satts på de svaga valutorna att i stället korrigera den ekonomiska politiken. De ändringar i växelkurserna som trots allt genomförts, har inte fullt ut kompenserat för skillnaden i inflation sedan den förra ändringen. Den reala växelkursen (dvs växelkurs korregerad för inflation) har därigenom stigit i Frankrike och Italien. Och de ekonomisk-politiska förändringarna har i allt mindre utsträckning skett genom sådana missgrepp som pris-, löne-, utdelnings- eller vinststopp eller utvidgade valutarestriktioner utan i allt högre grad genom en mark-

nadskonform politik (t ex generella nedskärningar i de offentliga utgifterna eller skattehöjningar eller ändrade räntor).

Den pessimistiska slutsats som Thygesen [1983b] drog att "växelkursändringarna har blivit allt större och inträffar inte heller mer sällan" håller därför inte längre. Dels har det gått allt längre mellan "realignments" (i skrivande stund exakt två år), dels har ändringarna kommit att inskränkas till reverseringar inom den tillåtna bandbredden, dvs DMark går från den övre delen av bandet till den nedre och den franska francen m fl går motsatt väg.

Samtidigt har det också skett en markant förstärkning i graden av överstatlighet (eller kanske bättre uttryckt, i graden av gemensamhet) i besluten. Thygesen [1983b] skrev att ... "det gemensamma elementet i beslutsfattandet har efter en svag start blivit mer synligt, vilket har gjort "realignments" mer komplicerade att genomföra men också mer tillfredsställande inom ramen för ett valutasystem än vad som var fallet i Bretton Woods-systemet". Denna tendens har ytterligare förstärkts under de senaste fem åren.

Vid några tillfällen har de formella besluten om "realignment" fattats av den monetära kommittén (mars 1982 och juli 1985). Vid båda dessa tillfällen var emellertid liran den enda valutan som skrevs ned. I övrigt är det ECOFIN-rådet som fattat beslutet efter förslag från den monetära kommittén. (jfr kapitel 2, not 11).

En centralbank vars valuta är utsatt för tryck kan kortsiktigt reagera genom att ändra ränteläget (och därigenom attrahera eller repellera kapitalrörelser), genom att låta valutakursen röra sig inom det tillåtna bandet eller genom att intervensera för att förstärka eller försvaga sin valuta.

Tabell 11 återger några fakta om storleken på interventionerna på valutamarknaden i några intressanta länder. Tabellen har delats upp dels efter år, dels efter de perioder då DMarken varit stark respektive svag respektive i mitten av bandet.

Vi ser att Bundesbanks huvudsakliga interventioner har skett i dollar snarare än i EMS-valutor och i stort sett oberoende av DEM:s styrka. Framförallt har Bundesbank under åren fram till 1985 sökt försvaga USD; i någon mån har man under 1986–87 hejdat fallet i USD.³⁷ Under 1986–87 har dock Bundesbank intervenerat även i EMS-valutor vid de krävda interventionsgränserna (vilket i tabellen markerats med raden "– vid gränsen").

Frankrike visar också tydligt hur ambitionerna höjts under 1986–87 med väsentligt större interventioner än förut i EMS-valutor vid de till-

Tabell 11 *Interventioner av vissa centralbanker 1979–87 (mrd USD)*

	Stark DEM (DEM > 1)			Svag DEM (DEM < 1,5)			DEM i mitten (1 < DEM < 1,5) ^a		
	79–82	83–85	86–87	79–82	83–85	86–87	79–82	83–85	86–87
Frankrike									
dollar	-11,6	-4,4	0,5	-0,5	-2,3	0,9	-3,1	-1,3	7,6
EMS valutor	-3,9	0,7	-14,9	5,6	3,4	8,4	2,3	5,0	-2,8
– vid gränsen	-4,2	1,5	0	2,7	2,3	8,5	0,3	0,3	-2,0
Tyskland									
dollar	-5,6	-4,8	1,2	-5,5	-3,4	0,1	-8,5	-10,4	2,1
EMS valutor	1,9	-0,3	0,1	-2,4	-0,6	-0,5	-0,6	0,6	3,7
– vid gränsen	1,5	-0,3	0,1	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	0,1	3,7
Italien									
dollar	-4,3	-2,3	0,7	-2,5	3,7	1,3	-11,0	-4,7	2,8
EMS valutor	0,8	-1,1	-1,4	-0,1	1,2	3,1	0	0,5	-1,4
– vid gränsen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totalt ERM									
dollar	-30,0	-14,5	1,7	-8,5	-2,4	2,6	-29,4	-17,5	18,4
EMS valutor	-11,9	-4,9	-25,6	0,7	6,2	12,3	-2,6	7,0	-1,7
– vid gränsen	-6,6	-3,2	-1,7	1,1	2,1	6,4	-0,6	-0,1	-1,8

^a siffrorna hänför sig till DEM:s ställning mätt med procentuell avvikelse mot centralkurs

Källa: Mastropasqua m fl [1988], tabell 10.4

fällen då DMarken varit ovanligt stark(–) eller svag(+).

Totalen för samtliga ERM-valutor visar också att interventionerna blivit av mycket större omfattning under de senaste åren. Om vi summerar över DMarkens olika faser, finner vi, att de totala interventionerna i EMS-valutor utgjorde –13,8 mrd USD 1979–82, 8,3 mrd USD 1983–85 men 15 mrd USD de senaste 1,5 åren i tabellen. Samtidigt har, som raden längst ned i tabellen visar, en successivt mindre del av interventionerna skett på marginalen. I allt högre grad har interventionerna således skett intramarginellt.

7. Vad har EMS åstadkommit?

Som påpekades ovan, var målet med bildandet av EMS att skapa "ett område av monetär stabilitet i Europa" i syfte att åstadkomma större stabilitet, primärt i växelkurser och räntor. I detta kapitel skall vi för det första titta på orsakerna till varför större stabilitet är önskvärd, liksom på de teoretiska förutsättningarna för att åstadkomma den. För det andra skall vi granska de olika empiriska studier som undersökt huruvida en sådan ökad stabilitet verkligen åstadkommits.

Teori

Den grundläggande teori som ett växelkurssamarbete som EMS bygger på är teorin för s k optimala valutaområden ("optimum currency areas"), dvs optimalt avgränsade valutazoner. Varför skall egentligen några länder binda sina växelkurser till varandra? Och vilka villkor krävs för att det skall vara fördelaktigt för de inblandade parterna?

Redan i början av 1960-talet lade Mundell [1961] och McKinnon [1963] fast vissa villkor. Mundell fokuserade uppmärksamheten på ett område av länder, mellan vilka produktionsfaktorerna (arbetskraft och finansiellt kapital) kunde röra sig fritt. Han visade, att om en sådan rörlighet var för handen, kan länderna lättare uppfylla målen om full sysselsättning, stabil prisnivå och extern balans genom att binda sina valutor till varandra än genom att låta växelkurserna variera.

McKinnon förde analysen vidare genom att påpeka, att än viktigare än den geografiska rörligheten var rörligheten mellan näringsgrenar. Viktigt för slutsatsen om fördelarna med en fast växelkurs var framförallt, att produktionsfaktorerna kunde röra sig fritt mellan sådana branscher som tillverkade varor som var utsatta för utländsk konkurrens ("tradable goods") och branscher som tillverkade varor som uteslutande tillverkades och konsumerades inne i landet ("non-tradables").

En annan bevekelsegrund i motiven för fasta växelkurser ligger i de teoretiska och empiriska studier, som visat på de negativa effekterna på utrikeshandel och tillväxt av den osäkerhet för exportörer/importörer

som variationer i växelkurserna skapat. Williamson [1983] har dragit fram distinktionen mellan långsiktigt felaktiga relationer mellan växelkurserna (s k "misalignments"), som har en negativ påverkan på allokeringen av resurser och därmed på tillväxten, och kortsiktiga växelkursvariationer som hämmar utrikeshandel och tillväxt genom skapandet av onödig osäkerhet.

Som vi skall se nedan är det främst den kortsiktiga valutainstabiliteten som dämpats genom EMS, medan mer långsiktiga avvikelser kanske inte påverkats. Jag använder med flit ordet "kanske", eftersom vår kunskap om exakt var en växelkurs bör ligga är ytterst begränsad. Som visas t ex av Artus [1978], kan begreppet "riktig växelkurs" ges minst tre alternativa tolkningar med tre alternativa svar. Den mest använda metoden för att bedöma den långsiktiga riktigheten i en växelkursrelation, den s k köpkraftsparitetsteorin ("Purchasing Power Parity", PPP), som utgår från relativa prisnivåer eller relativa inflationstakter mellan olika länder, ger långt ifrån självklara svar.³⁸ De två övriga modellerna för att bedöma den "riktiga" växelkursen bygger på andra former av obalanser, främst underskott/överskott i bytesbalansen.

Strängt taget borde kortsiktiga variationer i växelkurserna vara relativt enkla att motverka (på finansspråk "hedga") i väl fungerande marknader, där möjligheter till riskavtäckning finns genom terminer, optioner, swappar m m. Ändå finner de Grauwe [1988] klara belägg för att handelsvolymerna blivit lidande till följd av variabilitet i växelkurserna. Han studerade de bilaterala handelsflödena mellan de tio största länderna för två separata perioder, dvs totalt 90 observationer. Han tittade dels på perioden 1960–69 med i huvudsak fasta växelkurser, dels på perioden 1973–84 med flytande kurser mellan flera tunga valutor.

Slutsatsen blev att variationer från år till år i växelkurserna under den senare perioden bidragit till att hålla nere handelsvolymerna. En femtedel av den observerade nedgången i utrikeshandeln mellan de två perioderna kunde enligt analysen hänföras till ökad osäkerhet om växelkursen.

Det tredje elementet som talar för fasta växelkurser är den nya teori för förväntningar som skapades under 1970-talet. Medan 50-talets främsta teoretiker utgått ifrån att förväntningarna – och därmed spekulationer i växelkurserna – varit av stabiliserande karaktär, visade det sig nu att även rationella människor kunde skapa kortsiktigt omotiverade rörelser i växelkurserna: "bubbles" à la Blanchard [1979] eller "over-shooting" à la Dornbusch [1976].³⁹

Den nya teorin betonar betydelsen av "news": endast ny, tidigare

icke känd information påverkar utvecklingen av växelkurserna (eller andra variabler). Den information som är känd har redan inkorporerats i priserna. Men Dornbusch pekar på att anpassningshastigheten på olika marknader efter det att ny information blivit känd är olika. De reala marknaderna (produktion, utrikeshandel, arbetskraft) anpassar sig långsammare än de finansiella marknaderna för valutor, aktier eller räntebärande papper. Därigenom kommer de finansiella marknaderna att överreagera för att kompensera för den långsammare anpassningen på de reala marknaderna.

För att bytesbalansen skall anpassas tillräckligt snabbt efter en real störning (t ex ändrade produktions- eller efterfrågemönster eller ändring av "terms of trade", såsom en ändring av oljepriset), kommer växelkursen att skjuta förbi den motiverade nivån ("overshooting"). Sedan de reala marknaderna "hunnit ikapp" i anpassningsprocessen, kan kursen återvända till den mer långsiktigt motiverade nivån. Dollarn fortsätter t ex att falla, trots att den kanske redan är undervärderad, helt enkelt för att snabbare åstadkomma en förbättring av det amerikanska bytesbalansunderskottet.

Teorin för "rationella bubblor" ger kompletterande information om hur t ex växelkursen kan fortsätta att avvika från en nivå som alla vet är riktig. Även om "alla" var medvetna om att dollarn var övervärderad 1984, kunde ändå rationella spekulanter fortsätta att driva upp kursen. Orsaken låg i att de var helt övertygade om att spekulation skulle fortsätta att driva upp kursen och att de själva skulle hinna sälja innan fallet kom.

Mot denna teoretiska bakgrund har den nya teorin för optimala valutaområden visat under vilka villkor sådana kan förbättra välfärden i de inblandade länderna. Marston [1984] visar t ex, att det inte bara är graden av integration mellan länderna och rörligheten hos produktionsfaktorerna som spelar in. Det är också viktigt att ta hänsyn till hur förväntningar påverkar pris- och lönebildningen. Även typen av störning har betydelse. En valutaunion är t ex enligt Marston's analys främst av betydelse för ett land i vilket monetära störningar skapas inom landet (i form av en svag finanspolitik och underskott i budgeten). Men fördelen av fasta växelkurser förutsätter, att lönerna inte indexerats till inflationen, i vilket fall löne-prisspiralen fortsätter av sig själv.

Här finner vi således kanske den teoretiska modell, som kan förklara varför länder som Italien och Frankrike lyckats att nedbringa sin inflationstakt markant, men först sedan de brutit upp gällande automatik i

löneuppräknningen. Jfr också kapitel 6 ovan om de åtgärder som dessa länder vidtagit vid och efter de olika "realignments"!

Vad menas med "monetär stabilitet" och "likformad politik"?

Det första steget i en mer likartad utveckling mellan länderna ligger i att reducera symptomen på obalans: variationer i växelkurser och räntor. Men ett andra steg fordrar att de underliggande orsakerna – främst i form av olika snabb inflation – elimineras. Detta i sin tur kräver i ett tredje steg att den ekonomiska politiken mellan länderna blir mer likformad ("convergence of economic policies").⁴⁰ Kanske kan man även lägga till ett fjärde steg där det yttersta syftet är att skapa en likartad levnadsstandard i de ingående länderna genom koordinering av politiken.

De svaga ekonomierna kan åstadkomma en utveckling som efterliknar den i de starka genom att skapa ökad trovärdighet åt den förda politiken – framförallt ökad trovärdighet i inflationsbekämpningen – genom deltagande i ett valutasamarbete.

Den teoretiska grunden för hur en beslutsfattare kan skapa ökad trovärdighet åt sin politik (s k "reputation") gavs i den redan klassiska artikeln Barro och Gordon [1983]. De visade, hur analysen kunde bedrivas i form av ett spel mellan de inblandade parterna, där parternas trovärdighet avgjorde resultaten. Genom en artikel av Giavazzi och Pagano (ursprungligen [1986]) med den klatschiga titeln "The advantage of tying one's hands" har den blivit välkänd.

Varför skulle det faktum att de politiska beslutsfattarna bundit sina händer minska inflationen? Tankegången bygger på att det måste bli mer kostsamt för den inhemska ekonomin att inflatera. Om de inom systemet tillåtna anpassningarna av växelkurserna ("realignments") inte fullt ut kompenserar för den alltför snabba inflationen, kommer det land som har en snabbare inflation att få se sin konkurrensförmåga successivt urholkad. Detta leder i sin tur till lägre export och produktion liksom till höjd arbetslöshet. Härigenom skapas ökad press på arbetsmarknadens parter att genom ändrade avtalsvillkor (t ex slopad indexerings) och bättre iakttagande av vad marknaden tål, nedbringa ökningstakten i löner och priser. Den roll som EMS spelar, är att binda händerna på de politiker, som eljest skulle ha varit frestade att ingripa. Det fordras givetvis också att alla *vet* hur spelreglerna ser ut.

Om man beaktar att inflation – i synnerhet hög och varierande inflation – skapar problem för ett land inte minst i form av icke önska- de och slumpmässiga förändringar i inkomst- och förmögenhetsfördel- ningen, är det kanske lätt att inse vad Frankrike och Italien vunnit på deltagande i EMS. Som Fischer [1987] skriver: ”EMS är först och främst ett system som möjliggör för Frankrike och Italien att skaffa sig en bindning till en låg inflationstakt genom att acceptera Västtysklands penningpolitik.” EMS kallas också ibland lite spydigt för ”GMS”, ”the German Monetary System.”

Men vad vinner ett land som Västtyskland på att delta i EMS? Jo, bättre konkurrenskraft och därmed snabbare tillväxt än eljest! Som vi såg ovan, leder växelkursvariationer till lägre handelsutbyte, vilket hämmar tillväxten i både de svagare och de starkare ekonomierna. I denna mening gynnar ett växelkurssamarbete båda parter.

