Ansökarländernas val av växelkurssystem inför EMU

Av Martin Ådahl
Verksam på avdelningen för penningpolitik

Tio länder i Central- och Östeuropa hoppas inom några år bli medlemmar i EU och senare också införa euron. Dessa ”ansökarländer” står nu inför ett viktigt vägval: vad ska de göra med den egna valutan under mellantiden? Ska den knytas hårt till euron eller flyta fritt? Är EMU:s konvergenskrav verkligen rimliga? I många tillväxtekonomier har valet av växelkursregim varit avgörande för kris eller framgång. Denna artikel syftar till att utifrån ekonomiska argument utröna vilket växelkursval som skulle gynna ansökarländerna mest.

Ansökarländer med vitt skilda växelkursregimer

Tio år efter kommunismens fall befinner sig tio länder i Central- och Östeuropa i förhandlingar med Europeiska unionen om framtida medlemskap.

Valet av växelkurssystem i länderna i Central- och Östeuropa har blivit ett allt mer aktuellt ämne under de senaste åren. Tio år efter kommunismens fall befinner sig tio länder i Central- och Östeuropa i förhandlingar med Europeiska unionen om framtida medlemskap.[1] Förhoppningen är att åtminstone hälften av dessa ansökarländer ska få klartecken för ett EU-inträde under de närmaste åren. De krav som ställts upp för medlemskapet, de så kallade Köpenhamnskriterierna (efter toppmötet i Köpenhamn 1993), är att ansökarländerna måste ha en fungerande marknadsekonomi

Värdefulla synpunkter på olika utkast till denna artikel har lämnats av bland andra Gustaf Adlercreutz, Jan Hansen, Eva Srejber och Staffan Viotti.

[1] De tio länderna är Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slovakien, Slovenien, Tjeckien och Ungern. Till dessa kommer Cypern och Malta, samt även Turkiet, vars ansökan ännu inte behandlats. Fem av de central- och östeuropeiska länderna, Estland, Polen, Slovenien, Tjeckien och Ungern, räknades tidigare till en ”första grupp”. Numera anses samtliga dock förhandla under samma villkor.

och möjlighet att konkurrera på EU-marknaden. Ett annat sätt att uttrycka det är att länderna måste visa *real konvergens*, ekonomins funktionssätt och BNP per capita måste närma sig EU:s.[2] Under de första tio åren har valet av växelkurs haft stor betydelse för framsteg och bakslag i denna process av real konvergens. Den stora frågan är vad som kommer att hända när dessa länder ställs inför en möjlighet – om än avlägsen – till EMU-medlemskap.

Trots att kraven för EU-medlemskap omfattar många tiotusentals sidor lagtext återfinns där inga formella krav på vilket växelkurssystem dessa länder ska välja. Eftersom inget av ansökarländerna begärt, eller väntas begära, undantag från EMU (vilket till dags dato endast Storbritannien och Danmark har) så skulle de, den dagen de inträder i EU, också formellt bli en del av den Ekonomiska och monetära unionen, EMU, precis som Sverige är idag. Men det som i vardagligt tal kallas EMU, det vill säga inträdet i euroområdet, behöver inte gälla från själva EU-inträdet. EU:s finansministrar har i uttalanden rentav framfört att det varken är praktiskt görligt eller önskvärt att länder snabbt och tidigt söker inträde i euroområdet.[3] Beslutet om växelkursregim ligger därför för många år framöver kvar hos ansökarländerna. De krav som ställs på eurointräde i form av inflation, ränteläge, budgetsaldo, skuldutveckling och växelkursutveckling gäller inte för ett EU-inträde.

Trots att kraven för EU-medlemskap omfattar många tiotusentals sidor lagtext återfinns där inga formella krav på vilket växelkurssystem dessa länder ska välja.

Det finns dock hos många av ansökarländerna en tydlig önskan att gå med i euroområdet relativt snart efter EU-inträdet. Därmed har frågan väckts om den bästa vägen från EU-medlemskap till inträde även i euroområdet – detta val av växelkursregim diskuteras och debatteras nu intensivt, både i EU-sammanhang och akademiska kretsar.

Det finns dock hos många av ansökarländerna en tydlig önskan att gå med i euroområdet relativt snart efter EU-inträdet.

Här kommer växelkursfrågan att angripas på två sätt:

- Först det mest väsentliga: vilken växelkursstrategi är den bästa för ansökarländerna för att nå *real konvergens*, för att de ska närma sig EU-ländernas ekonomiska utvecklingsnivå och levnadsstandard (catching up)? Den frågan är liktydig med frågan om vilken växelkursstrategi som är bäst för att uppfylla de ekonomiska kriterierna för EU-inträdet.

[2] De Groewe och Lavrac (1999).
[3] Ecofin Council (2000).

- Därtill kommer frågan om vilken strategi som säkrast leder till att ansökarländerna kan uppfylla de formella krav som gäller för EMU-inträde, krav som kretsar kring *nominell konvergens*[4], konvergens i nominella inflations- och räntesatser samt en stabil nominell växelkurs mot euron.

Ofta har det i EMU-sammanhang lagts stor tonvikt vid Maastrichtkriterierna, den nominella konvergensen, inte minst deltagande i ERM2, men för ansökarländerna kommer det visa sig mer väsentligt att fokusera på ekonomiska fundamenta. Nominell konvergens är bara ett av flera möjliga sätt att uppnå real konvergens, det vill säga utvecklad marknadsekonomi och minskat välståndsgap till väst.

Ansökarländerna i Central- och Östeuropa uppvisar idag ett spektrum av vitt skilda växelkursregimer, från en helt flytande växelkurs till sedelfond i euro.