Till detta kommer en fördel för den starka ekonomin. Genom att knyta upp de inflationsbenägna länderna i ett samarbete förhindrar man att dessa tar till alltför stora devalveringar. Genom ett deltagande i EMS läggs en restriktion på hur stora devalveringar som de svaga valutorna tillåts vid ”realignments” (Melitz [1988]). Härigenom vinner Västtysk- land konkurrenskraft och därmed tillväxt åt sig själv samt bidrar till att dämpa inflationen inom hela EMS-området, sig själv till gagn.⁴¹

Den enda nackdelen är risken för att valutaområdets inflation blir ett genomsnitt av den tidigare (låga) inflationstakten i de starka ekono- mierna och den tidigare (höga) inflationstakten i de svaga ekonomier- na. Om interventionerna vore helt symmetriska skulle detta bli den nödvändiga konsekvensen. Västtyskland måste skapa mer DMark för att kunna vidtaga interventioner som pressar ner kursen på den egna valutan. Detta i sin tur leder helt eller delvis (beroende på hur mycket den inhemska penningpolitiken kan motverka effekten) till en ökning av penningmängden och så småningom till ökad inflation.

I praktiken har emellertid EMS lagt nästan lika stor del av interven- tionsbördan på de svaga ekonomierna som Bretton Woods-samarbetet gjorde, dvs systemet har fungerat asymmetriskt snarare än symmet- riskt. Västtyskland har inte intervenerat särskilt mycket för att hålla nere DMarkskursen mot de övriga EMS-valutorna. Därigenom har inte heller trycket på penningmängd och inflation av denna orsak blivit besvärande. I stället har konsekvensen blivit att hela områdets inflation anpassats mot den västtyska.

Samtidigt har växelkursen med hänsyn till inflation – den reala växelkursen – stigit för de inflationsbenägna länderna, vilket försäm-

rat deras konkurrenskraft.⁴²

Däremot har Västtyskland under 1986 och 1987 tvingats till stora interventioner för att stötta dollarn (jfr tabell 11 ovan). Häri finner vi orsaken till att tillväxten i den västtyska penningmängden (M3) accelererade från stabila 4 procent 1984–85 till 8 procent i genomsnitt 1986–87, trots att inflationen samtidigt bromsades upp från ett par procent till under noll. Här ser vi också orsaken till den strama västtyska penningpolitiken från och med hösten 1988 med flera höjningar av diskontot, trots ett stabilt överskott i bytesbalansen. Rädslan för en accelerande inflation tar överhanden.

Empiri

1. Effekter i stort: 1979–83 och därefter

Flera av studierna fram till 1983 uttrycker skepsis mot EMS och hänvisar till uteblivna eller blygsamma framgångar. Thygesen [1983b] skriver att "(1) växelkursförändringarna har blivit större och vidtas inte heller mer sällan; detta skapar en risk för destabiliserande kapitalrörelser, när möjligheten till spekulativa vinster upplevs som stor" (sid 26). I sitt samtidiga memorandum till the House of Lords (Thygesen [1983a]) skriver han också: "På det hela taget får EMS anses ha haft en måttlig framgång när det gäller att reducera växelkursvariationer, även om man kan känna en viss oro över storleken på de fyra senaste "realignments" (sid 147).

Valutafondens första studie av EMS (Ungerer m fl [1983]) drog också en pessimistisk slutsats: "Man hade hoppats, att EMS skulle leda till en större likformighet i den ekonomiska politiken och till en mer likartad ekonomisk utveckling, vilket skulle underlätta den kommande ekonomiska integrationen. Hittills har emellertid dessa förhoppningar inte uppfyllts, eftersom en ökad likformighet i den ekonomiska politiken, framförallt vad gäller finans- och penningpolitik, varit otillräcklig för att kunna upprätthålla stabilitet i växelkurserna."

En samtida akademisk studie (Basevi och Calzolari [1984]) byggde en modell över EMS-länderna med data fram till 1980 och fann, att modellen i flera versioner visade tecken på instabilitet, dvs att ländernas utveckling glider mer isär efter en störning och inte tenderar att konvergera till en gemensam bana (sid 459).

Gros [1987b] visar emellertid på data till 1983 att problemet inte ligger i växelkursvariationerna som sådana. Växelkurserna utanför

ERM-samarbetet fluktuerade mer än vad de underliggande förklarande variablerna motiverade, dvs de var utsatta för spekulativa "bubbles". Växelkurserna inom ERM däremot kunde förklaras väl av de underliggande faktorerna (främst relativ penningmängdsökning, inflation och ränta). Hans slutsats var att "denna skillnad indikerar, att EMS varit framgångsrik när det gällt att minska variationerna i växelkurserna mellan EMS valutorna till den minsta nivå som är tänkbar med hänsyn till skillnaden i faktisk politik mellan medlemsstaterna" (sid 41).

Redan under de inledande åren skulle således EMS ha bidragit till en viss stabilitet i och med minskad spekulation mot valutorna. Men för större framgång krävs en högre grad av koordination i den ekonomiska politiken. Detta skulle kunna reducera skillnaderna i de underliggande förklarande variablerna: penningmängdsökning, inflation och räntor.

Utvvecklingen under åren sedan 1983 visar på en väsentligt större grad av stabilitet, vilket beskrivningen i kapitlet ovan visar. "Realignments" har blivit alltmer sällsynta och allt mindre i storlek. I fortsättningen av detta kapitel skall vi studera om detta intryck av tilltagande stabilitet också bekräftas i olika undersökningar.

2. Effekt på växelkurserna

Det första steget i undersökningen av stabilitet är att studera, huruvida samarbetet inom ERM lyckats med att minska variationerna i de deltagande ländernas växelkurser. Detta visas i *tabell 12*.

De fyra kolumnerna längst till vänster visar, att oavsett om man mäter nominellt eller reallt (dvs justerar variationerna i växelkurser för prisnivå i respektive länder), så har variationen på månadsbasis mellan ERM-valutorna mot varandra ungefär halverats mellan de två delperioderna. Notera att samma sak gäller de två valutor, vilka i praktiken deltar i ERM-samarbetet genom sin starka anknytning till DMarken, dvs den österrikiska schillingen och schweizerfrancen.

De fyra kolumnerna längst till höger visar utvecklingen mot valutor utanför ERM-samarbetet. Oavsett om vi mäter nominellt eller reallt, har ERM-valutornas variation snarast ökat mer än de övrigas. Detta är knappast förvånande. Om ERM-valutorna stabiliserats mot en korg där de själva ingår, måste variationen mot de utanförstående valutorna öka. Växelkursinstabiliteten i världen som helhet har ju knappast minskats alls av ERM-samarbetet, eftersom några av de tyngsta valutorna inte ingår.

Notera också att variabiliteten för SEK ökat mellan de två perioder-

Tabell 12 *Variabilitet i växelkurserna före och efter EMS (bilaterala växelkurser; måttet är variationskoefficient från månadsdata * 1000)*

	Mot ERM valutor				Mot icke-ERM valutor			
	Nominellt		Realt		Nominellt		Realt	
	74-78	79-86	74-78	79-86	74-78	79-86	74-78	79-86
BEC	20,3	13,3	21,9	13,9	36,7	47,7	35,8	46,9
DKK	25,0	14,4	25,8	14,1	32,3	44,4	37,3	44,0
FRF	31,6	16,9	30,4	17,9	37,8	51,1	35,3	47,7
DEM	29,2	16,1	28,0	15,7	35,7	43,1	32,8	44,3
IEP	36,0	15,8	27,7	19,4	37,0	46,6	33,4	43,6
ITL	36,0	18,3	26,0	18,3	38,0	48,2	32,3	43,2
NLG	21,1	12,8	21,0	13,1	36,8	46,7	34,3	48,3
ERM	28,4	15,4	25,8	16,1	36,3	46,8	34,5	45,4
AUS	20,3	11,8	19,3	11,0	39,5	47,9	35,5	48,8
CAD	44,1	52,3	43,4	51,5	23,4	18,9	21,8	21,1
JPY	44,5	47,1	40,9	44,4	46,7	56,0	44,0	58,6
NOK	25,3	29,3	24,6	27,2	35,6	40,2	31,7	39,0
SEK	30,2	31,3	28,1	32,8	39,9	43,1	34,2	41,8
CHF	44,0	25,7	35,7	23,4	48,0	49,0	43,4	49,0
GBP	32,7	41,0	28,3	44,6	49,6	51,3	40,0	53,1
USD	34,7	56,1	33,1	54,0	34,2	39,1	31,6	41,5
ICKE-ERM	34,5	36,8	31,7	36,1	39,6	43,2	35,3	44,1

Not: Valutakoder utöver ERM och tidigare nämnda

AUS = österrikiska schilling

NOK = norska kronor

CAD = kanadensiska dollar

SEK = svenska kronor

JPY = japanska yen

CHF = schweizerfranc

Källa: Guitian m fl [1988]

na, men också att kronan – även med nuvarande valutakorg (som ju avspeglar gällande handelsmönster men med dollarns vikt dubblad) – faktiskt undergått en mindre ökning av variationerna mot ERM-valutorna än mot dem som står utanför ERM-samarbetet.

Slutsatsen är således att det skett en markant förändring i växelkursernas variabilitet under de år som ERM-samarbetet varat.⁴³

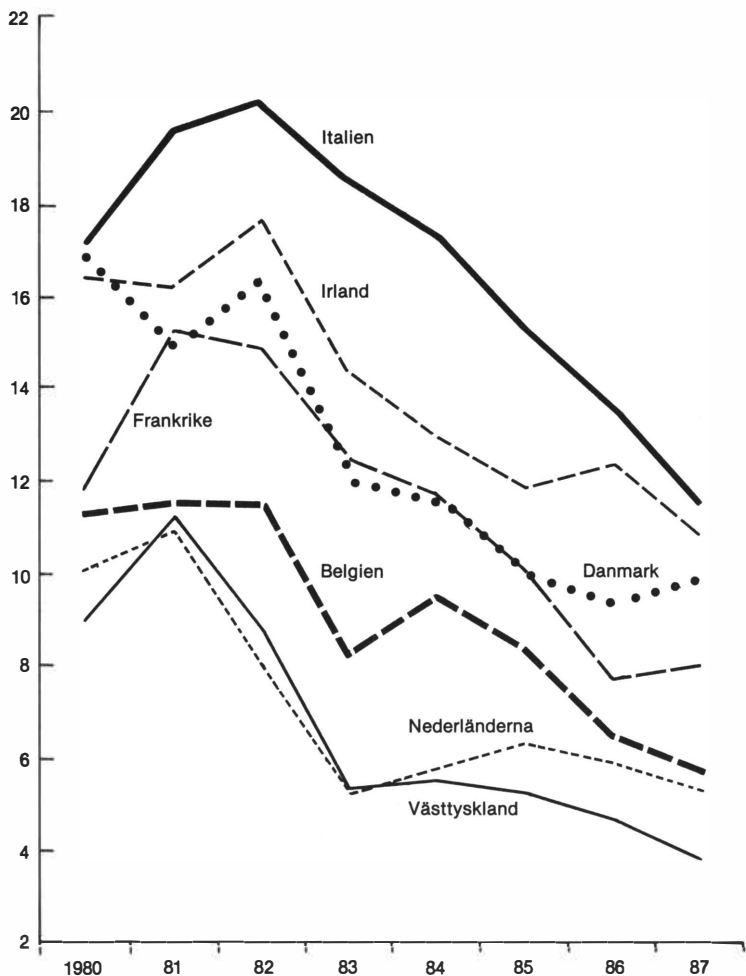
3. Effekt på räntorna

Ett sätt att åstadkomma mer stabila växelkurser utan att underliggande fundamenta blivit mer stabila är att skapa motverkande kapitalflöden

via variationer i räntorna. Om det förhåller sig på det viset, att minskad växelkursvariabilitet åstadkommits till priset av ökad rörlighet i räntorna har ju egentligen ingenting i grunden ändrats; variabiliteten har bara flyttats från en finansiell storhet till en annan. Man brukar tala om s k "volatility transfer".⁴⁴

Figur 12 och 13 visar för korta resp långa räntor att de alla fallit

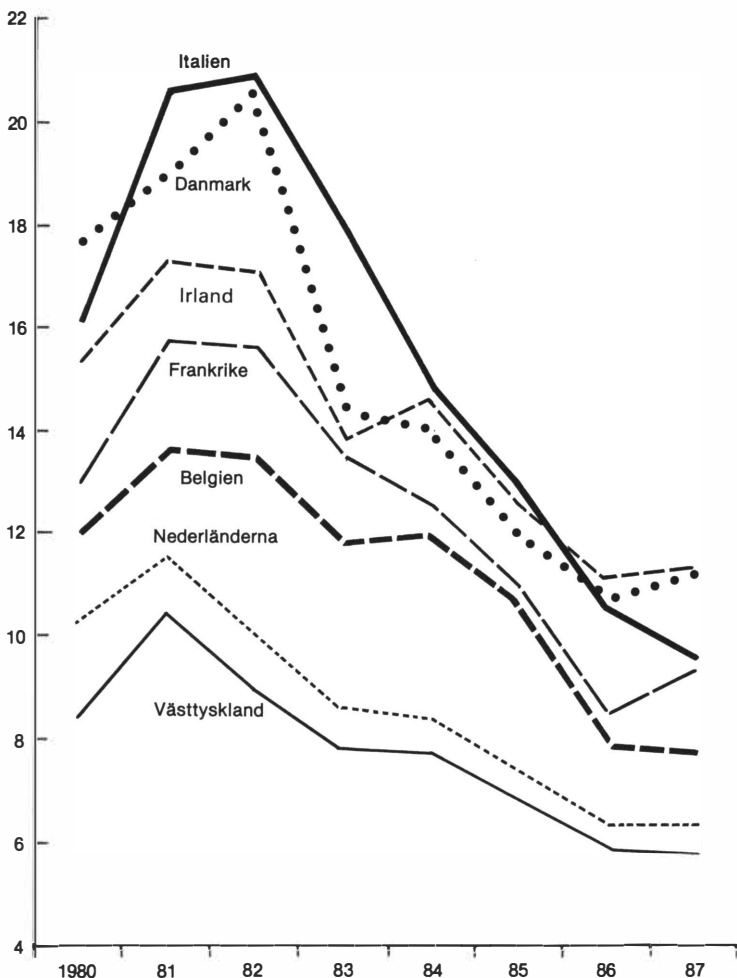
Figur 12 Utveckling av korta räntor inom EMS 1980–87



Källa: Guitian m fl [1988] sid 31

under perioden 1980–87. Men det intressanta ur vår aspekt är att studera om skillnaden mellan räntorna ökat. Figur 12 synes peka på att spannet mellan de korta räntorna i varje fall inte ökat under de studerade åren, medan spännvidden för de långa räntorna i figur 13 definitivt minskat.

Figur 13 Utveckling av långa räntor inom EMS 1980–87



Källa: Guitian m fl [1988] sid 32

Vad finns det då för konkreta test på ränterörlighet? Ungerer m fl [1986] har studerat detta. Resultaten återfinns i *Tabell 13*.

Tabell 13 Variabilitet i korta och långa räntor före och efter EMS (variationskoefficient)

	1974–78	1979–84
<i>Inom ERM</i>		
Korta räntor	0,33	0,27
Långa räntor	0,23	0,24
<i>Utom ERM</i>		
Korta räntor	0,11	0,17
Långa räntor	0,23	0,25

Källa: Ungerer m fl [1986], tabell 43 och 44

I denna tabell är det främst för de korta räntorna som variabiliteten inom ERM reducerats, medan de långa räntornas rörlighet förblivit konstant, såväl inom som utom ERM. Figurerna ovan visade, att tendensen för de långa räntorna inom ERM att konvergera blivit tydligare sedan 1984.

Russo och Tullio [1988] har testat samma sak med en annorlunda teknik. De studerar hur mycket av variationerna i räntor inom och utom ERM-länderna som kan förklaras av en enda bakomliggande faktor (s k ”principal components analysis”). *Tabell 14* visar resultaten.

Tabell 14 Analys av räntor inom och utom ERM med ”principal components” (andel av variationerna som förklaras av en enda bakomliggande faktor)

	Period		
	1973:3–1979:2	1979:3–1983:2	1983:5–1986:3
<i>17 industriländer:</i>			
Korta räntor	0,34	0,70	0,59
Långa räntor	0,28	0,44	0,31
<i>ERM-länderna:</i>			
Korta räntor	0,40	0,76	0,79
Långa räntor	0,49	0,49	0,36

Källa: Russo och Tullio [1988], sid 306–307

Tabellen bekräftar de tidigare testen; det är framförallt för de korta räntorna som sammanhållningen inom ERM blivit bättre. De långa

däremot har snarare glidit mer isär under den sista perioden. Samtidigt är det ju framförallt med korta räntor som länderna styr de kapitalrörelser som kan motverka valutakursinstabilitet. Här bekräftas således att någon "volatility transfer" inte ägt rum. När det däremot gäller långa räntor som i högre grad än korta påverkas av valutaregleringar, är det tydligen så att – enligt testen – konvergensen skett långsammare eller inte alls. Medan figur 13 syntes ge belägg för att i varje fall spännvidden i de långa räntorna mellan Västtyskland och Nederländerna å ena sidan och Italien och Danmark å den andra definitivt krympt.

4. Effekt på inflationen

Underliggande fundamenta för växelkursstabilitet är främst olika inflationstakt mellan länderna. *Tabell 15* visar, att prisvariationerna visserligen ökat inom ERM-blocket under den senare perioden men i mindre utsträckning än i länderna utanför.

Tabell 15 *Prisvariationer inom och utom ERM, 1974–85*

	1974–78	1979–85
<i>Inom ERM</i>		
Konsumentprisindex	0,35	0,43
BNP deflator	0,36	0,50
<i>Utom ERM</i>		
Konsumentprisindex	0,58	0,87
BNP deflator	0,65	0,97

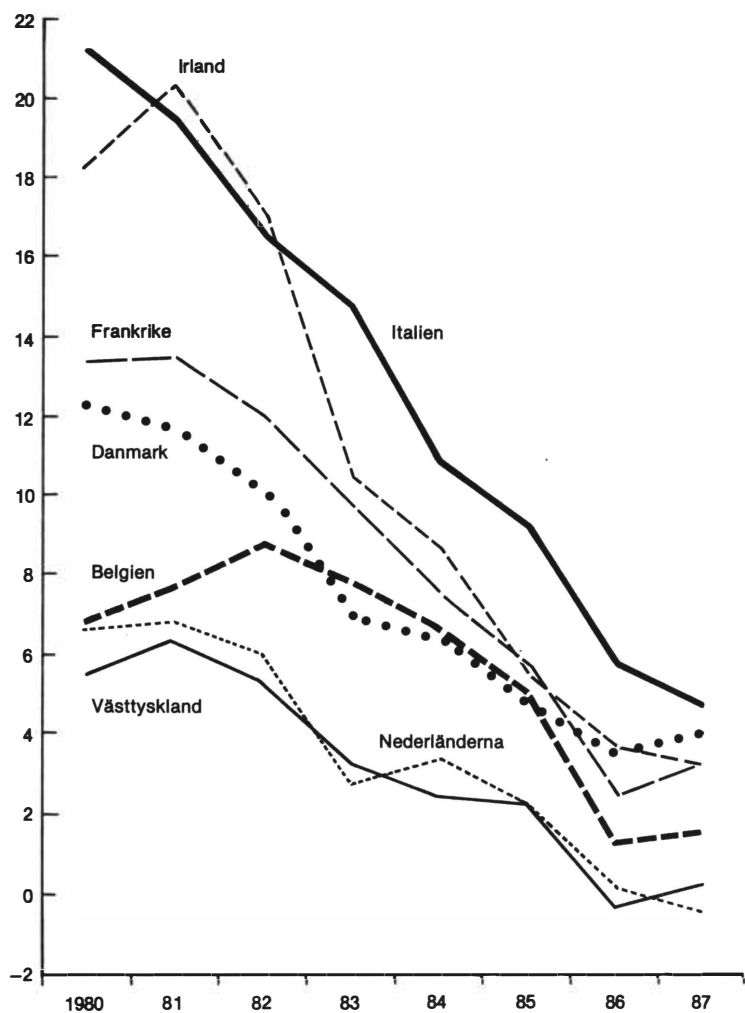
Källa: Ungerer m fl [1986], tabell 31 och 32

Figur 14 visar samma sak i diagram men med utvecklingen fram till 1987. Under de senare åren syns konvergensen i inflation tydligt. Framförallt Italien och Irland, men i någon mån även Frankrike och Danmark, har reducerat sina inflationstakter vis-à-vis Västtyskland och Nederländerna. Helt har man dock inte lyckats; "realignments" har ju fortfarande behövts.

Inte minst det danska exemplet är intressant att notera mot bakgrund av att det i Sverige har ansetts att Danmark misslyckats i sin ekonomiska politik de senaste åren till följd av medlemskapet i ERM. I *figur 14* ser vi snarare att effekten på tex arbetslöshet beror på en markant attitydförändring hos de styrande politikerna.⁴⁵

Russo och Tullio [1986] visade också, att för 17 industriländer som helhet förklaras inte inflationen bättre av en enda gemensam faktor

Figur 14 Utveckling av konsumentpriserna inom EMS 1980–87
(procent av BNP)



Källa: Guitian m fl [1988] sid 29

under senare än under tidigare perioder (OPEC II till trots!). Inom ERM däremot har den andel av variationerna i inflation som kan förklaras av en enda bakomliggande faktor (den västtyska inflationen?) fördubblats från ERM:s första fyra år till de tre nästa.

Andra försök att visa effekterna av ERM på inflationen är t ex Giavazzi och Giovannini [1988]. De skattade en modell för ekonomiernas sätt att bete sig på data före EMS skapande 1979. Genom att extrapolera modellen in i perioden efter 1979 kunde de studera, om modellen lyckas att förklara utvecklingen även efter 1979. Avvikelserna tolkas som effekter av EMS bildande.

Resultaten bekräftar i stort sett vad man kunnat förvänta sig. För Danmark och Frankrike ligger ökningstakterna såväl i priser som löner under åren 1979–85 under vad man kunnat förvänta sig. För Italien däremot tycks inte EMS ha betytt något för minskningen i inflationen. Minskningen kan således hänföras till inhemska orsaker som funnits redan före 1979. För Västtyskland visar resultaten betydligt högre inflation än den historiska modellen givit för handen.

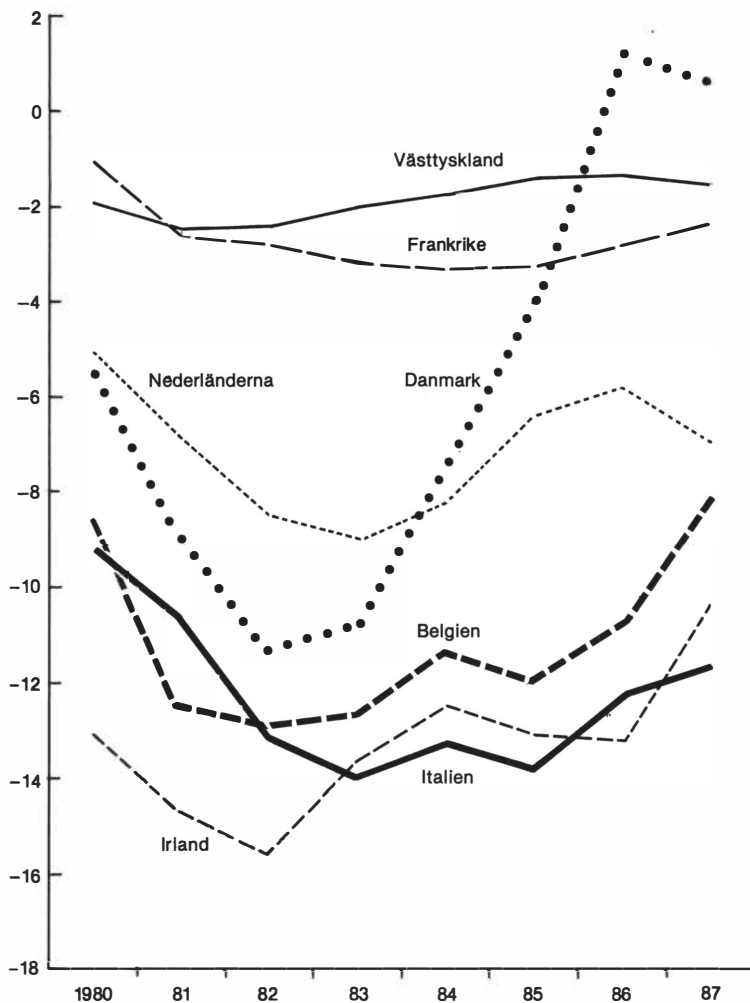
Collins [1988] gör ett likartat försök att uppskatta om det för de olika länderna skett ett brott i inflationen i samband med tillskapandet av EMS. Hon estimerade en modell för samtliga ERM-länder och låter en dummy-variabel beteckna perioden 1979–85. Intressant nog finner hon att denna variabel inte har någon förklaringsgrad alls. I stället blir hennes slutsats, att det förelåg indikationer på att alla länderna såväl inom som utom EMS samtidigt utsattes för en förändring efter 1979, samt att inflationstakterna faktiskt var både lägre och mer likartade innan EMS bildades (sid 133).

Förvirring råder således om huruvida EMS verkligen bidragit till att minska inflationstakterna i Frankrike och Italien i relation till Västtyskland! Sannolikt förklaras de olikartade resultaten av valet av undersökningsperiod. Först efter mitten av 1980-talet börjar de stora förändringarna ske i och med en bättre koordination av den ekonomiska politiken i de olika länderna och slopandet av indexering i främst Italien.

5. Effekt på finanspolitik och budgetsaldo

”I motsats till viss ökad likformighet bland ERM-länderna vad gäller priser och vissa monetära storheter, har skillnaderna i finanspolitik och i sådan faktisk utveckling som hänger samman med denna inte övervunnits” (Ungerer m fl [1986], sid 27). Denna skepsis bekräftas också av den senaste IMF-studien (Guitian m fl [1988], ur vilken *figur 15* är hämtad.

Figur 15 Utveckling av budgetunderskotten inom EMS 1980–87



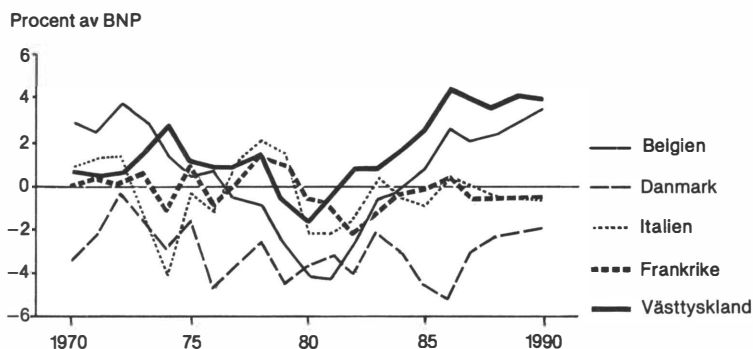
Källa: Guitian m fl [1988] sid 28

Som framgår av figuren fortsatte de stora underskotten i Irland och Italien även efter 1979. Belgien undergick någon smärre förbättring. Det enda land som under den studerade perioden på ett markant sätt rättat till underskotten är Danmark. Från nästan -12 procent (av BNP) 1982 till +1 procent 1986 är ett konststycke som inte har många föregångare. Den totala offentliga sektorns saldo i Danmark gick under samma period från -9,1 till +3,1 procent av BNP, dvs en förbättring med 12 procentenheter.⁴⁶ Detta har dock knappast haft någon direkt relation till EMS, annat än i så måtto att det sammanfaller med den ändrade attityden i Danmark till devalveringar och inflation. Som vi såg tidigare bytte Danmark markant strategi i de olika "realignments". I stället för att kräva devalveringar sökte man i stället att haka på den västtyska hårdvalutalinjen. Resultaten i form av dämpad inflationstakt är dock, om än märkbara, inte lika kraftiga som resultatet i form av förbättrade statliga finanser.

6. Effekt på bytesbalanserna

Figur 16 visar utvecklingen av bytesbalansen som andel av BNP under EMS-perioden. Ej heller på detta område har EMS givit några större bidrag till långsiktig konvergens, i varje fall inte för de mer betydande ekonomierna. Västtysklands (och Nederländernas) överskottssituation har snarare förstärkts. Danmarks situation har förblivit svår. Det enda land vars situation dramatiskt ändrats är Irland, vars underskott i bytesbalansen gått från -15 procent av BNP 1981 till ett överskott 1987.

Figur 16 Utveckling av bytesbalanserna inom EMS 1980–87



Källa: Guitian m fl [1988], sid 33

7. Effekt på tillväxttakterna

Flera bedömare har hävdat att EMS automatiskt kommer att ha en deflationistisk tendens ("deflationary bias"), dvs ha en dämpande effekt på tillväxttakterna till följd av att den västtyska anti-inflationskampen kommer att dominera systemet. Om "realignments" inte kompenserar för relativ inflation, kommer hårdvalutalandet Västtyskland att få se sin relativa konkurrenskraft gradvis förstärkt. I och med att Västtyskland har en lägre ökningstakt i inhemsk efterfrågan än de övriga EMS-länderna, förstärks effekterna av den finanspolitiska konservatismen och tillväxttakterna bromsas (Mastropasqua m fl [1988], sid 283). Samtidigt skulle länderna i det relativt slutna valutaområdet EMS kunna få god utdelning för satsningar (dvs hög multiplikatoreffekt) om satsningarna gjordes gemensamt (Thygesen och Gros [1988]).⁴⁷

Har då verkligen EMS bromsat tillväxten? Ett sätt att besvara frågan ges i Giavazzi och Giovannini [1988], som extrapolerat utvecklingen före EMS in i perioden efter 1979 med hjälp av modeller. De finner att just Västtyskland haft en lägre tillväxt än vad perioden före EMS motiverar, medan resultatet för övriga deltagande länder är blandat.

Att EMS-länderna haft långsammare tillväxt än övriga Europa är knappast uppenbart från *tabell 16*. Visserligen har EMS-blocket efter 1979 vuxit aningen långsammare än Europas industriländer som helhet, men skillnaden är knappast signifikant.

Tabell 16 *Tillväxttakter inom EMS, 1974–87*

	1974–78	1979–87
OECD Europa	2,2	2,0
Västtyskland	2,1	1,7
Frankrike	2,7	1,8
Italien	2,2	2,6
Belgien	2,4	1,5
Danmark	1,6	2,1
Nederländerna	3,4	1,3
Vägt genomsnitt av EMS	2,4	1,7

Källa: Egna beräkningar från OECD-data

Liksom de Grauwe ([1987], sid 396 ff) finner vi därför att det är lätt att finna orsaker till varför tillväxten inom EMS skulle kunnat understiga den i övriga Europa, medan det är svårare att finna tydliga bevis på att så verkligen skulle ha varit fallet.

Har ökad stabilitet orsakats av valuta-regleringarna?

Hitills är således intrycket att EMS sedan omkring 1983 lyckats med i varje fall de två första stegen av processen mot ökad konvergens: att skapa en mer stabil utveckling av växelkurserna och en mer likartad utveckling i räntor och inflation. Däremot återstår mycket i det fortsatta arbetet på ökad konvergens i den ekonomiska politiken. Detta behandlas i kapitel 8.

Redan här måste vi emellertid ta upp frågan om framgången blott är en chimär, orsakad av det faktum att Frankrike och Italien under hela perioden haft kvar kontroller över kapitalrörelserna, vilket måhända skapat stabilitet i växelkurser och räntor utan att någonting fundamentalt underliggande ändrats. Även Belgien måste räknas hit med hänsyn till sin dubbla växelkurs, där den kommersiella växelkursen (BEC) är med i ERM, medan växelkursen för finansiella flöden (BEF) flyter fritt.

Den första studien av detta fenomen var Rogoff [1985]. Han visade på betydande skillnader mellan de inhemska räntorna i Frankrike och Italien och motsvarande Euromarknadsräntor.⁴⁸ Skillnaderna mellan "off-shore"-räntorna och de inhemska uppgick till 2–3 procentenheter för Frankrike och 4–5 procentenheter för Italien, dvs de inhemska räntorna låg väsentligt under "off-shore"-räntorna i samma valutor. Ingen större skillnad noterades mellan perioden före EMS (1975–79) resp efter (1979–84). Eftersom effekten av avsaknaden av riskpremier för likviditetsrisk och skatter snarare borde ge lägre räntor på Euromarknaden, är den självklara slutsatsen att kontroller över kapitalrörelserna förefaller att ha bidragit till lägre räntor inne i resp länder.

Även Giavazzi och Giovannini [1986] och Giavazzi och Pagano [1985] fann liknande effekter på räntenivån. De visar också, att de inhemska räntorna inte stigit före "realignments" som man skulle ha förväntat sig, om de spekulativa krafterna fått verka fritt på finansmarknaderna.