Ansökarländerna i Central- och Östeuropa uppvisar idag ett spektrum av vitt skilda växelkursregimer, från helt flytande växelkurs till sedelfond i euro.[5] De alternativa växelkursregimer som kommer att beröras här innefattar alla de system som för närvarande finns och de som diskuterats i Central- och Östeuropa: (1) relativt eller helt flytande växelkurs med inflationsmål, (2) fast (men justerbar) växelkurs, (3) sedelfond och (4) regelrätt införande av eurosedlar och mynt, så kallad euroisering.[6]

Slutsatsen är att de mest utpräglade växelkursalternativen – antingen helt rörliga eller helt fasta – sannolikt är de som kommer leda till den mest stabila utvecklingen. Bäst är om fokus antingen ligger på inflationen, på ett sätt liknande det som gäller i Sverige, Storbritannien med flera länder med inflationsmålsmodell, eller på växelkursen och då med så långtgående knytning till euron, exempelvis en sedelfond, så att den liknar villkoren under ett framtida EMU-medlemskap. Valet mellan dessa båda lösningar måste bero på de specifika villkor som gäller i det enskilda

[4] För en diskussion om dessa begrepp se IMF (2000), EU-kommissionen (1999), de Grauwe och Lavrac (1999), van der Haegen och Thimann (2000) samt Gulde, Keller och Kähkönen (2000).

[5] Hur en *sedelfond* fungerar kommer inte förklaras ingående i denna artikel. Enkelt uttryckt kan en sedelfonds princip beskrivas som att inga sedlar och mynt ges ut i den egna valutan med mindre än att en viss bestämd mängd utländsk valuta växlats in och placerats i sedelfondens reserv så att vem som helst som har en sedel i landets valuta alltid kan gå till vilken bank som helst och återväxla samma mängd hårdvaluta. Centralbanken eller den myndighet som sköter sedelfonden måste alltså minst ha täckning i utländsk valuta för den monetära basen så att sedlar och mynt alltid kan växlas in. I den moderna finansvärlden blir gränsen ibland lite flytande. Flertalet sedelfonder har täckning i den utländska hårdvalutan för mer än bara sedlarna och mynten och frågan är då hur stor del av penningmängden i vidare bemärkelse som ska täckas, och vad gränsen går mellan en sedelfond och en mycket fast växelkurskoppling uppbackad av stora reserver hårdvaluta. Sedelfonderna i ansökarländerna är inskrivna i lag, till och med i viss utsträckning i grundlagen, men några länder, bland dem Hongkong, har sedelfonder som bara upprätthålls av praxis.

[6] Införandet av euron före EMU-inträdet, så kallad unilateral euroisering, diskuterades av den estniska statsministern Mart Laar i början av 2000.

landet, olika villkor skapar olika avvägningar. Men ett tydligt mål för penningpolitiken gör att länderna lättare kan nå real konvergens, vilket i sin tur är det viktigaste villkoret för att sedan nå nominell konvergens. Däremot är direkta eller indirekta krav på att samtliga ansökarländer tidigt ska anslutas till växelkursmekanismen ERM2, ett betydligt sämre alternativ. I själva verket är det risk för att en mycket rigid strategi för att uppfylla Maastrichtfördragets konvergenskriterier kan leda till att närmandet till euroområdet paradoxalt nog försenas. En fast växelkurs med ett åtagande om mycket litet variationsutrymme inom ramen för ERM2, eller rentav ett ensidigt åtagande om låst växelkurs före EU-inträdet, kan skapa allvarliga problem om landet utsätts för omfattande korta kapitalströmmar i samband med EU-inträdet. Det kan också bli mer långsiktiga problem att förena växelkursmålet med låg inflation om landet upplever en snabb produktivitetstillväxt.

Var står ansökarländerna idag?

Ansökarländernas växelkurssystem kan i dagens läge schematiskt delas upp i tre huvudgrupper:

1. Sedelfondsländer:

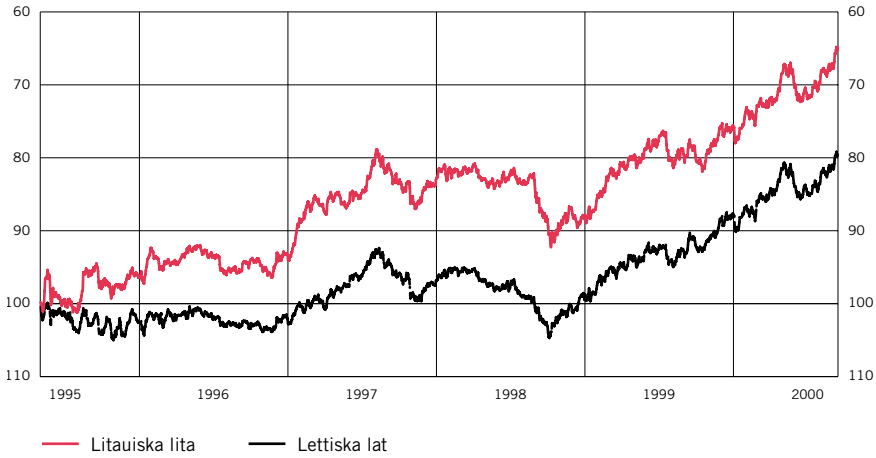
Denna grupp innefattar de tre baltiska staterna som efter en kort period av temporära kupongvalutor (för att ersätta den sovjetiska rubeln) knöt sina valutor med sedelfondsarrangemang:

- Estland har sedan 1992 haft sin valuta *kroon* knuten (åtta mot ett) till D-marken, vilken nu blivit euro.
- Litauen har sedan 1994 sin valuta *lita* knuten (fyra mot ett) till den amerikanska dollarn.
- Lettland har formellt inte en sedelfond men använder sig av ett sedelfondsliknande arrangemang där valutan *lat* sedan 1993 dels backas upp av reserver motsvarande de som en sedelfond håller (se not 2), dels är direkt knuten till Internationella valutafondens, IMF, räkneenhet SDR (special drawing rights) vars värde bestäms av en kombination av ledande internationella valutor, främst dollar och euro.