Av detta följer inte nödvändigtvis att valutakontrollerna också givit upphov till mindre *variabilitet* i de inhemska räntorna. Det är därför inte självklart att valutaregleringen bidragit till växelkursstabilitet bara för att räntorna hållits på en lägre *nivå* än utan kontroller. Detta har emellertid testats av Artis och Taylor [1988], som fann att variabiliteten i skillnaden mellan inhemska och "off-shore"-räntor ökat signifikant för den franska francen och liran sedan 1979.

Men av Giavazzis och Giovanninis undersökning följer också att det

är framförallt för perioden fram till och med "realignment" nr 7 i mars 1983, som större skillnader finns mellan inhemska och "off-shore"-räntor i Frankrike och Italien. Sedan dess och fram till 1985 har skillnaden varit så liten som man kan begära i en värld av transaktionskostnader. Någon undersökning på data efter 1985 känner jag inte till.

Vi måste också notera att betydande avregleringar har skett under de senaste åren i de franska och italienska kontrollerna över kapitalrörelserna. Om EMS till följd härav riskerar att kollapsa skall avhandlas i nästa kapitel.

8. Långsiktiga utvecklingstendenser

De sex första kapitlen i denna bok kunde skrivas med visshet, eftersom de behandlade hur EMS är uppbyggt och faktiskt fungerar. Redan i kapitel 7 inträdde en viss osäkerhet i bedömningarna av huruvida EMS verkligen bidragit till ökad stabilitet i vissa monetära variabler såsom växelkurs, räntor och inflation. Att bedöma de långsiktiga utvecklingstendenserna med någon säkerhet är långt svårare. Vare sig ekonomer eller politiker är nämligen överens om vart EMS kommer att ta vägen eller ens *borde* ta vägen.

Syftet med detta kapitel är därför främst att beskriva den diskussion som just nu förs inom de i EMS deltagande länderna och inom EG. På det sättet kan vi lättare ta ställning till hur det samarbete kan se ut, som Sverige eventuellt ansluter sig till.

Debatten bland akademiska ekonomer

En minoritet bland ekonomerna förefaller tycka att EMS kan fortsätta att fungera i nuvarande form. De tycker, att EMS *borde* gå längre i samarbetet, men de ser det inte som avgörande för systemets möjlighet att överleva. Majoriteten bland ekonomerna anser dock, att EMS kommer att få stora svårigheter att existera i nuvarande form efter det att alla restriktioner på kapitalrörelser upphört senast 1992 och alla EG-medborgare har fått fritt spelrum för finansiella transaktioner över gränserna. De accepterar alltså påståendet, att de restriktioner för kapitalrörelser som funnits (i framförallt Frankrike och Italien) varit av avgörande betydelse för systemets möjlighet att fungera.⁴⁹

Men slutsatserna av deras resonemang går åt två håll. "Majoriteten inom majoriteten" ser det som nödvändigt att EMS-samarbetet utvidgas till att en europeisk centralbank skapas, till att växelkurserna låses än fastare till varandra i en monetär union, kanske med en gemensam valuta, och att även finanspolitiken i de olika länderna koordineras bättre än vad som skett hittills. I samband med de politiska konsekvenserna av Enhetsakten ("The Single European Act") skapas härmed verkligen "The United States of Europe" 1992.

En av de tydligaste talesmännen för – och också en av de viktigaste personerna bakom – uppfattningen att EG-samarbetet måste utvecklas vidare till en monetär union, är italienaren Padoa-Schioppa [1988]. Han skriver: "... Gemenskapen kommer att försöka sig på den omöjliga uppgiften att samtidigt förena (1) frihandel, (2) full frihet för kapitalrörelser (3) fasta eller åtminstone kontrollerade valutakurser, samt (4) nationell frihet i hur penningpolitiken bedrivs. Dessa fyra element utgör vad jag vill kalla 'en inkonsistent kvartett': såväl ekonomisk teori som historiska erfarenheter har gång på gång demonstrerat, att dessa fyra element omöjligt kan samexistera utan att åtminstone ett av dem måste ge vika" (sid 373).

Den slutsats som Padoa-Schioppa drar här, liksom i den s k Padoa-Schioppa-rapporten (Padoa-Schioppa m fl [1987]) – och som delas av en annan tung ekonom, Niels Thygesen ([1988], sid 19) – är att det är det fjärde elementet, den penningpolitiska självständigheten, som måste ge vika. "På lång sikt är den enda möjliga lösningen av denna inkonsistens att komplettera den inre marknaden [för varor, tjänster, arbetskraft och kapital; min anm.] med en monetär union. Det är inte realistiskt att tro, att Gemenskapen skulle lyckas med konststycket att förvandla en cirkel till en kvadrat – dvs låta penningpolitiken i de olika länderna följa sin egen nationella utveckling och likväl förvänta sig, att den gemensamma disciplinen när det gäller den övriga makroekonomin och utrikeshandeln skall kunna överleva för Gemenskapen som helhet." (Padoa-Schioppa [1988], sid 376.)

Vi återkommer sist i kapitlet till frågan om även finanspolitiken kan och bör koordineras i denna lösning.

Andra ekonomer ("minoriteten inom majoriteten") tror inte, att en sådan utveckling mot fastare samarbete är vare sig nödvändig eller ens möjlig. De vill i stället se en mindre fast låsning av växelkurserna än idag och därmed lite större frihet för länderna att föra sin egen inflations- och arbetsmarknadspolitik. Se t ex Dornbusch [1988a], [1988b] och Driffill [1988]. Dornbusch refereras på sid 75–76.

Debatten bland politikerna

Men även politikerna är splittrade. Vissa länder, t ex Frankrike, vill se en stark ökning av överstatligheten och tillskapandet av en monetär union. Andra länder är kraftfullt emot ökad överstatlighet och ökad "EG-byråkrati". Det bästa exemplet är givetvis Mrs Thatcher och Storbritannien. Men det finns, som vi skall se, betydande skillnader även

inom länderna. I Västtyskland är t ex finansministeriet och regeringen mycket mer positiva till ett utvidgat monetärt samarbete än centralbanken (Bundesbank). I Storbritannien har finansminister Lawson offentligt vid flera tillfällen deklarerat, att Storbritannien bör gå med i EMS, något som Mrs Thatcher inte kan acceptera. Däremot är även han emot en utvidgning av EMS-samarbetet till en monetär union.⁵⁰

Lösare eller fastare växelkursrelationer

Bör egentligen växelkurserna låsas i en monetär union? Vilka faktorer har i EMS-debatten dragits upp för respektive emot en sådan utveckling?

Som Cooper [1985] påpekar finns det flera skäl till varför ett land vill bevara sin ekonomiska självständighet. Man kanske inte delar de politiska målen; Sverige har ju sedan länge en mycket mer ambitiös arbetsmarknadspolitik än omvärlden (jfr nästa kapitel). En arbetslöshetsnivå på dryga 3 procent, som i omvärlden skulle betraktas som full eller till och med överfull sysselsättning, ansågs i Sverige 1971–72 som en katastrof!

Länderna kanske inte heller har en gemensam uppfattning om den framtida utvecklingen. Eller man kanske saknar förtroende för varandras prognoser och/eller politiska vilja. Eller man kanske helt enkelt vill bevara den nationella självständigheten för dess egen skull. Det sistnämnda förefaller ju vara den viktigaste orsaken till den brittiska skepsisen mot ökad överstatlighet.

Till dessa mer generella – och främst politiska – invändningar mot ett utvidgat och mer långtgående samarbete och fastare växelkurser, har även lagts rent ekonomiska invändningar. Dornbusch [1988a, 1988b] utgår från ett land som Italien (eller Grekland eller Portugal eller Spanien eller Irland) med en hög andel statsskuld i relation till bruttonationalprodukten (92 procent i Italien och 136 procent i Irland 1987, för att ta extremerna). Ett billigt sätt för dessa länder att avbetala statsskulden är att låta en tämligen hög inflationstakt erodera det nominella beloppet (s k ”seignorage”).

Således, med utgångspunkt från att de sydeuropeiska länderna – med motiveringen att det skulle fördyra kostnaderna för statens upplåning – inte bör acceptera Västtysklands låga inflationstakt, frågar sig Dornbusch hur EMS kan ombildas så att hänsyn till detta motiv kan tas? Dornbusch föreslår skapandet av ett dubbelt valutaområde med en zon runt Västtyskland av låginflationsländer och en zon i sydeuropa

med lite högre inflation. *Inom respektive zon* kan växelkurserna bindas hårt till varandra; kanske skall de vara helt låsta. Men *mellan zonerna* bör växelkursen få avspegla skillnaden i inflationstakter, dvs de reala växelkurserna hålls konstanta, så att ländernas relativa konkurrenskraft bevaras. Detta skiljer sig från EMS idag, där en valuta inte helt tillåts att kompensera sin inflation genom en nedskrivning vid en "realignment"; de reala växelkurserna för höginflationsländerna har därmed tenderat att stiga (jfr kapitel 7).

För att eliminera spekulation föreslår Dornbusch att förändringen i växelkurs mellan zonerna sker kontinuerligt, som en s k "crawling peg". Växelkursen mellan lire och DMark skulle t ex kunna ändras med 0,2 procent per vecka, vilket utslaget över ett helt år skulle medge en skillnad på 10 procent mellan den italienska och den tyska inflationen.

Den främsta invändningen mot förslaget är att det inte tar hänsyn till det viktigaste motivet för en valutaunion, nämligen "the advantage of tying one's hands". Om väl disciplinen är uppbruten och t ex Italien tillåts ha en inflation på 10 procent, vad är det som förhindrar expansionsglada politiker att ytterligare öka övrefterfrågan i ekonomin, tillväxttakten i penningmängden och därmed på sikt inflationen? Slutsatsen blir att trovärdigheten kanske skadas i så hög grad att EMS faller sönder helt och hållet, och Italien och flera andra länder återgår till 1970-talets problem med en mycket hög och accelererande inflationstakt.

Framtiden för ECU

Kanske något paradoxalt är den gemensamma valutans, ECU:s, ställning, i varje fall för närvarande, *inte* ett ämne som betraktas vara av fundamental betydelse för EMS framtid! Orsaken ligger inte minst i de stora framgångar som ECU haft under de senaste månaderna (detta skrivs i mitten av mars 1989, för övrigt på 10-årsdagen av EMS tillkomst!). De krav som Thygesen [1987] ställde upp så sent som i juli 1987 är redan i mångt och mycket uppfyllda, nämligen:

(a) större krav på deltagarländerna att acceptera (officiella) ECU som betalning vid interventioner löstes i huvudsak i och med Nyborgöverenskommelsen i september 1987.

(b) användning av ECU i den offentliga upplåningen har under hösten 1988 skett i Storbritannien och Italien och kommer under våren 1989 att ske i Frankrike. Härigenom har förutsättningar skapats för en penningpolitisk styrning av marknaden för privata ECU, som idag är helt

oreglerad. Allt vad som nu ytterligare krävs är att centralbankerna börjar använda ECU också i sina interventioner på penningmarknaderna, något som hittills skett i mycket begränsad utsträckning. Dessutom krävs, att någon överstatlig myndighet kontrollerar tillgången på den överstatliga valutan ECU. Kanske är detta den viktigaste orsaken till att en överstatlig europeisk centralbank behöver skapas!

Masera (chef för utredningsavdelningen på Banca d'Italia) har nyligen föreslagit, att Bank for International Settlements (BIS) i Basel, som redan idag administrerar transaktionerna i privata ECU och samtidigt också är den enda överstatliga innehavaren av ECU, skall skapa en möjlighet för centralbankerna att omvandla behållningar i officiella ECU till privata och vice versa.⁵¹ Mot hans förslag kan invändas, att BIS inte är en EG-institution och därför inte bör tilldelas en mer aktiv roll än den för närvarande har.

Genom offentlig upplåning i ECU har man emellertid *inte* kopplat ihop marknaden för privata och offentliga ECU. Att döma av underhandsinformation kommer inte heller Delors-gruppen i sitt betänkande i april att föreslå någon sådan koppling.

(c) ökad användning av ECU som valuta i privat upplåning har, som vi sett, skett mycket markant under 1988 med totala emissioner på motsvarande över 11 mdr USD.

(d) acceptans av ECU som valuta över hela Gemenskapen. Det sista landet att ge vika var här Västtyskland, där ECU sedan hösten 1987 är omklassificerad från räkneenhet till valuta.

(e) en termins- och optionsmarknad i valutan ECU, liksom i penningmarknadsinstrument denominerade i ECU. Det förstnämnda finns sedan ett par år tillbaka, det sistnämnda kommer av allt att döma inom kort.

Rent formellt finns således inte mycket mer att göra. Vad det nu gäller är att skapa en sådan acceptans och förståelse för ECU och en sådan likviditet i ECU-denominerade instrument, att dess användning i privata transaktioner ökar ytterligare. Vidare krävs en bättre relation mellan privata och officiella ECU.

Samtidigt är det långt ifrån nödvändigt att ECU tar över de nationella valutornas roll. ECU kommer troligen aldrig att helt ersätta de nationella valutorna, även om dessa skulle bindas hårdare till varandra än vad som idag är fallet, utan fungera som en alternativ valuta (en s k "parallel currency").

En europeisk centralbank och en monetär union

Redan i Rom-fördraget 1957 angavs, att länderna skulle försöka sköta sin ekonomiska politik på ett sådant sätt, att målen extern balans, stabil prisnivå och arbetslöshet kan nås.⁵² Men det första egentliga steget mot en mer konkret uppläggning av samarbetet skedde i och med Werner-planen 1970 (Werner var då Luxembourgs premiärminister). Werner-planen förutsåg helt låsta växelkurser mellan EG-valutorna och helt fria kapitalrörelser. En gemensam centralbank skulle skapas för att besluta om penningpolitiken i stort. En gemensam valuta behövde inte nödvändigtvis införas, men rapporten förordade det. De enskilda centralbankernas makt skulle bli kraftigt beskuren. Werner-planen förutsatte, att den ekonomiska politiken i stort också måste koordineras för att de gemensamma målen skall kunna uppfyllas.

Det enda påtagliga resultatet av Werner-planen blev emellertid det lösa samarbetet inom ramen för ormen ("The European Common Margins Arrangement") 1972 och – viktigare – den europeiska valuta-fonden för stödaktioner, EMCF.

Nästa formella steg togs, som vi sett tidigare, först i och med att Enhetsakten beslutades i december 1985 och begreppet "monetär union" fördes in i det reviderade Rom-fördraget. Skrivningen är emellertid fortsatt vag och EG:s medlemsstater har inte tagit på sig några nya konkreta skyldigheter i och med detta. Däremot kan man givetvis säga, att när Enhetsakten beslutar om att alla restriktioner på rörelser av kapital skall vara avskaffade senast 1992, så har man därigenom också satt det monetära samarbetet i fokus och satt igång en process som antingen kan leda till en monetär union med fasta växelkurser eller till EMS sammanbrott (jfr Padoa-Schioppa's "inkonsistenta kvar-tett").

Som nämndes tidigare sitter en kommitté under EG-kommissionens president Jacques Delors' eget ordförandeskap. Den skall senast i april 1989 framlägga en rapport om hur en monetär union konkret skulle kunna utformas. Redan tidigare (i februari 1988) visade en kommitté under ledning av EMS två fäder – Giscard d'Estaing och Helmut Schmidt – hur en monetär union med gemensam penningpolitik och valuta och helt låsta växelkurser skulle kunna skapas inom en så kort period som tre år. Även den tyske utrikesministern Genscher har sagt, att en gemensam centralbank utgör en helt nödvändig ingrediens i den inre marknaden och att målet även bör vara en gemensam valuta byggd på en successiv utvidgning av ECU:s roll.

Bedömare förefaller ense om att en överstatlig europeisk centralbank

skulle kunna likna den amerikanska modellen, The Federal Reserve System.⁵³ En styrelse (motsvarande Board of Governors) skulle utses av Ministerrådet med längre mandatperioder än de politiska valperioderna. Medlemmarna skulle sannolikt inkludera såväl representanter för de tyngsta centralbankerna som politiker. Styrelsens främsta uppgift skulle vara att kontrollera tillgången på den överstatliga valutan ECU, främst genom att sätta lämpliga krav på kassareserver i bankväsendet. Centralbanken skulle givetvis även bedöma lämpligheten t ex av att Gemenskapen som helhet intervenerar för att hålla en viss dollarkurs, sätter EG-gemensamma regler för kapitaltäckning i bankerna osv.