Till dessa länder kommer även ett land i Sydösteuropa;

- Bulgarien knöt 1997, efter en period av mycket instabil penningpolitik, valutan *lev* till en sedelfond i D-mark (ett mot ett) som sedermera blivit euro.

Diagram 1. Litauiska lita (sedelfond USD) och lettiska lat (knytning SDR)
Växelkurs mot euro, index: 1995=100



Källor: Hanson & Partner och IMF.

2. Länder med hårt styrd växelkurs (managed float):

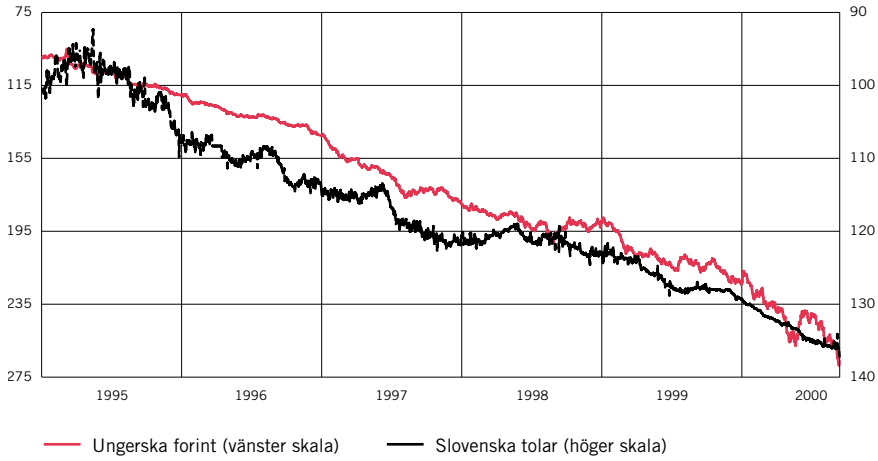
- Ungern har hittills låtit sin valuta *forint* depreciera månad för månad mot en korg av euro och dollar, enligt en kontrollerad bana (crawling peg) kring vilken kursen inte fått avvika annat än inom smala, förutbestämda marginaler.
- Slovenien har försökt stabilisera sin valuta *tolar* mot D-marken, numera mot euron.
- Rumänien har alltsedan 1990 gjort föga framgångsrika försök att stabilisera valutan *leu* mot dollarn och euron.

3. Länder med i huvudsak flytande växelkurs och inflationsmålspolitik:

- Tjeckien hade till en början en fast växelkurs mot en korg av D-mark och dollar, men efter en förtroendekris i maj 1997 (före Asienkrisen) tvingades man låta *korunan* flyta. Numera har Tjeckien ett inflationsmål men försöker kombinera det med växelkursvariationer inom ett band på ±15 procent, liknande det som gäller i ERM2.
- Slovakien, som också ärvt den fasta växelkursen från den gemensamma tjeckoslovakiska korunan, följde efter Tjeckien under 1998 och lät valutan *koruna* flyta. Slovakien har dock nöjt sig med att därutöver stabilisera växelkursen – utan något uttalat inflationsmål.

Diagram 2. Ungerska forint och slovenska tolar

Växelkurs mot euro, index: 1995=100



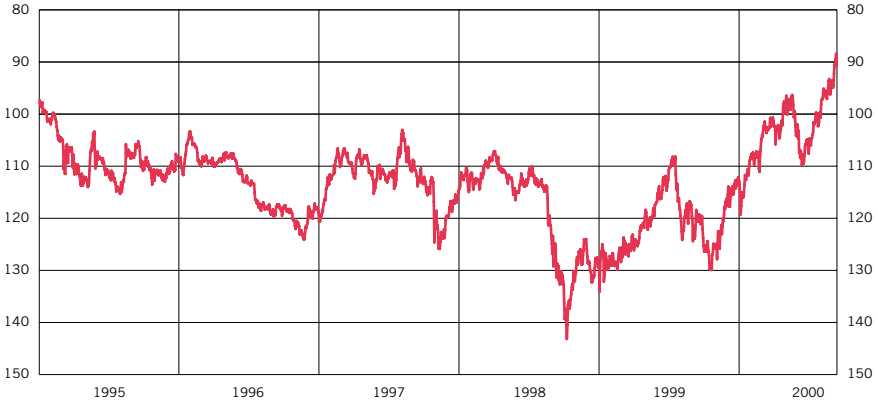
Källa: Hanson & Partner.

- Polen som inledde reformerna med en helt fast kurs för *zlotyn* mot dollarn (för att pressa ned inflationsförväntningarna) övergick sedan till en crawling peg och har nu till sist övergått till inflationsmålspolitik, om än med en viss utfästelse att hålla valutans stabil inom de ±15 procent som gäller i ERM.

De olika ländernas växelkurspolitik sammanfattas i tabell 1. Som synes har gruppen länder i ”mellanläget”, fast men justerbar växelkurs, minskat sedan reformer-

Diagram 3. Polska zloty

Växelkurs mot euro, index: 1995=100



Källa: Hanson & Partner.