Diskussioner om räntenivåer, nödvändiga interventioner m m skulle ske i en motsvarighet till den amerikanska "Federal Open Market Committee", i det europeiska fallet kan den faktiskt redan sägas existera i form av centralbankschefernas råd. De faktiska interventionerna – såväl vad gäller växelkursrelationerna mellan de ingående valutorna som relationen till utanförstående valutor såsom dollar – skulle operativt handhas av de existerande centralbankerna med Bundesbank som huvudansvarig för dollarinterventionerna. Detta motsvaras också i USA av att det är en av (de tolv) centralbankerna (Federal Reserve Banks), den i New York, som operativt sköter penningpolitiken efter riktlinjer från the Federal Open Market Committee.

Som har framgått ovan har den västtyska (liksom den franska) regeringen ställt sig positiv till en utveckling mot en europeisk centralbank. Jacques Delors har själv i ett uttalande i slutet av januari 1989 (*Financial Times*, January 27) sett en europeisk centralbank som ett viktigt steg mot en bättre koordinering av politiken. Den västtyske centralbankschefen Karl Otto Pöhl har emellertid varit mer skeptisk och velat ställa upp konstitutionella förutsättningar för den överstatliga bankens självständighet. Speciellt har han krävt, att en europeisk centralbank inte får finansiera medlemsländernas budgetunderskott (*International Herald Tribune* May 4, 1988; *Financial Times*, May 5, 1988). Vidare ville han skjuta skapandet av en gemensam centralbank på framtiden.⁵⁴

Delors-kommittén

En första rapport från Delors-kommitténs arbete tyder också på att de ingående centralbankscheferna menar, att man inte kan gå vidare på vägen mot mer fasta växelkurser och en gemensam centralbank och en gemensam valuta utan att samtidigt samordna den ekonomiska politiken. Budskapet är inte nytt; det har dykt upp under olika beteckningar

ända sedan de första reaktionerna på Werner-rapporten i början av 1970-talet. Namn som "the parallel approach" antyder, att processen mot en gemensam politik måste ske samtidigt på de olika områdena. Andra har talat om en "coronation approach", där en gemensam centralbank skapas som kronan på verket först när den gemensamma politiken är ett faktum (jfr Pöhl i fotnot 54 för ett typiskt uttalande av denna falang).

Frankrike har emellertid i samma kommitté enligt uppgift i pressen (*Financial Times*, December 30) velat forcera samarbetet mot en monetär union. Frankrike sägs ha föreslagit att en del av EMS-ländernas valutaserver skall sammanföras i ett embryo till en gemensam centralbank. Reserverna skulle t ex kunna användas i gemensamma interventioner mot utanförstående valutor. Frankrike har även föreslagit, att diskussionen om penningpolitiken mellan de deltagande länderna skall formaliseras i syfte att skapa större samstämmighet. Men man betonar också från fransk sida att det inte går att skapa den monetära unionen utan att samtidigt politiken koordineras bättre (dvs "the parallel approach" igen). Det utmärkande i det franska budskapet är således främst att man anser, att processen bör och kan gå fortare än vad de övriga anser.

Enligt tidningsrapporter har dock Storbritannien i form av finansminister Lawson skjutit alla sådana förslag i sank redan innan de framförts formellt. Storbritannien kommer, enligt hans tal den 25 januari för the Royal Institute of Economic Affairs, att inlägga sitt veto mot alla förslag från Delors-kommittén, som innebär att det monetära samarbetet utvidgas (*Financial Times*, January 27).⁵⁵

Slutsatser

I och med att så mycket av fördelarna av ett utvidgat samarbete beror på hur marknadernas förväntningar påverkas av ändrade institutionella spelregler ("the advantage of tying one's hands"), är det givetvis oerhört svårt att göra några konkreta beräkningar av vad ökat samarbete skulle betyda ekonomiskt. Kalkylerna i Oudiz och Sachs [1984], att större samstämmighet i den europeiska ekonomiska politiken skulle kunna leda till en ökning av tillväxttakten med en halv procentenhet per år får nog därför tas med en stor nypa salt.

Samtidigt är det svårt att undgå slutsatsen att EMS med nödvändighet måste gå mot en större koordinering av politiken. Vi kan erinra oss

de slutsatser som drogs inledningsvis av samarbetet inom Bretton Woods. För att EMS skall kunna hållas samman och överleva måste med största sannolikhet:

- (a) det finnas en reservvaluta som har marknadens förtroende. Detta finns redan såväl i form av ECU som DMark.
- (b) interventionerna vara symmetriska. Hittills har liksom i Bretton Woods en alltför stor del av ansvaret lagts på problemländerna.
- (c) det finnas tydliga spelregler vid växelkursändringar. Detta verkar vara för handen vid de "realignments" som skett sedan 1983.
- (d) spekulation mot en valuta göras olönsam. Detta förutsätter, att växelkursändringar inte sker oftare än någon gång per år och aldrig med mer än c:a 4 procent.

Om EMS-systemet skall kunna hållas samman på sikt, får inte de spekulativa marknadskrafterna ges möjlighet att tjäna på de växelkursändringar som sker vid "realignments". Detta i sin tur kräver således, att skillnaden i inflationstakter begränsas till c:a 4 procentenheter.⁵⁶

Sannolikt kommer såväl avskaffandet av valutaregleringar i Frankrike och Italien som ECU:s successivt starkare ställning att minska denna toleransmån ytterligare. För att förhindra destabiliserande kapitalrörelser kommer då en bättre koordinering av penningpolitiken att behövas. Detta betyder *inte*, att räntorna nödvändigtvis kommer att bli än bättre relaterade till varandra. Kanske kommer – i varje fall under en övergångsperiod – räntorna i de olika länderna efter en kapitalliberalisering att behöva bli mer rörliga (det gamla "volatility transfer"-argumentet igen, dvs att fastare växelkurser skapar rörlighet i räntorna i stället).

På kort sikt finns det ingen större inkonsistens mellan en bättre koordinering av penningpolitiken och en bevarad självständighet i finanspolitiken, t ex i form av olika höga mål i arbetslöshetspolitiken. På längre sikt däremot kommer det att bli utomordentligt svårt att finansiera budgetunderskott i ett land, som markant avviker från Gemenskapens genomsnitt. Med en fri arbetsmarknad är det ju även meningen att arbetslöshet i ett land skall leda till strömmar av arbetskraft mellan länderna, inte till konstlade interventioner i ett land för att hålla sysselsättningen uppe.

Däremot är det inte troligt att processen inom en snar framtid kommer att leda fram till formella överstatliga organisationer såsom en europeisk centralbank eller helt låsta växelkurser i en monetär union.

Därtill är motståndet, inte minst i Storbritannien, alltför stort. Ländernas penning- och finanspolitiska autonomi kommer därför inte att upphöra av sig själv, vare sig 1992 eller tidigare, utan gradvis beskäras i takt med att medborgarna lär sig att utnyttja sina nya rättigheter att fritt kunna flytta sig själva och sitt kapital över gränserna.

Slutsatsen av de ovanstående ekonomiska och politiska resonemangen blir därför att några snara förändringar i EMS inte förefaller sannolika. Skulle dollarn under 1989 åter börja falla, kommer detta att skapa spänningar inom EMS. När dollarn faller går ju kapitalströmmarna till Västtyskland, vilken stärker kursen för DMarken. Det är troligt att detta utlöser realignment nr 12, vilket knappast ställer till med några större bekymmer i sig själv, så länge "realignments" håller sig inom de marginaler som nämnts tidigare (max 4 procent). Mycket mer allvarliga för EMS långsiktiga överlevnad är de balansproblem som synes dyka upp igen med, ett åter tilltagande budgetunderskott i Italien och ett växande underskott i den danska bytesbalansen.

På sikt är det sannolikt också nödvändigt, av såväl politiska som ekonomiska skäl, att Storbritannien ansluter sig till ERM. Den konstlat höga växelkursen och det exploderande bytesbalansunderskottet visar tydligt, att pundet emellertid först måste tillåtas falla och finna en realistisk nivå. Sannolikt pågår en kamp bakom kulisserna (och ibland även öppet på scenen) mellan finansminister Lawson och Mrs Thatcher om Storbritanniens inträde i ERM. Självfallet skulle en brittisk anslutning väsentligt underlätta motsvarande beslut i Sverige (eller Norge).

Addendum: Delors-kommittén har nu lagt fram sitt förslag till hur EMS-samarbetet kan utvidgas. Gruppen föreslår att i ett första steg, som tas senast i juli 1990, det monetära samarbetet förbättras ytterligare, samtidigt som alla EG-valutorna blir medlemmar av ERM. Något förvånande förslår gruppen också att det mer långsiktiga samarbetet inriktas på att skapa en monetär union med helt fasta växelkurser och en gemensam valuta. Skrivningen är dock försiktig och någon tidsplan har inte lagts fast. Storbritanniens och Danmarks finansministrar har redan officiellt motsatt sig gruppens förslag.

9. Vad skulle en svensk EMS-anslutning kunna innebära?

Den svenska debatten om EMS

Det är glädjande att se hur attityden i Sverige till EMS ändrats under 1988. Fram till 1988 har det varit omöjligt att överhuvud diskutera EMS, i varje fall med Riksbanken. Riksbanken har genomgående avvisat alla tankar på en svensk anslutning. Men under det sista året har det skett en markant förändring. Varför?

För det första har Sverige, i likhet med de övriga kvarvarande EFTA-länderna Norge, Schweiz och Österrike, fått en informell inbjudan att starta förhandlingar med EG-länderna om ett medlemskap i EMS utan vidare förpliktelser vad gäller en eventuell senare anslutning till EG. Denna inbjudan ska diskuteras vidare senare.

För det andra har verkligheten hunnit i kapp Sverige. Riksbanken och regeringen har insett, att effekterna av devalveringarna 1981 och 1982, liksom av de lägre oljepriserna 1986, nu är uppatna och att något måste göras åt inflationen, innan den tvingar fram en förnyad våg av devalveringar. Detta gäller Norge och kanske även Finland i lika hög grad som Sverige.

För det tredje förefaller Riksbanken att ha insett att tidigare försvarslinjer inte är hållbara. Riksbanken har länge t ex hävdat, att det danska exemplet avskräckt från svenskt EMS-medlemskap. Man har nu accepterat det som danska ekonomer vetat länge, nämligen att den danska utvecklingen, med fortsatt stora underskott i bytesbalansen, uppstått *trots* medlemskapet i EMS och inte *på grund av* detta. Se också diskussionen i kapitel 7!

Riksbankens ändrade attityd avspeglar sig bl a i två – utomordentligt kunniga och välskrivna – artiklar om EMS i Riksbankens egen kvartals-tidskrift *Kredit- och Valutaöversikt* nr 5 (sic!) 1988. Men även riksbankschefen Bengt Dennis har offentligt redovisat den nya attityden. I ett uppmärksammat tal i Göteborg under hösten 1988 har han tydligt deklarerat, att ett svenskt medlemskap i EMS kan komma ifråga först när inflationsbekämpningen blivit trovärdig. Detta är ett väsentligt steg framåt från positionen att ett medlemskap aldrig kan komma i fråga överhuvud-

taget. Han har även varnat för övertron på att en anslutning till EMS automatiskt löser problemet med alltför snabb inflation.

Sveriges Riksbank verkar därför nu ligga på samma linje som den norska centralbanken, vars chef Hermod Skånland deklarerat, att ett norskt medlemskap i EMS är eftersträvansvärt på sikt men att Norge först måste lösa sina balansbrister i form av alltför snabb inflation och alltför stort underskott i bytesbalansen.⁵⁷

Samtidigt är det så, att ett medlemskap i EMS kanske är det bästa (eller enda?) sättet för ett land i Sveriges eller Norges svåra situation att skapa trovärdighet åt inflationskampen! Alternativet till ett medlemskap i EMS som skapare av den nödvändiga trovärdigheten i antiinflationsspolitiken är måhända en helt oacceptabelt stor ökning i arbetslösheten.

Attityden till EMS har även indirekt blivit mer positiv i och med de beslut som nyligen fattats om avskaffande av valutaregleringen. Sedan mitten av januari 1989 är aktiehandeln med utlandet helt fri från kontroller; valutaregleringen "hårda kärna" – förbudet för utlänningar att förvärva obligationer denominerade i kronor – troligen kommer att släppas under 1989.

Kraven på en konsekvent och stram politik med tonvikt på inflationsbekämpning ökar i och med att vi inte längre har valutaregleringen som kastar grus i det finansiella maskineriet. Ett medlemskap i EMS ter sig inte bara mer acceptabelt utan även mer nödvändigt.

Bakgrund

1980-talet har präglats av en rad finansiella innovationer i många länder, inte minst i Sverige. Hela kreditväsendet har revolutionerats av en mängd nya instrument: terminer och optioner i aktier, valutor och räntebärande instrument, ränte- och valutaswappar, en depositmarknad m m. Nya aktörer har kommit in på kreditmarknaderna, i och med att de stora företagen, kommunerna och institutionerna har kommit att allt mer likna banker i sin likviditetshantering. Försäkringsbolagen inkräktar allt mer på bankernas traditionella långivning, samtidigt som bankerna utvecklar produkter som försäkrar finansiella risker.⁵⁸

Samtidigt har även penningpolitiken anpassats till de nya spelreglerna. Borta är möjligheterna till direkt styrning av räntor och kreditvolymer. I stället har Riksbanken genom de nya instrumenten givits större möjlighet att snabbt påverka räntorna genom köp eller försäljning av statspapper.⁵⁹

De inhemska innovationerna har förvisso haft en stor betydelse för ekonomiernas funktionssätt. Främst de stora aktörerna har kunnat väsentligt reducera sina räntekostnader och sina risker på en mer effektiv kreditmarknad. Den stora vinnaren på detta är givetvis den största låntagaren – staten – och därigenom skattebetalarna.⁶⁰

Men de finansiella innovationerna torde inte ha betytt särskilt mycket för de grundläggande realekonomiska sambanden i ekonomin. De har knappast betytt något för samhällets tillväxt, inflationen eller arbetslösheten. Den svenska ekonomin är 1989 på väg mot en accelerande inflation i löner och priser, allt sämre konkurrenskraft och allt större underskott i bytesbalansen, allt lägre sparande i hushållen och i samhället och därmed mot högre realränta och lägre tillväxt på sikt. Se nedan.

De inhemska finansiella innovationerna har ingen skuld i denna utveckling, men de har heller inte haft förmågan att hejda den oförmånliga utvecklingen.⁶¹

De internationella sambanden är däremot enligt min mening av fundamental betydelse för stabiliteten i den inhemska ekonomin. Framförallt är valet av växelkurssystem avgörande. Skall ett land ha helt låsta växelkurser, vilket för Sveriges del var fallet mellan 1873 och 1914 ("guldmyntfoten") och under åren 1945–71 ("Bretton Woods-systemet")? Eller skall växelkurserna få flyta helt fritt mot varandra? Eller finns det någon medelväg, där växelkurserna är i princip fasta men ändå kan ändras vid behov?