Diagram 4. Tjeckiska och slovakiska koruna
Växelkurs mot euro, index: 1995=100

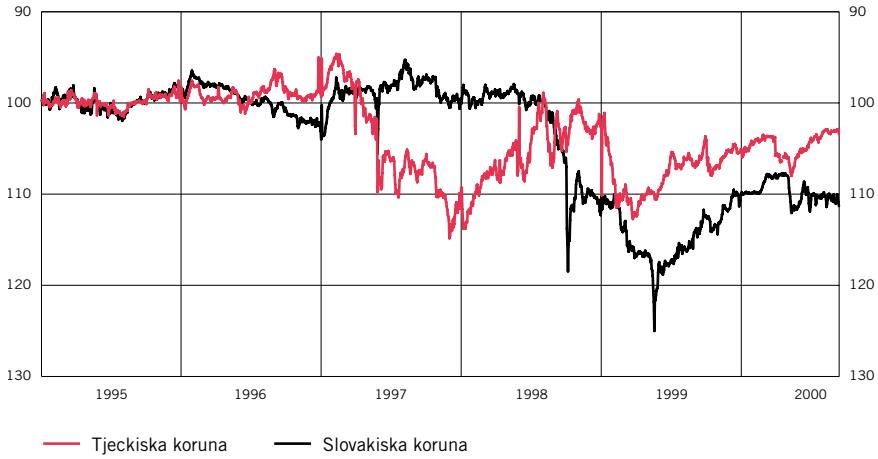
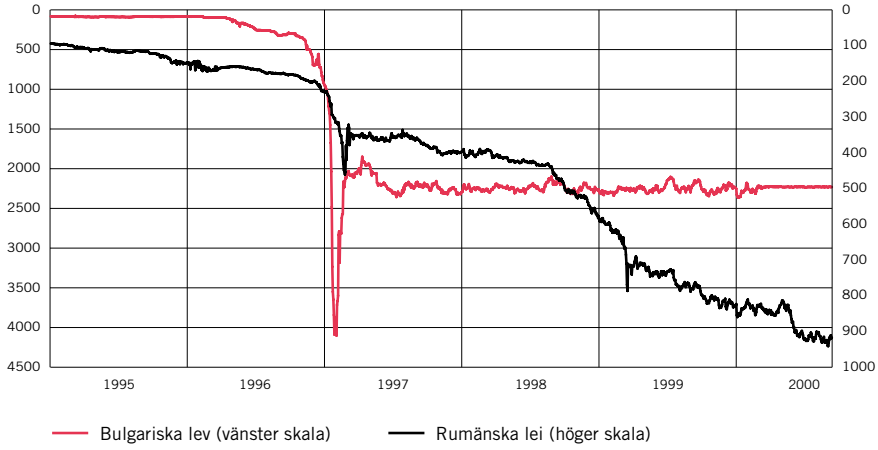


Diagram 5. Bulgariska lev och rumänska lei
Växelkurs mot euro, index: 1995=100



na inleddes. Istället har fem ansökarländer under reformernas lopp övergått till någon form av renodlad lösning, två länder till inflationsmål och två till sedelfond.

Vilka resultat har växelkursregimerna givit hittills?

Det är svårt att isolera effekterna från växelkursregimerna från effekterna av de många andra delarna av reformprogrammen under ansökarländernas övergång till snabbväxande marknadsekonomier. Utvecklingen bland ansökarländerna till dags dato ger dock ett visst stöd för att sedelfondsländerna lyckats bättre med *in-*

Tabell 1. Växelkursregimer i ansökarländerna 1997–2000

Land	Växelkursregim 1997	Växelkursregim 2000	Framtidsplaner
Bulgarien	"Managed float" mot DEM	Sedelfond 1 EUR = 1,95583 bul. lev	Inga förändringar
Estland	Sedelfond 1 DEM 8 est. kroon	Sedelfond 1 EUR = 15,6466 est. kroon	Inga förändringar
Lettland	Fast kurs 1 SDR = 0,7997 let. lat ±1 %	Fast kurs 1 SDR = 0,7997 let. lat ±1 %	EUR ny referensvaluta
Litauen	Sedelfond 1 USD = 4 lit. lita	Sedelfond 1 USD = 4 lit. lita	EUR ny sedelfondsvaluta 2001
Polen	"Crawling peg" –1 % per månad mot korg[1] ±7 %	Inflationsmål i etapper, ±15 % mot EUR	Inflationsmål ned till 4 %
Rumänien	"Managed float" mot USD	"Managed float" mot USD och EUR	Eventuell knytning EUR
Slovakien	Fast kurs mot korg[2] ±7 %	"Managed float" mot EUR	–
Slovenien	"Managed float" mot DEM	"Managed float" mot EUR	–
Tjeckien	Fast kurs mot korg[3] ±7,5 %	Inflationsmål i etapper, "Managed float" mot EUR	Inga förändringar
Ungern	"Crawling peg" –1,1 % per månad mot korg[4] ±2,25 %	"Crawling peg" –0,4 % per månad mot korg[5] ±2,25 %	Eventuell knytning EUR 2001

[1] Korg bestod av 45 % USD, 35 % DEM, 10 % GBP, 5 % FRF och 5 % CHF.
[2] Korg bestod av 60 % DEM och 40 % USD.
[3] Korg bestod av 65 % DEM och 35 % USD.
[4] Korg bestod av 70 % DEM och 30 % USD.
[5] Korg består av 70 % EUR och 30 % USD.

flationsbekämpning än länderna med fast växelkurs och crawling peg. Det rimmar väl med empiriska studier av tillväxtmarknadsekonomier som innefattar även andra länder i Östeuropa, i Asien och Latinamerika och som visat att sedelfondsländer i genomsnitt har lägre inflation än länder med andra växelkursregimer.[7]

Sedelfondsländerna har lyckats bättre med *inflationsbekämpning* än länderna med fast växelkurs och crawling peg.