Några olika prognoser för lönestegring, inflation och bytesbalans i den svenska ekonomin, mars 1989

	Lönestegring (%)		Inflation(%) ^a		Bytesbalans (mdr)	
	89	90	89	90	89	90
Regeringen	7,0	4,0	5,6	4,0	-14,1	-18,3
Konjunkturinst	7,5	7,6	6,1	6,1	-12,0	-20,1
Handelsbanken	9,0	7,0	6,7	6,5	-15,0	-23,0
Sparb Bank	8,5	7,0	6,5	6,0	-17,0	-20,0
SE-Banken	8,5	7,5	6,4	6,6	-17,0	-20,0
PK-Banken	8,4	—	6,7	—	-11,0	—
OECD	8,3	7,3	6,0	5,0	-15,0	-18,0

^{a)} årsgenomsnitt för konsumentpriserna

Den entusiasm som fanns på 1960-talet och i början av 1970-talet för flytande valutakurser som mekanism att isolera ett lands ekonomi från utländska störningar, har nästan helt försvunnit. Orsaken ligger inte

bara i verkligheten och dess tydliga demonstration av det olämpliga i att dollarn först apprecierar (ökar i värde) med 50 procent (i effektiva termer) och därefter deprecierar (faller i värde) lika mycket. Även vetenskapliga teoriutvecklingar i form av tvåsektor-modeller med en öppen (konkurrensutsatt) sektor och en sluten, inhemsk sektor visar, att anpassningsbördan till följd av en flytande växelkurs blir betydande i den (större) inhemska sektorn.⁶²

När de tidigare förespråkarna för flytande växelkurser (med Friedman [1953] som främsta namn) utgick ifrån enkla ensektor-modeller, där hela ekonomins produktion kan säljas på export, har man således missat en väsentlig komplikation. En annan faktor i modellerna, om vilken ekonomerna ändrat uppfattning under de senaste 15 årens teoriutveckling, gäller förväntningarnas roll. Dessa har inte alls haft den stabiliserande karaktär som Friedman m fl utgått ifrån. Nya teorier har i stället visat, att spekulativa "bubblor" och/eller "overshooting exchange rates" kan förekomma även med rationella förväntningar.⁶³

Av såväl teoretiska som praktiska skäl har således intresset ökat för olika mekanismer, som kan bibehålla relationerna mellan växelkurserna på någorlunda stabil nivå, men ändå tillåta ekonomierna bevarad relativ konkurrenskraft. Detta förutsätter i sin tur antingen en viss möjlighet att justera en felaktig växelkurs eller mekanismer för att förhindra att de olika ländernas inflationstakter avviker alltför mycket från varandras.⁶⁴

Kan ett icke-EG land bli medlem i EMS?⁶⁵

I beslutet om tillskapandet av EMS finns en paragraf (artikel 15), som ger möjlighet för länder utanför EG att delta i valutakurs- och interventionssamarbetet. Allt vad som krävs är ett avtal mellan de inblandade centralbankerna. Hur en sådan association skulle kunna ske är oklart, eftersom inget land utanför EG hittills sökt anslutning. Sannolikt skulle landet kunna påräkna finansiell hjälp inom ramen för de krediter som är direkt förbundna med EMS (dvs VSTF). Däremot kan landet självfallet inte få del av de övriga kreditstöden, som ju är EG-anknutna. Samtidigt skulle landet ha samma skyldigheter som de nuvarande ERM-medlemmarna vad gäller upprätthållandet av bilaterala pariteter. Huruvida ett land utanför EG även skulle få sin valuta inkluderad i definitionen av ECU är också svårt att veta i förväg.⁶⁶

Länder utanför EG har emellertid fått en formell inbjudan att delta i

EMS och ERM, utan att detta innebär att de samtidigt tar ställning till ett utvidgat EG-samarbete. Den holländske centralbankschefen Duisenberg – tillika dåvarande ordförande i centralbankschefernas råd inom EMS – tog deltagarna i en konferens i januari 1988 på sängen genom att inbjuda EFTA-medlemmarna att kollektivt ansöka om medlemskap i ERM/EMS. Han sade bl a:

”Vore det inte möjligt att ge en konkret utformning åt alla dessa försök [dvs att söka skapa större stabilitet åt växelkurserna i Europa] genom att alla de europeiska staterna försökte att bedriva en ekonomisk politik mer likartad den i EMS-länderna. EMS har ju visat sig framgångsrik i sin förmåga att stabilisera växelkurserna. Samtidigt skulle man kunna skapa mer formella relationer med detta system.

Genom att de har olika mål för sin växelkurspolitik, så kastar Västeuropas länder i onödan bort möjligheten till stabila växelkurser inom Europa. Genom att föredra informella bindningar kastar också länderna bort möjligheten till att skapa större säkerhet för marknadens aktörer, vilka skulle kunna sköta en stor del av uppgiften att hålla växelkurserna stabila, om de bara gavs chansen. Genom att sätta de nationella målen i centrum gör länderna det svårare att uppnå en multinationell enighet i syfte att göra växelkurserna mer stabila. Och – inte minst viktigt – därigenom har länderna också frånsvurit sig möjligheten att påverka andra länders politik, en påverkan som givetvis sker inom de ramar som landets relativa storlek uppställer.

Tillskapandet av ett stort europeiskt valutaområde skulle kunna bidra till att underlätta följderna av fortsatta fluktuationer i dollarns värde i respektive land. Samtidigt skulle det försätta Europa i en bättre position att tillsammans med USA stabilisera dollarns kurs. Och, sist men inte minst, skulle ett samarbete skapa en grund för ett regelrätt internationellt samarbete för att stabilisera växelkurserna inom ramen för Valutafonden, till förmån för alla de deltagande länderna. ” (EFTA [1988], sid 42–43.)⁶⁷

På detta svarade den schweiziske centralbankschefen Languetin positivt och sade, att ett inträde i EMS inte skulle bereda Schweiz några större bekymmer, eftersom man redan hade ett ännu hårdare inflationskrav än EMS, nämligen 0 procent inflation.⁶⁸ Österrike har tidigare uttalat liknande synpunkter.

Även Norges centralbankschef Hermod Skånland svarade i princip positivt men med en viss skepsis vad gäller EMS nuvarande osäkra status med hänsyn bl a till Storbritanniens deltagande:

”Det är möjligt, att jag låter onödigt skeptisk vad gäller det slags samarbete som centralbankschef Duisenberg föreslår. Men detta gäller inte en skepsis till samarbete med Gemenskapen som sådant. Personligen har jag länge varit och

förblir av åsikten, att Norge bör söka medlemskap i EG. Men för mig är ett intimt samarbete när det gäller monetära frågor och växelkurspolitik, den mest intima form av samarbete som existerar. Jag vill inte låta som en renlärig moralist, men jag tycker fortfarande att denna intimitet borde uppskjutas åtminstone till dess att bröllopet har annonserats.” (EFTA [1988], sid 47).

Senare har centralbankschef Skånland uttalat, att Norge bör söka medlemskap i EMS, men först sedan de akuta balansproblemen i norsk ekonomi bemästrats.

Sammanfattningsvis kan vi kanske av detta konstatera, att EFTA-länderna erhållit en inbjudan att gemensamt eller var för sig förhandla om medlemskap i EMS. Vilka exakta former som ett sådant eventuellt medlemskap för ett icke-EG land skulle få kan man bara spekulera om, innan förhandlingarna genomförts.

Att en svensk (eller norsk) ansökan om medlemskap skulle mottagas positivt verkat dock vara tämligen klart. Såväl Sverige som Norge har ett dåligt anseende bland Europas hårdvalutaländer vad gäller sin benägenhet att devalvera och – än värre – devalvera aggressivt. Mot bakgrund av de akuta problemen med inflation och bytesbalansunderskott, som de båda länderna åter dras med, vore det förvånande, om inte Västtyskland skulle vara intresserat av att få inflytande på Sveriges eller Norges möjligheter att åter möta⁶⁹ sina ekonomiska problem med hjälp av en i överkant tilltagen devalvering.

Vad skulle en svensk EMS-anslutning kunna medföra?

Sverige har valt att delta i den västeuropeiska finansiella integrationen, kanske beroende på att man insett att man inte haft något egentligt val. Det innebär bl a, att utländska banker sedan 1986 får verka i Sverige, än så länge bara som dotterbanker, men sannolikt inom kort som filialer.⁷⁰

Det innebär vidare, att Sverige i januari 1989 helt avskaffat valuta-regleringen vad gäller aktiehandeln. Det innebär också, att Sverige tro-ligen under 1989 kommer att avskaffa de kvarvarande delarna av valuta-regleringens sk hårda kärna på obligationsmarknaden. Därmed är det fritt fram för utlänningar att köpa svenska obligationer och – nästan – lika fritt fram för svenskar att köpa utländska papper.⁷¹

Härmed kommer möjligheten för Sveriges Riksbank att med pen-

ningpolitisk styrning avskärma den svenska räntan från utländskt inflytande att bli om möjligt ännu mindre än idag. De svenska räntorna kommer att bli vad marknaden kräver. Vid en spekulation mot kronan kommer valutaflödena att bli än större än vad som hittills varit fallet. Och då måste vi komma ihåg att flödena även med existerande valuta-reglering varit enorma. Vid spekulatjonen *mot* kronan i maj 1985 rann det ut 3–4 mdr per vecka. Vid spekulatjonen *för* kronan i maj 1988 rann det in 25 mdr på en månad.

Den svenska valutakorgen har – hävdas det – bidragit till att ge oss större stabilitet under åren 1979–89 än om vi hade varit medlemmar av EMS. Det är visserligen sant att valutakorgen, vari dollarn är representerad (och t o m överviktad), givit oss en stabilare utveckling mot dollarn alltsedan den senaste devalveringen 1982, och därmed totalt, än om vi hade haft EMS-korgen. Men detta är en historisk händelse. Det intressanta är ju, huruvida den nuvarande valutakorgen även fortsättningsvis kommer att ge oss större stabilitet. Och då är nog inte intresset primärt fokuserat på dollarn och dess kommande utveckling, utan fastmer på kronans egen förmåga att bibehålla balansen.

Jakobsson [1988] har på ett berömvärt sätt uttryckt sin tilltro till EMS-systemets förmåga att ”knyta fast politikerna vid masten”.

Svaret beror enligt min mening på om Sverige verkligen vill eller kan föra en fast växelkurspolitik. EMS-anknytningen ger trots systemets svagheter en väsentligt högre trovärdighet åt en fast växelkurs än den nuvarande korgen. Korgen har varit ett instrument i en mycket aktiv och hittills framgångsrik devalveringspolitik. Just det förhållandet att devalveringspolitiken uppfattas som framgångsrik ökar förväntningarna om att denna åtgärd skall tillgripas igen när så erfordras. Om regeringen nu vill föra en fast växelkurspolitik krävs en mycket klar markering av att den tidigare politiken är slutförd. Ett inträde i EMS skulle kunna vara en sådan markering.

Att inte gå in i EMS kan tolkas som att vi fortfarande vill förbehålla oss rätten att devalvera när vi själva vill. Att vi vill behålla denna nödutgång innebär givetvis att man allmänt räknar med att den kommer att användas när den nödsituation som kan tänkas påkalla en devalvering uppstår. (Jakobsson [1987], sid 132–133.)

Vi löser inte våra kostnads- och löneutvecklingsproblem genom att gå med i EMS men en fast växelkurspolitik ger en fastare och trovärdigare förankring där, vilket kan bidra till att bromsa upp pris- och kostnadsutvecklingen innan den kritiska devalveringspunkten nås. Förmodligen skulle vetskapen om att det inte finns någon möjlighet att lösa en svensk kostnadskris med en stor devalvering också leda till en ökad disciplin i den ekonomiska politiken. (Ibid, sid 134.)⁷²

Bättre kan det inte sägas! En svensk EMS-anslutning skulle inte automatiskt lösa inflationsproblemet, men det skulle göra det lättare att sätta upp gränser för kostnadsökningarna. Det skulle ingalunda krävas, att vi omedelbart kröp ner till den västtyska inflationstakten. Där emot skulle den årliga skillnaden mellan Sveriges och Västtysklands inflation begränsas till möjligheten att åstadkomma en växelkursändring via "realignments", således maximalt c:a 4 procentenheter.

Ytterligare en stor fördel med en svensk anslutning är att vi vid en spekulaton mot kronan skulle få stöd av övriga Europa i form av interventioner och finansiella krediter (VSTF). Nu står vi helt ensamma.

Det har påståtts, kanske med rätta, att den svenska konkurrenskraften redan är så försämrade, att det vore farligt för oss att binda den på nuvarande nivå genom ett EMS-samarbete. Lösningen i så fall är att förhandla fram en mindre svensk devalvering som det pris EMS-länderna får betala för ett svenskt medlemskap (se Lignell du Rietz [1989]).

Vad skulle då konsekvenserna bli för den svenska självständiga penningpolitiken? För finans- och budgetpolitiken? För den ambitiösa selsättningspolitiken?

Den första frågan kan besvaras snabbt. Någon svensk penningpolitisk självständighet existerar inte ens idag. Snarare kan ett samarbete med EMS, i den mån det ökar trovärdigheten i anti-inflationskampen, vara det enda sättet för oss att få ner den svenska räntan. Med en given realränta i Sverige (liksom i omvärlden) på 4–5 procent och en svensk (förväntad) inflation på 6–7 procent kan inte de svenska räntorna varaktigt sänkas under nuvarande nivå. Realräntan lär vi inte kunna påverka på några års sikt under några omständigheter; återstår således att med hjälp av EMS få ner den förväntade inflationen, och på det viset även räntan.⁷³

Som framgått ovan är det svårt för ett land att på sikt ha en annorlunda budgetpolitik än EMS-länderna. Men Sverige är i så fall i ett perfekt läge att ansöka om medlemskap just nu! De svenska offentliga finanserna tillhör de starkaste i Europa och behöver sannerligen inte skärpas med anledning av ett inträde i EMS.⁷⁴

Slutligen arbetslösheten. Åter är Sverige i ett perfekt läge för att söka medlemskap i EMS! Visst kommer EMS-samarbetet att i framtiden lägga gränser på våra möjligheter att subventionsvägen hålla företagen – och därmed sysselsättningen – under armarna. Men utgångsläget är ju enormt gott med en kraftig övrefterfrågan på arbetskraft, som dessutom ser ut att förvärras de närmaste åren i och med låg produktivitets-

utveckling och krav på ytterligare kortare arbetstid. En viss minskning i arbetskraftsefterfrågan genom en stramare budgetpolitik kommer inte under överskådlig tid att skapa några större bekymmer i arbetslöshets-talen. Och statens goda finanser i utgångsläget ger också en möjlighet till en långt utdragen anpassningsprocess.

Det svenska utgångsläget är således just nu perfekt för att ansluta kronan till EMS. Härigenom kan vi omedelbart få hjälp mot den speku-lation i en svensk devalvering som sannolikt kommer 1989 eller 1990. Härigenom kan vi omedelbart få stöd för antiinflationpolitiken. Och de negativa konsekvenserna av ett medlemskap i form av restriktioner på sysselsättningspolitiken och budgetpolitiken kommer inte att märkas förrän efter flera år, vilket ger oss en god möjlighet till anpassning.

Addendum: Sedan detta skrevs har professor Lars E O Svensson i sin bilaga till Långtidsutredningen (Svensson [1989]) argumenterat för en svensk EMS-anslutning i liknande ordalag med tonvikt på den ekono-miska politikens trovärdighet.

- ¹ Namnet härstammar från den skidort i New Hampshire där 44 stater i juli 1944 träffade en överenskommelse om efterkrigstidens valutasystem. De främsta deltagarna var Lord Keynes som representant för Storbritannien och Harry Dexter White från USA.
- ² Ursprungligen var såväl dollar som pund angivna som officiella reservvalutor, dvs de valutor i vilka övriga länder förväntades att hålla sina valutareserver, utöver guld.
- ³ Enligt ett beslut från juni 1988 skall Frankrike och Italien ha slopat samtliga restriktioner på kapitalrörelser senast i juli 1990. Underhandsinformation ger för handen att i varje fall i Frankrike kanske huvuddelen av regleringarna slopas redan 1989.
- ⁴ Antalet ingående valutor liksom deras vikter har förändrats över åren. Enligt den senaste revisionen 1986 består 1 SDR av 0,452 dollar + 0,527 DMark + 1,02 franska francs + 33,4 yen + 0,0893 pund sterling.
- ⁵ G-10 heter fortfarande G-10 men inkluderar nu 11 länder eftersom även Schweiz är med i det internationella finansiella samarbetet.
- ⁶ Den Internationella Valutafonden IMF hade grava invändningar mot att de tyngsta valutorna i världen – dollarn, pundet, yenen, schweizerfrancen – flöt fritt i strid mot IMF:s stadgar. Genom Jamaica-mötets beslut 1976 bekräftades senare den bestående ordningen och IMF:s medlemsstater tilläts att själva bestämma växelkurssystem.
- ⁷ Se Lybeck [1986] för detaljer om de nordiska ländernas växelkurspolitik.
- ⁸ Med "överkant" menas att devalveringen tas till större än vad urholkningen av konkurrenskraften egentligen motiverar.
- ⁹ Eftersom ett sådant system bygger på i princip fasta kurser ("pegged exchange rates") men där kurserna ändras tämligen frekvent i små steg brukar det kallas "crawling peg". Frågan om EMS egentligen bara är ett sådant system diskuteras senare.
- ¹⁰ Bra sammanfattningar av EMS finns i t ex Grabbe [1986], Levich [1987], Lindenius m fl [1988] och Ungerer m fl [1983] och [1986].
- ¹¹ Rådet består i dessa fall av EG-ländernas ekonomi- och finansministrar och kallas då ECOFIN-rådet. Ett kompletterande organ i dessa frågor är den Monetära kommittén ("Monetary Committee"), där deltagarna utgörs av vice centralbankschefen och statssekreteraren i finans- eller ekonomidepartementet i resp. land.
- ¹² En del skrifter använder benämningen VSTB, "Very Short Term Borrowing Facility".
- ¹³ Förutom lånebehov, dvs allvarliga problem med betalningsbalansen, krävs även för finansiell hjälp att låntagarlandet vidtager adekvata ekonomisk-politiska åtgärder.
- ¹⁴ Den västtyske centralbankschefen Pöhl har dock i en intervju i *Financial Times* den 5 maj 1988 varnat för att länder med bekymmer skulle kunna lita

på att Västtyskland intervenerar innanför de uppsatta gränserna. "Dessa så kallade 'intramarginella interventioner' är inte reglerade i något avtal; följaktligen föreligger inte heller någon skyldighet att interвенера intramarginellt."