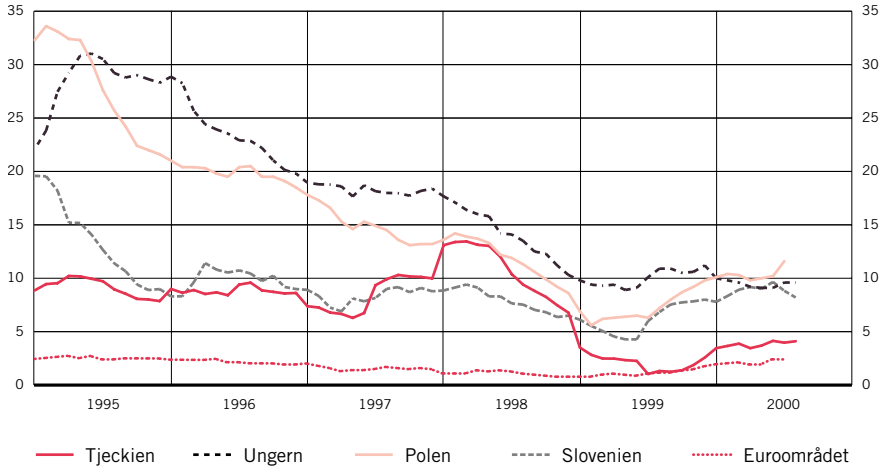
I alla ansökarländer (med undantag av Rumänien) har dock inflationen fallit dramatiskt från de höga tal, ibland gränsande till hyperinflation, som rådde i hela Östeuropa utom Tjeckoslovakien i början av 1990-talet. Dock har endast Tjeckien och de baltiska staterna hittills förmått pressa inflationstalen klart under 10 procentsstrecket – de länder som använt successiva devalveringar har också haft svårast att pressa ned inflationstalen (se diagram 6, 7 och 8). Nominella och reala räntor har överlag legat lägre i inflationsmålslandet Tjeckien och i sedelfondsländerna än i länder med fast eller styrd växelkurs (se diagram 10 och 11).

Tillväxtutvecklingen har varit ungefär densamma i alla länder med starkt reformorienterad ekonomisk politik, oavsett växelkursregim.

[7] Rivera Batiz och Sy (2000).

Diagram 6. KPI-inflation i Centraleuropa och euroområdet 1995–2000

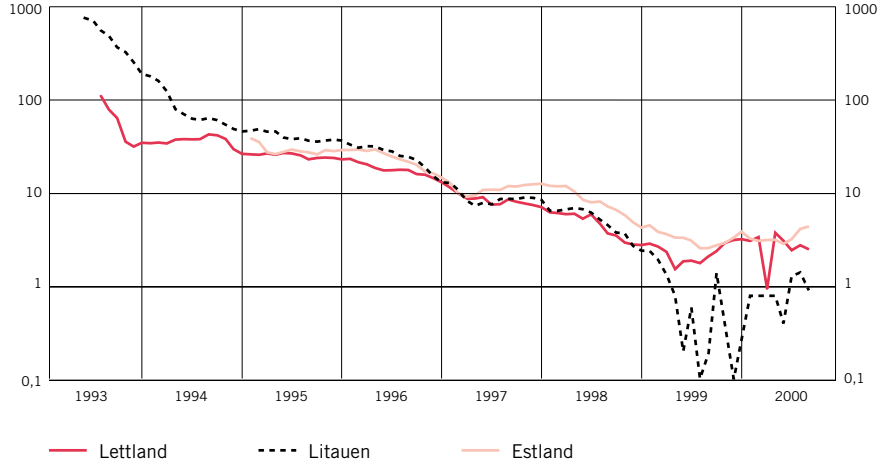
Årlig procentuell förändring



Källor: Eurostat, Polska, Slovenska, Tjeckiska och Ungerska statliga statistikbyrån.

Diagram 7. KPI-inflation i Baltikum 1993–2000

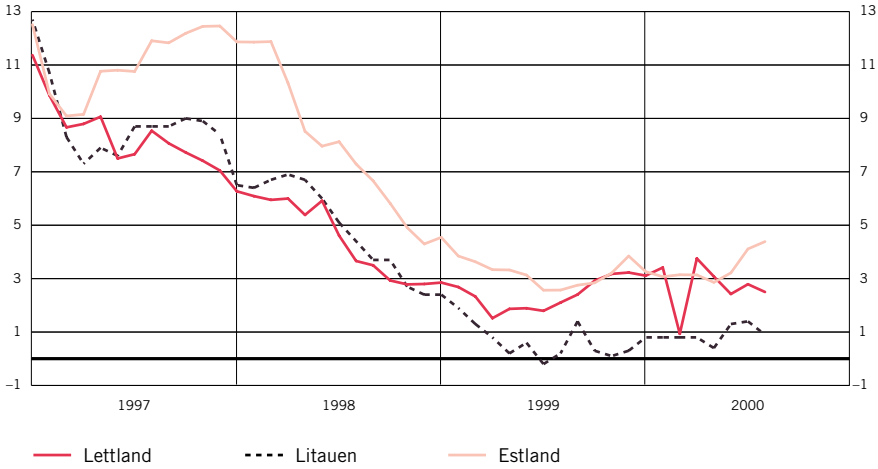
Årlig procentuell förändring. Logaritmisk skala



Källor: Hanson & Partner och IMF.

Diagram 8. KPI-inflation i Baltikum 1997–2000

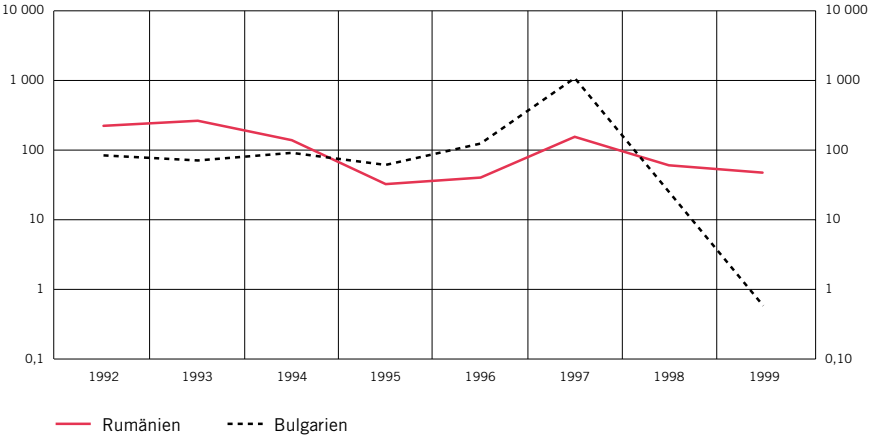
Årlig procentuell förändring



Källor: Estniska, Lettiska och Litauiska statliga statistikbyrån.

Diagram 9. KPI-inflation i Bulgarien och Rumänien 1992–2000

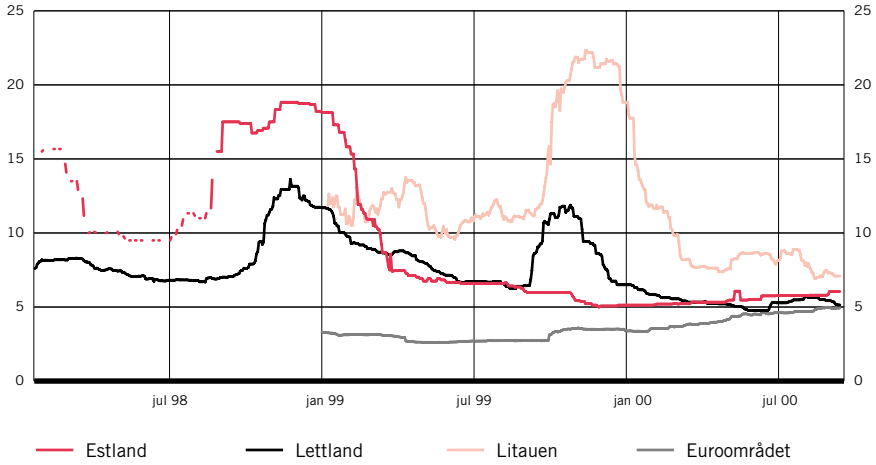
Årlig procentuell förändring. Logaritmisk skala



Källa: EBRD.

Diagram 10. Marknadsräntor i Baltikum 1998–2000

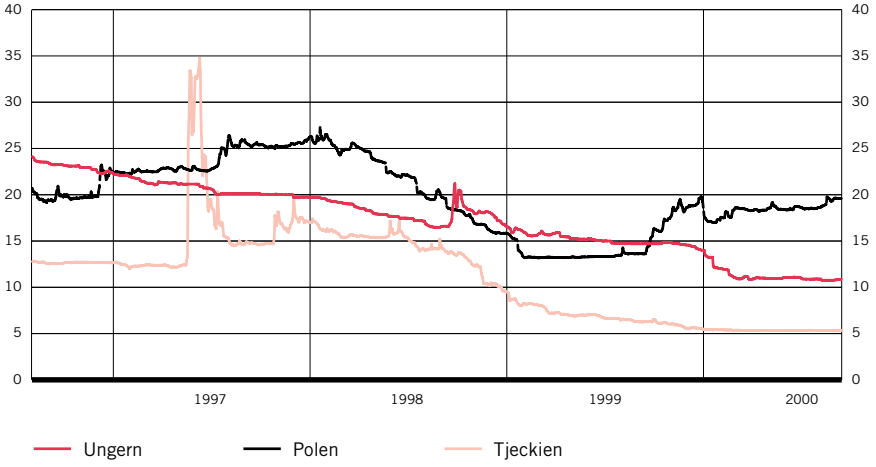
Procentenheter



Källa: Hanson & Partner.

Diagram 11. Marknadsräntor i Ungern, Polen och Tjeckien 1997–2000

Procentenheter



Källa: Hanson & Partner.

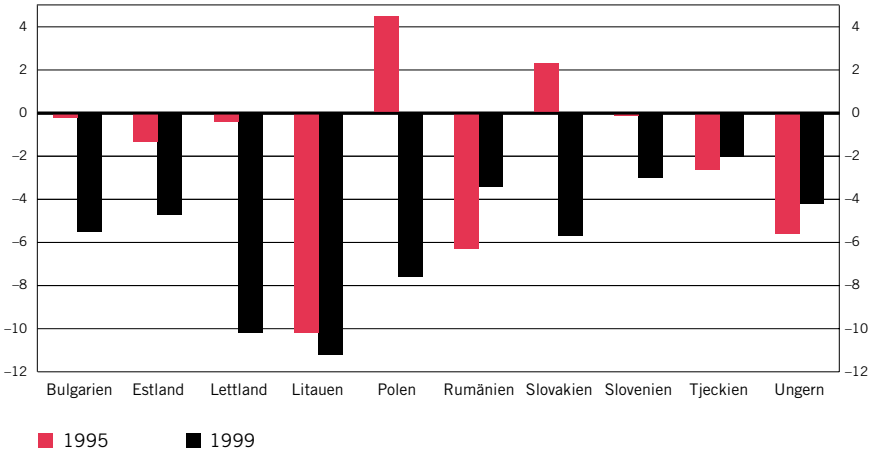
Den finanspolitiska disciplinen tycks överlag ha varit störst i de länder som valt ett tydligt fast växelkursarrangemang, men även Tjeckien, med flytande kurs, har framgångsrikt minskat de offentliga underskotten på senare år. Baltikum däremot har tvingats släppa på sin strama finanspolitik för att hantera Rysslandskrisen. I Ungern kom budgetdisciplinen sent, först fyra år efter att reformerna inleddes.

De stora underskott i bytesbalans och budget som ansökarländerna uppvisat under slutet av 1990-talet (twin deficits) har tolkats som tecken på brist på konkurrenskraft och på övervärderade valutor. Sådana underskott har funnits i flertalet länder men bytesbalansunderskottet har varit störst i Baltikum och Polen (se diagram 12 och 13).

De stora underskott i bytesbalans och budget som ansökarländerna uppvisat under slutet av 1990-talet har tolkats som tecken på brist på konkurrenskraft och på övervärderade valutor.