¹⁵ Jfr Cecchini [1988], i synnerhet förordet av Delors.

¹⁶ Se vidare Johansson [1988].

¹⁷ Kanske har sedan detta skrevs ännu en – den tolfte – realignment skett. Se vidare kap 8!

¹⁸ Även för GRD och GBP finns centralvärden fastställda, trots att dessa valutator inte är med i ERM. Dock är de med i definitionen av ECU och påverkar därmed den s k divergensindikatorn. Se kapitel 4.

¹⁹ Detta avsnitt är tämligen tekniskt och kan hoppas över utan att det stör förståelsen av den vidare läsningen.

²⁰ Detta kapitel kan göras kort mot bakgrund av den fylliga dokumentationen om ECU i Levich [1987] och de Grauwe och Peeters [1989].

²¹ Däremot är det tveksamt om de orkar med att ingå i ERM.

²² Detta följer konventionen att en växelkurs aldrig skall understiga 1; ECU:n var tyngre än dollarn då den skapades 1979. Därför skall vi mäta dollar per ECU och inte tvärtom.

²³ Sedan oktober 1986 finns ett fungerande clearingnät mellan 33 medlemsbanker, från EG-länderna huvudsakligen men även med banker från Japan, USA, Schweiz och de skandinaviska länderna. BIS agerar som agent i clearingnätet för ECU Banking Association.

²⁴ London InterBank Offered Rate, den ränta till vilken bankerna är beredda att låna pengar till andra banker, i detta fall i ECU.

²⁵ *Euromoney*, september 1988, och *Financial Times*, 9 november 1988.

²⁶ Jfr Cecchini [1988] där också alla värden är angivna i ECU.

²⁷ *Euromoney*, september 1988.

²⁸ Med Forwards avses överenskomelser om ränta på insättning eller upplåning vid ett senare tillfälle.

²⁹ Endast i höginflationsländerna Italien och Frankrike har ECU kommit att användas i fakturering i större utsträckning, men även här har andelen förblivit under 1 procent av totalen. Se Levich [1987], sid 91–92.

³⁰ Terminer och optioner i ECU finns t ex på Chicago Mercantile Exchange, Chicago Board of Trade och Philadelphia Board of Trade, liksom på Financial Instruments Exchange (FINEX) i New York, en underavdelning till den gamla New York Cotton Exchange.

³¹ Källa: *Institutional Investor*, februari 1989.

³² En market-maker har åtagit sig att mot provision alltid ställa köp- och säljpriser i ett lån.

³³ Tekniskt går detta till på följande vis. I grunden för varje valuta finns en avvikelse, som är kvoten mellan valutans marknadsvärde just nu och dess centralvärde minus 1 (multiplikerat med 100 för att få den till procent). Tag den svagaste valutan först. Om denna har rört sig mer än de tillåtna 2,25 procenten mot någon av de tre valutorna som står utanför ERM helt eller delvis, måste en korrigering ske. Antag t ex att BEC är den svagaste valutan. Då görs en korrigering mot pundet genom att vi räknar fram en justeringsfaktor som ser ut:

$$\frac{(100((\text{BEC/GBP}) (\text{marknadskurs}) - 102,25) * \text{GBP's vikt i ECU}}{(\text{BEC/GBP}) (\text{centralkurs})}$$

Samma justering görs sedan för BEC mot GRD och ITL, om dessa också har rört sig utanför 2,25 procent.

Slutligen dras de olika justeringarna från den ursprungliga avvikelser. Upprepa för alla valutor i ERM, om det behövs!

Detta innebär, att alla valutor i ECU skall behandlas som om deras avvikelse mot ECU:n var begränsade till +/- 2,25 procent. Om de ligger utanför, skall de ges en kurs "på gränsen". Denna beräkning påverkar divergensindikatorn för alla de valutor som ingår i ERM-systemet.

³⁴ Jfr de olika simuleringar av devalveringar i de nordiska länderna som redovisas i Lybeck [1986].

³⁵ Thygesen [1983b] ger en god historik av de sju första "realignment"; Ungeger m fl [1986] av de tio första med tonvikt på perioden 1983–86.

³⁶ En ändring av drachmans värde i maj 1983 kan ignoreras, eftersom GRD ännu inte tillhörde EMS.

³⁷ Siffrorna för 1987 gäller bara första halvåret; därefter har dollarinterventionerna från såväl Bundesbank som Bank of Japan blivit av väsentligt större omfattning.

³⁸ Enkelt uttryckt säger PPP att om ett land (Sverige) har en inflationstakt som överstiger ett annat lands (Västtyskland) med 4 procent per år borde detta leda till att växelkursen mellan kronor och DMark ändras med i genomsnitt 4 procent per år.

³⁹ Se också Dornbusch [1980] för en utomordentlig och fortfarande högst aktuell resumé av växelkursteorier.

⁴⁰ Som Ungeger m fl [1986] skriver, "Det finns två nivåer i tolkningen av en mer likformig ekonomisk politik; en minskad spännvidd i internationella skillnader vad gäller resultaten resp större likformighet i målen för den ekonomiska politiken. I allmänhet är det sistnämnda en förutsättning för det förstnämnda." (sid 22).

⁴¹ Med hänsyn till den dokumenterade ovanan hos svenska regeringar att ta till större devalveringar än vad som egentligen behövs (s k "offensiva devalveringar" eller som SNS Konjunkturråd helt korrekt döpt om dem till, "aggressiva devalveringar") skulle säkert Västtyskland välkomna ett svenskt inträde i EMS för att på detta sätt förhindra en upprepning av 1982 års 16-procentiga devalvering. Mer om detta i kap 9.

⁴² Se Edison och Fisher [1989].

⁴³ Samma slutsats dras även i Deravi och Metghalchi [1988].

⁴⁴ Om en minskad rörlighet åstadkommits med hjälp av valutaregleringar i stället för räntor skall studeras sist i kapitlet.

⁴⁵ Samma sak kan utläsas ur den effektiva växelkursen för DKK som de senaste fem åren stigit med 10 procent. Inflationsbekämpningen har tagit precedens över bekämpningen av arbetslöshet och bytesbalansunderskott. Jfr också diskussionen nedan om ändrade budgetunderskott.

⁴⁶ I Sverige förbättrades under samma period underskottet med hälften så mycket, 6 procentenheter. Tyvärr beledsagades i båda fallen förbättringen av en kraftigt höjd skattekvot, i Sverige med 3 procentenheter (av BNP), i Dan-

mark med inte mindre än 7 procentenheter.

⁴⁷ Med "slutet" menas att den största delen av ländernas utrikeshandel sker med andra EMS-länder.

⁴⁸ "Så kallade off-shore"-räntor. Termen härrör från de olika skatteparadisen Jersey, Cayman Islands m fl, vilka är öar.

⁴⁹ Se t ex Obstfeld [1988].

⁵⁰ *Financial Times*, January 26, 1989.

⁵¹ Se Masera [1987] och hans slutkommentarer i Giavazzi, Micossi och Miller [1988].

⁵² Johansson [1988] är den bästa översikten av de olika planer som Gemenskapen haft under sina 32 år; detta avsnitt bygger bl a på hans artikel.

⁵³ Se t ex Thygesen och Gros [1988] sid 63 ff för en detaljerad beskrivning.

⁵⁴ "En europeisk centralbank är något som bör eftersträvas blott i ett mycket långt perspektiv, och det kan uppnås först sedan Gemenskapens samtliga 12 länder blivit fullvärdiga medlemmar av Det Europeiska Valutasamarbetet."

⁵⁵ "...Mr. Lawson's tal utgjorde inte bara ett prejningsskott mitt framför bogen på Mr Jacques Delors utan fastmer en Exocet-robot rakt in i Delors-kommitténs skrov... Genom att göra klart att Storbritannien kommer att inlägga sitt veto mot varje tendens till rörelse mot en gemensam centralbank eller en gemensam valuta, gjorde Lawson helt klart för kommittén att sådana förslag inte skulle vara särskilt konstruktiva" (*Financial Times*, 27 januari 1989).

⁵⁶ Zolotas (tidigare grekisk riksbankschef) har krävt att marginalerna snarast bör krympas till +/- 1 procent. Se Zolotas [1988]. Detta skulle innebära, skillnaden mellan inflationstakterna inte får överskrida 2 procentenheter.

⁵⁷ Se EFTA [1988].

⁵⁸ Se Lybeck och Hagerud [1988].

⁵⁹ Se Henrekson [1988].

⁶⁰ Vilket givetvis också innebär att den som förlorar mest på den omsättnings-skatt på penningmarknaden som införts sedan årsskiftet 1988/89 också är staten, dvs skattebetalarna. Se kap 12 och 13 i Lybeck och Hagerud [1988] för en analys!

⁶¹ Betecknande är den kraftiga höjningen av de korta räntorna som Sveriges Riksbank genomförde i slutet av april 1988. Den enda effekten blev en tillfällig ökning av gapet mellan de korta räntorna i Sverige och utomlands. En svag finanspolitik kan inte ersättas av en stram penningpolitik, oavsett om finansmarknaderna är avreglerade eller ej!

⁶² Se Frankel [1989] för en god översiktsartikel med tonvikt på skepsis till flexibla växelkurser. Artikeln innehåller även en utomordentlig litteraturför-teckning.

⁶³ Se t ex Dornbusch [1980], en redan klassisk översiktsartikel skriven av den som uppfann begreppet "over-shooting" och även förklarade hur fenomenet kunde uppstå.

⁶⁴ En av de främsta förespråkarna för ett nytt växelkurssystem är Ronald I. McKinnon. Se t ex [1983].

⁶⁵ Giavazzi och Giovannini [1989] tar tyvärr bara upp – med negativ slutsats – en diskussion om möjligheten för icke-europeiska länder att bli medlem-mar i EMS.

- ⁶⁶ Detta stycke bygger bl a på Johansson [1988].
- ⁶⁷ Duisenberg's invitation upprepades direkt till Sverige senare på våren 1988, då han höll "centralbankschefens föreläsning" på Handelshögskolan i Stockholm i maj.
- ⁶⁸ Tyvärr har M. Languetin's nyligen tillträdde efterträdare intagit en — i varje fall officiellt — mer skeptisk attityd till ett utvidgat samarbete mellan EMS och Schweiz.
- ⁶⁹ eller snarare uppskjuta lösningen av
- ⁷⁰ En dotterbanks utlåning begränsas av dess eget egna kapital, medan filialens utlåning kan dra på moderns hela finansiella kraft.
- ⁷¹ Förbehållet är att köpen måste gå via svensk valutabank för skattekontrollens skull.
- ⁷² Jakobssons förslag om en svensk anslutning till EMS tas även upp av SNS Konjunkturråd 1989, vari han är medlem.
- ⁷³ Betecknande är effekten under januari — mars 1989 på obligationsräntorna av diskussionerna om och spekulationerna i en svensk avreglering. Från en nivå runt 11 procent föll de långa räntorna till som lägst 10,35 procent för att i början av mars åter ha återvänt till den tidigare nivån. Valutaavreglering i sig löser inte problemet med höga räntor! Och det vet de finansiella marknaderna.
- ⁷⁴ Att budgetöverskottet tillkommit genom skattehöjningar med åtföljande sparandeminskning i hushållen är en annan fråga, som vi under alla omständigheter kommer att bli tvungna att ta itu med.

Litteratur

- Artis, M.J. och Taylor, M.P. [1988], "Exchange Rates, Interest Rates, Capital Controls and the European Monetary System: Assessing the Track Record", kap 7 i Giavazzi, Micossi och Miller, tidigare version som CEPR Discussion Paper no 250
- Artus, J.R. [1978], "Methods of Assessing the Long-Run Equilibrium Value of an Exchange Rate", *Journal of International Economics* 8 (May), sid 277–300
- Barro, R.J. och Gordon, D.B. [1983], "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics* 12 (July), sid 101–122
- Basevi, G. och Calzolari, M. [1984], "Multilateral Exchange Rate Determination: A Model for the Analysis of the European Monetary System", kap 13 i J.F.O. Bilson och R.C. Marston (red), *Exchange Rate Theory and Practice* (Chicago: University of Chicago Press)
- Blanchard, O. [1979], "Speculative Bubbles, Crashes, and Rational Expectations", *Economic Letters*, sid 787–789
- Belongia, M. T. [1988], "Prospects for International Policy Coordination: Some Lessons from the EMS", Federal Reserve Bank of St Louis *Review* 70 (July/August), sid 19–29
- Cecchini, P. [1988], *Europas inre marknad* 1992 (Stockholm: SNS Förlag)
- Cohen, D., Melitz, J. och Oudiz, G. [1988], "The European Monetary System and the Franc-mark Asymmetry", CEPR Discussion paper no 245
- Collins, S. [1988], "Inflation and the European Monetary System", kap 5 i Giavazzi, Micossi och Miller
- Cooper, R.N. [1985], "Economic Interdependence and Coordination of Economic Policies", kap 23 i R. W. Jones och P. B. Kenen (red.), *Handbook of International Economics* (Amsterdam: North Holland)
- De Grauwe, P. [1987], "International Trade and Economic Growth in the European Monetary System", *European Economic Review* 31 (February/March), sid 389–398
- De Grauwe, P. [1988], "Exchange Rate Variability and the Slowdown

- in Growth of International Trade", International Monetary Fund *Staff Papers* 35 (March), sid 63–84
- De Grauwe, P. och Peeters, T., (red) [1989], *The ECU and European Monetary Integration* (London: MacMillan)
- Deravi, M.K. och Metghalchi, M. [1988], "The European Monetary System: A Note", *Journal of Banking and Finance* 12 (September), sid 505–512
- Dornbusch, R. [1976], "Expectations and Exchange-Rate Dynamics", *Journal of Political Economy* 84 (December), sid 1161–76
- Dornbusch, R. [1980], Exchange Rate Economics: Where Do We Stand?" *Brookings Papers on Economic Activity* no 1, sid 143–206
- Dornbusch, R. [1988a], "Money and Finance in European Integration", *Money and Finance in European Integration*, EFTA Seminar, Geneva, 27 January, 1988
- Dornbusch, R. [1988b], "The European Monetary System, the Dollar and the Yen", kap 2 i Giavazzi, Micossi och Miller, tidigare version som CEPR Discussion Paper no 216
- Driffill, J. [1988], "The Stability and Sustainability of the European Monetary System with Perfect Capital Markets", kap 8 i Giavazzi, Micossi och Miller
- Duisenberg, E.F. [1988], "Exchange Rate Stability in Europe", i EFTA, *Money and Finance in European Integration*, EFTA Seminar Geneva, 27 January, 1988
- Edison, H.J. och Fisher, E. [1989], "A Long-Run View of the European Monetary System", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, no 339
- Euromoney*, "Lawson's Initiative on the ECU", September 1988
- Euromoney*, "ECU: The Market Approaches Critical Mass", January 1989
- Fischer, S. [1987], "British Monetary Policy", i R. Dornbusch och R. Layard, red, *The Performance of the British Economy* (Oxford: Oxford University Press)
- Financial Times*, May 5, 1988, "Pöhl draws line on EMS role"
- Financial Times*, November 9, 1988, "Pöhl urges caution on monetary union in EC"
- Financial Times*, November 9, 1988, "ECU T-bill sale oversubscribed"
- Financial Times*, November 17, 1988, "Prospering EMS provides something for everyone"
- Financial Times*, November 30, 1988, "Trend to European monetary union may be inevitable"