Det ska dock poängteras att ansökarländerna under uppbyggnadsfasen efter kommunismens fall haft exceptionellt stora investeringsbehov, dels i förhållande till den fas av catching up och höga tillväxttal som är naturlig på deras utvecklingsnivåer, dels på grund av planekonomins systematiska under- och felinvesteringar som lämnat kvar en kapitalstock förlegad och försliten till bristningsgränsen. Ett stort nettoinflöde av kapital med medföljande bytesbalansunderskott är därför helt naturligt. En mer detaljerad analys visar också att en stor del av inflödena bestått av långsiktiga fasta investeringar som inte väntas skapa någon risk för snabba utflöden.[8]

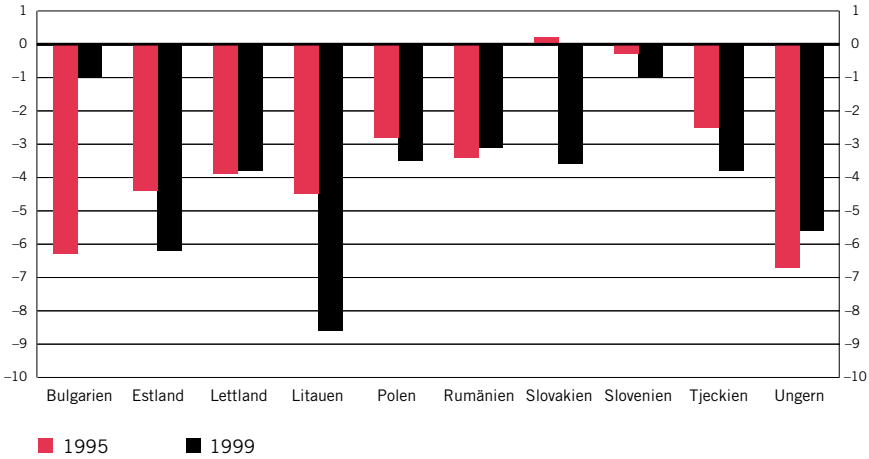
Diagram 12. Bytesbalans i ansökarländerna 1995 respektive 1999
Procent av BNP



Källa: EBRD Transition report maj 2000.

[8] Till saken hör också att BNP i de berörda länderna varit undervärderad när den mätts med ordinarie växelkurs. Eftersom bytesbalansunderskotten mätts i dollar har underskotten alltså till en början sett oroväckande stora ut, innan omvärderingar av BNP:s storlek i dollartermer och real appreciering av valutan visat att bytesbalansunderskottets andel av BNP egentligen varit mindre än den först verkat.

Diagram 13. Budgetsaldo i ansökarländerna 1995 respektive 1999
Procent av BNP



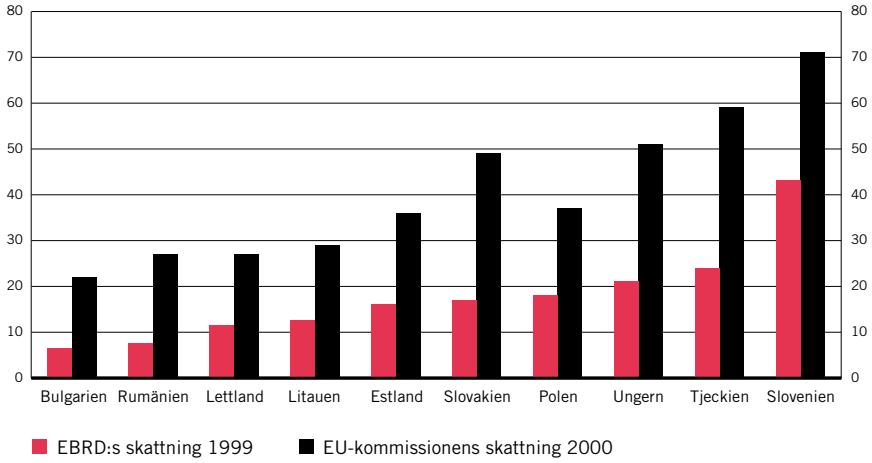
Källa: EBRD Transition report maj 2000.

Real konvergens – ekonomiskt närmande till EU-genomsnittet

De tio ansökarländerna befinner sig i nuläget (1999 års data) alltjämt långt ifrån de nuvarande EU-ländernas välståndsnivå (även om vissa av dem närmar sig de två länderna som har lägst inkomst per capita: Grekland och Portugal). BNP per capita justerat för prisskillnader varierar från strax över 20 procent (Bulgarien och Rumänien) av EU-snittet till över 70 procent (Slovenien) (se diagram 14). Det ska dock noteras att de rikare länderna (Slovenien, Tjeckien och Ungern) har ungefär samma förhållande till EU-snittet i sin BNP per capita som Portugal, Grekland, Spanien och Irland hade när de inledde sina EU-förhandlingarna på 1970- respektive 1980-talet. Den relativa tillväxttakten har här stor betydelse; en tillväxttakt på 7 procent under de kommande tio åren innebär att BNP i dessa länder skulle fördubblas, men med en tillväxttakt på 3 procent blir BNP-ökningen bara en tredjedel, och förhållandet till EU-snittet av BNP per capita förändras endast marginellt.

Utifrån litteratur om växelkursregimer har vi här identifierat några kriterier för att utvärdera om en växelkursregim kan underlätta *real konvergens* eller *catching-up* för en före detta planekonomi. Fallet med ansökarländerna liknar det för andra tillväxtmarknader men skiljer sig från andra länder genom övergången från planekonomi och omstruktureringen och de chocker som följer på denna.

Diagram 14. BNP per capita i procent av EU-snittet 1999, uppskattning



Källor: EBRD och EU-kommissionen.

Trovärdighet i den makroekonomiska politiken

Ansökarländernas moderna historia gör behovet av en trovärdig norm för penningpolitiken särskilt viktig.