- Financial Times*, December 30, 1988, "France urges EMS change to speed union"
- Financial Times*, January 26, 1989, "Lawson attacks plans for protectionist and bureaucratic Europe"
- Financial Times*, January 27, "Lawson lobs a 'great boulder' towards Europe"
- Frankel, J.A. [1989], "Flexible Exchange Rates: Experience vs. Theory", *Journal of Portfolio Management* (Winter), sid 45–54
- Friedman, M. [1953], "The Case for Flexible Exchange Rates", i hans *Essays in Positive Economics* (Chicago: University of Chicago Press)
- Giavazzi, F. och Giovannini, A. [1986], "The EMS and the Dollar", *Economic Policy* 2 (April), sid 456–485
- Giavazzi, F. och Giovannini, A. [1988], "The Role of the Exchange-Rate Regime in a Disinflation: Empirical Evidence on the European Monetary System", kap 4 i Giavazzi, Micossi och Miller
- Giavazzi, F. och Giovannini, A. [1989], "Can the EMS be exported?", paper prepared for the IMF-NBER Conference on "International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations".
- Giavazzi, F. och Pagano, M. [1985], "Capital Controls and the European Monetary System", i F. Giavazzi, red, *Capital Controls and Foreign Exchange Legislation* (Euromobiliare Occasional Papers no 1)
- Giavazzi, F. och Pagano, M. [1988], "The Advantage of Tying One's Hands: EMS Discipline and Central Bank Credibility", *European Economic Review* 32 (June), sid 1055–1074, tidigare utgiven som CEPR Discussion Paper no 135 (1986)
- Giavazzi, F., Micossi, S. och Miller, M. (red) [1988], *The European Monetary System* (Cambridge: Cambridge University Press)
- Grabbe, J.O. [1986], *International Financial Markets* (New York: Elsevier Science)
- Gros, D. [1987a], "Tranquil and Turbulent Periods in the EMS and the Possibility of Self-Fulfilling Crises", CEPS Working paper no 30
- Gros, D. [1987b], "On the Volatility of Exchange Rates; Tests of Monetary and Portfolio Balance Models of Exchange Rate Determination", CEPS Working Paper no 31
- Gros, D. [1987c], "Capital Controls in the EMS; A Model with Incomplete Market Separation", CEPS Working Paper no 32
- Gros, D. [1988], "The EMS and the Determination of the European Price Level", CEPS Working Paper no 34
- Gros, D. och Thygesen, N. [1988], "The EMS: Achievements, Current Issues and Directions for the Future" CEPS Paper no 35

- Guitian, M., Russo, M. och Tullio, G. [1988], "Policy Coordination in the European Monetary System", International Monetary Fund *Occasional Paper* no 61
- Henrekson, M. [1988], *Räntebildningen i Sverige* (Stockholm: SNS)
- International Herald Tribune*, May 4, 1988
- Jakobsson, U. [1988], "Sverige och Europeiskt Monetärt Samarbete (EMS)" i C. B. Hamilton, (red), *Europa och Sverige: EG-frågan inför 90-talet* (Stockholm: SNS Förlag)
- Johansson, S-O. [1988], "Diskussion inom EG om en ekonomisk och monetär union", *Kredit- och valutaöversikt* 5/1988
- Klitgaard, T. [1988], "Managing Exchange Rates: The Experience of the European Monetary System", Federal Reserve Bank of New York Research paper no 8814
- Levich, R.M. (red) [1987], *ECU: European Currency Unit* (London: Euromoney Publications)
- Lewis, M.K. och Davis, K.T. [1987], *Domestic and International Banking* (Oxford: Philip Allan Publishers)
- Lignell Du Rietz, A.[1989], "Devalvera kronan in i EMS", *Svenska Dagbladet*, 2 februari
- Lindenius, C., Norman, P. och Törnqvist, Å. [1988], "Det europeiska valutasamarbetet – funktion och utveckling", *Kredit- och valutaöversikt* 5/1988
- Lybeck, J. A. [1986], *Devalveringar – ett inslag i de nordiska ländernas stabiliseringspolitik* (Stockholm: Liber)
- Lybeck, J. A. och Hagerud, G. [1988], *Penningmarknadens instrument* (Stockholm: Rabén & Sjögren)
- Marston, R.C. [1984], "Exchange Rate Unions as an Alternative to Flexible Rates: The Effects of Real and Monetary Disturbances"; kap 12 i J.F.O. Bilson och R.C. Marston (red), *Exchange Rate Theory and Practice* (Chicago: University of Chicago Press)
- Masera, R. [1987], "An Increasing Role for the ECU: A Character in Search of a Script", *Princeton Essays in International Finance*, no 167
- Mastropasqua, C., Micossi, S. och Rinaldi, R. [1988], "Interventions, Sterilisation, and Monetary Policy in European Monetary System Countries 1979–87", kap 10 i Giavazzi, Micossi och Miller
- McKinnon, R. [1963], "Optimum Currency Areas", *American Economic Review* 53 (September), sid 717–725
- McKinnon, R. [1983], "A Program for International Monetary Stability", Discussion Paper no 3, Center for Economic Policy Research, Stanford University

- Melitz, J. [1988], "Monetary Discipline and Cooperation in the European Monetary System: A Synthesis", kap 3 i Giavazzi, Micossi och Miller, tidigare version som CEPR Discussion Paper no 219
- Mundell, R.A. [1961], "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review* 51 (November), sid 609–617
- Obstfeld, M. [1988], "Competitiveness, Realignment, and Speculation: The Role of Financial Markets", kap 9 i Giavazzi, Micossi och Miller
- Oudiz, G. och Sachs, J. [1984], "Macroeconomic Policy Coordination among the Industrial Countries", *Brookings Papers on Economic Activity* no 1, sid 1–76
- Padoa-Schioppa, T. [1988], "The European Monetary System: A Long-Term View", kap 12 i Giavazzi, Micossi och Miller
- Padoa-Schioppa, T. m fl [1987], *Efficiency, Stability and Equity* (Oxford: Oxford University Press)
- Pozo, S. [1987], "The ECU as International Money", *Journal of International Money and Finance* 6 (June), sid 195–206
- Rogoff, K. [1985], "Can Exchange Rate Predictability be Achieved Without Monetary Convergence? Evidence from the EMS", *European Economic Review* 28 (June/July), sid 93–116
- Russo, M. och Tullio, G. [1988], "Monetary Policy Coordination within the European Monetary System: Is there a Rule?" kap 11 i Giavazzi, Micossi och Miller
- Svensson, L.E.O. [1989], "Finansiell integration, resursfördelning och penningpolitik; avvecklad valutareglering och medlemskap i EMS", Bilaga 5 till Långtidsutredningen 1990, Finansdepartementet.
- Taylor, M. P. [1988], "Covered Interest Arbitrage and Market Turbulence: An Empirical Analysis", CEPR Discussion Paper no 236
- Thygesen, N. [1983a], "Memorandum Submitted to Subcommittee A of the House of Lords' European Community Committee", May 3
- Thygesen, N. [1983b], "Monetary Policies and Constraints in the European Community", Unpublished paper delivered at the inaugural conference of the Center for European Policy Studies, Brussels, December 1982
- Thygesen, N. [1987], "The Integration of Europe's Financial Markets and the Role of the ECU", *The International Spectator* 22 (July/September), sid 119–129
- Thygesen [1988], "Introduction", kap 1 i Giavazzi, Micossi och Miller
- Ungerer, H., Evans. O och Nyberg, P. [1983], "The European Monetary System: The Experience 1979–82", International Monetary Fund *Occasional Paper* no 19

- Ungerer, H., Evans, O, Mayer, T. och Young, P. [1986], "The European Monetary System: Recent Developments", International Monetary Fund, *Occasional Paper* no 48
- Vona, S. och Bini Smaghi, L. [1988], "Economic Growth and Exchange Rates in the European Monetary System: Their Trade Effects in a Changing External Environment", kap 6 i Giavazzi, Micossi och Miller
- Williamson, J. [1983], *The Exchange Rate System* (Washington: Institute for International Economics)
- Williamson, J. och Miller, M. [1988], "The International Monetary System: An Analysis of Alternative Regimes", *European Economic Review* 32 (June), sid 1031–1047
- Zolotas, X. [1988], *The European Monetary System and the Challenge of 1992*, Bank of Greece Papers and Lectures 61

Sakregister

- aktier 43, 84, 88
- alternativ valuta 77
- andrahandsmarknad 40, 42
- antiinflation 84, 90f
- appreciering 86
- arbetsmarknadspolitik 47f, 81, 90f
- Banca d'Italia 34, 43
- Bank for International Settlements (BIS) 34, 77
- Bank of England 34, 43
- bankcertifikat 35
- Bankers Trust International 40
- Banque National de Paris (BNP) 42
- Banque Paribas 40, 42
- Belgien 42, 49ff, 69, 71
- Bretton-Woods 11, 13, 15ff, 25, 27, 46, 52, 58, 81, 85
- BTE 34
- bubbles 55
- Bundesbank 39, 49, 52, 75, 79
- bytesbalans 32, 55f, 69, 82, 83ff
- centralbank 77, 78f, 80f
- centralvärde 26, 28
- Common Agricultural Policy (CAP) 35
- coronation approach 80
- crawling peg 76
- Credit Commercial de France 40
- Credit Suisse First Boston 40, 42
- CTE 34
- Danmark 16, 40, 49ff, 65ff
- deflation 70
- deposit-ränta 39
- depositmarknad 84
- depreciering 86
- destabiliserande kapitalrörelser 48, 81
- Deutsche Bank 40
- devalvering 49f, 58, 69, 83, 89
- divergeringsindikator 11, 20, 30, 44ff
- ECOFIN-rådet 23, 52
- ECU-obligationer 40, 42
- EFTA 83, 87f
- EG 12, 16, 19f, 22f, 30, 40, 73f, 78f, 83, 86ff
- ekonomisk politik 18, 57, 59f, 66f, 71, 78, 80
- Enhetsakten (European Single Act) 19, 22f, 73, 78
- Eurobond-marknaden 40
- European Currency Unit (ECU) 11, 20, 30
- European Development Bank 35
- European Investment Bank 35, 40
- European Monetary Cooperation Fund (EMCF) 20f, 32, 34, 78
- European Monetary Fund (EMF) 19
- European Monetary System (EMS) 11, 21
- European Unit of Account (EUA) 30
- Exchange Rate Mechanism (ERM) 20f
- fast växelkurs 11, 13, 19, 54f, 56, 74f, 78, 81, 85, 89

- finanspolitik 49, 67, 70, 73, 82
- Finland 16, 40, 83
- flytande växelkurser 10, 85f
- Frankrike 14, 15, 34, 39, 42, 43, 46, 48, 50ff, 56, 58, 65, 67, 71f, 73f, 76, 80
- fundamental ojämvikt 13
- German Monetary System (GMS) 58
- Grekland 20f, 75
- guldmyntfot 85
- hedge 55
- indexering 49ff, 56, 57, 67
- inflation 51, 57ff, 65ff, 71, 75f, 81, 83, 85, 90
- inflationspolitik 74
- inkomstfördelning 58
- interbankmarknaden 37
- Interest Equilization Tax 15
- Internationella Valutafonden (International Monetary Fund) 13ff, 59, 87
- interventioner 15f, 21ff, 27, 33, 43, 46, 49ff, 58f, 76f, 79, 81, 90
- intramarginal interventions 21
- Investment Banking 42
- Irland 65, 69, 75
- Italien 14, 22, 34, 39, 43, 48, 50f, 56, 58, 65, 67, 69, 71f, 73, 75f
- Japan 40
- Jensens olikhet 27
- kort ränta 62ff
- Kredietbank 42
- kreditrestriktioner 50
- köpkraftspariteten (Purchasing Power Parity, PPP) 55
- LIBOR-ränta 34
- LIFFE (London International Financial Futures Ex-
- change) 39, 42
- Lloyds Bank 35
- Lombard-marknaden 50
- Luxemburg 42
- lång ränta 62ff
- marknadskonform politik 51f
- Means of payment 30, 35
- Means of settlement 30, 32
- Medium-Term Financial Assistance (MTFA) 21f
- misalignments 54, 55
- multiplikatoreffekt 70
- nationell självständighet 75, 81
- Nederländerna 65, 69
- nominellt belopp 75
- non-tradables 54
- Nordamerika 40
- Norge 16, 82, 83f, 87f
- Nyborgöverenskommelsen 75
- obligationer 34, 35, 40, 88
- OECD 49f
- offentlig upplåning 75, 77
- officiella ECU 30, 32f, 43, 76f
- off-shore-ränta 71f
- OPEC II 49, 67
- optimala valutaområden 54, 56
- optioner 55, 84
- optionsmarknad 39, 77
- overshooting 55f
- parity grid 20, 46
- parivärde 13, 26f
- parvisa (bilaterala) växelkurser 13, 20, 26, 46, 47
- penningmängdsökning 60
- penningpolitik 11, 58, 74, 78, 80ff, 88ff
- Portugal 20, 75
- principal components 64
- prisstopp 49, 51
- privata ECU 30, 32f, 35, 43, 76f

privat upplåning 77
produktionsfaktorer 54

rationella bubblor 56
realignments 11, 20, 22, 28, 47ff,
57f, 59f, 65, 69f, 71f, 76, 81f,
90
real växelkurs 51
reservvaluta 14f, 21
revalvering 14
reversering 52
revolving swap 21
riktkurs (parity rate) 25ff
riskavtäckning 55
Romfördraget 78
ränta 37, 60, 61ff, 71f, 81, 90

Schweiz 40, 42, 83, 87
Schweizerischer Bankverein 40,
42
Short-Term Monetary Support
(STMS) 21f
Spanien 20f, 75
Speciella Dragningsrätter (SDR)
15, 17
spekulation 15ff, 48f, 55f, 59f,
71, 75, 81, 89f
spekulativa bubblor 60
spotkurs 28, 31f
statsobligationer 34
statsskuldväxlar 34
Storbritannien 16f, 19, 23, 34,
43, 74ff, 80, 82, 87
store of value 30, 40
swap 34, 40, 55, 84
Sverige 14, 16f, 40, 73, 75, 82,
83f, 88ff
Sveriges Riksbank 83f, 88

sysselsättningspolitik; se arbets-
marknadspolitik

terminer 55, 84
terminsmarknad 39, 42, 77
the parallel approach 80
tillväxttakt 70
tradable goods 54
tröskelvärde 44

Union Bank of Switzerland 40
unit of account 30, 35
USA 15, 79
utrikeshandel 38

valutakorg 10, 30, 38, 60f, 89
valutaormen (European Common
Margins Arrangement) 11, 16,
20, 78
valutareglering 65, 71, 81, 84, 88f
valutarestriktioner 39, 43, 50f
variationskoefficient 38f, 61
Werner-planen 16, 19, 78, 80
Very Short-Term Financing Faci-
lity (VSTF) 21f, 86, 90
volatility transfer 62, 65, 81
Voluntary Foreign Credit Restr-
aint Program 15
Världsbanken (International
Bank for Reconstruction and
Development) 13
Västtyskland 15, 19, 21, 46, 49,
58 f, 65, 69f, 75, 77, 88, 90
växelkursstabilitet 54, 59f, 65,
71, 87
växelkursvariationer 55–71

ändringsbar växelkurs 11
Österrike 40, 83, 87
överstatlighet 52, 74, 77

Ett svenskt beslut att delta i EG-ländernas integrationsprocess aktualiserar frågan om en svensk anknytning till det europeiska monetära samarbetet (EMS).

Men vad är egentligen EMS? Hur uppstod det och varför? Vilken koppling finns mellan EMS och EG? Hur bestäms växelkurserna mellan de valutor som ingår i EMS och vilka möjligheter finns att ändra dem? Hur har den ekonomiska politiken skötts inom EMS-länderna? Hur fungerar den gemensamma valutan ECU och vilka fördelar och nackdelar har den? Vad har EMS åstadkommit när det gäller att minska spänningarna mellan länderna och få ned inflationen? Kan ett land som Sverige, som står utanför EG, ändå gå med i EMS? Vilka effekter skulle det i så fall få?

Detta är exempel på frågor som boken söker besvara. Boken är skriven för lekmannen, men lämpar sig väl som lärobok på universitet och högskolor.

JOHAN LYBECK är professor i nationalekonomi vid Göteborgs universitet. Samtidigt är han VD för Finanskonsult AB, Lidingö. Bland hans senare böcker märks bl a *Finansstrategi* (1987) och *Penningmarknadens instrument* (1988).