Flertalet av ansökarländerna har som sagt ett förflutet med hög eller hyperinflation, svaga statsfinanser och ”mjuka budgetrestriktioner” för statligt kontrollerade företag där subventioner länge hållit förlusttyngda arbetsplatser igång. Då möjligheten att finansiera budgetunderskott via finansmarknaden varit låst har ofta stora underskott täckts via krediter från centralbanken – sedelpressen – där inflationen fått beskatta allmänhetens kontanttillgångar. Ansökarländernas moderna historia gör därför behovet av en trovärdig norm för penningpolitiken särskilt viktig, både i förhållande till ofta svaga regeringar och splittrade parlament och till allmänhetens initialt höga inflationsförväntningar.

Genom att förbinda sig att hålla en fast kurs skapar regeringen en begränsning för hur expansiv penningpolitiken kan vara.

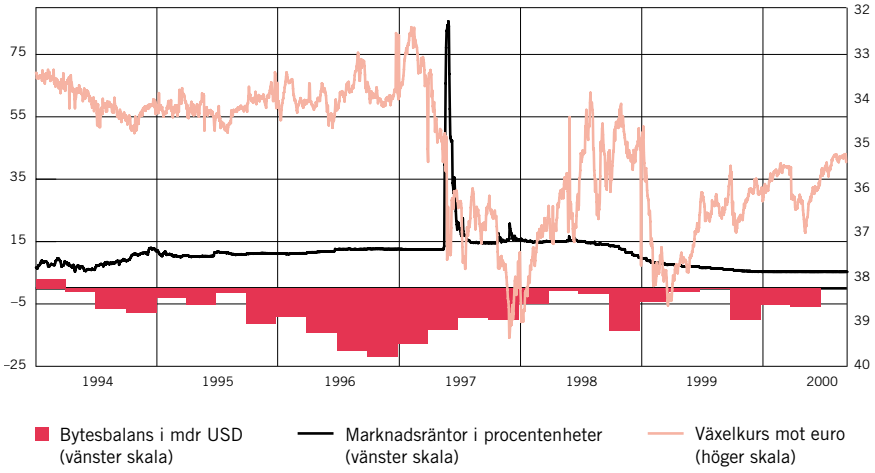
Det alternativ som ligger närmast till hands i ansökarländerna (där dollar och D-mark redan var vanliga alternativvalutor för besparingar och den svarta marknaden) var att låta en fast växelkurs fungera som trovärdighetsskapande norm, nominellt ankare, för den ekonomiska politiken. Genom att förbinda sig att hålla en fast kurs skapar regeringen en begränsning för hur expansiv penningpolitiken kan vara och på sikt ska prisutjämning skapa ungefär samma prisutveckling som i det lands valuta som man valt att knyta sig till. Polen var först ut i det forna östblocket med att knyta sin zloty till dollarn till dess att hy-

perinflationen bedarrade. Sedermera har flera länder, som nämnts, valt en crawling peg med inprogrammerad kontrollerad devalvering. En sådan ger också en grad av trovärdighet, inflationen blir högre än i det land som valutan knutits till, men ändå relativt förutsägbar.

Fördelen, men också den stora nackdelen, med fasta växelkurser är att om ekonomin drabbas av en störning finns det alltid en möjlighet att överraska allmänheten med en devalvering som pressar ned löneläget relativt omvärlden, lättar på penningpolitiken och medger tillfälligt högre tillväxt. Mot vinsten av att ha kvar denna nödutgång ställs kostnaden för att valutamarknaderna och allmänheten hela tiden ser och räknar med risken för devalvering. Denna risk får landet betala i form av ett räntegap i förhållande till det land vars valuta man valt att knyta sig till. Dessutom vägs förväntningar om en ”räddande” devalvering in av arbetsmarknadens parter och påverkar disciplinen i lönebildningen menligt. Devalveringsrisken upplevs som större om regeringen upplevs som svag – vilket är fallet för många av regeringarna i ansökarländerna, som fortfarande är unga demokratier med snabbt skiftande partisystem.

Bland ansökarländerna tvingades Tjeckien 1997, redan innan Asienkrisen, att devalvera sedan en förtroendekris drabbat en svag och handlingsförlamad regering (se diagram 15). Året därefter tvingades Slovakien följa efter och Bulgarien upplevde på samma sätt en rad växelkurskriser innan sedelfonden infördes 1998.

Diagram 15. Den tjeckiska krisen



Källor: Czech National Bank och Hanson & Partner.

Trovärdigheten kan vara lättare att uppnå med en sedelfond, med sitt kraftfulla institutionella arrangemang kring den fasta växelkursen. I och med att alla utestående kontanter har täckning i form av hårdvaluta finns ingen möjlighet att spekulera mot en sedelfond tills denna måste ge vika. Hela tiden finns möjligheten att fysiskt växla in valutan till sista enheten i hårdvaluta.[9] Att överge en sedelfond måste därför (definitionsmässigt) vara ett politiskt beslut, grundat på en samhällsekonomisk kalkyl. Ett sådant beslut görs desto svårare av att sedelfonden ofta är uppbackad av lagparagrafer eller rentav i grundlagen.[10] Detta minskar riskpremien både hos allmänhet och finansmarknadsaktörer – sedelfondens ”tvångströja” skapar starkare incitament till anpassning. Studier visar att sedelfonder i utvecklingsländer därmed generellt når lägre räntenivåer.[11] Som framgår är detta fallet även bland ansökarländerna där länder med sedelfond har lägre realräntor än länder med fast växelkurs (se diagram 10 och 11).

Trovärdigheten kan vara lättare att uppnå med en sedelfond, med sitt kraftfulla institutionella arrangemang kring den fasta växelkursen.

Faran med sedelfondens trygghet är att om arrangemanget ändå överges finns risk för en ännu djupare trovärdighetskris och ränteuppgång när det som kommit att symbolisera stabilitet upphör. ”Svaga” sedelfonder skulle i princip kunna drabbas av samma riskpremie som vanliga fasta växelkurser. Något riktigt modernt exempel finns inte på en sådan svag sedelfond men i Litauen, där det i flera år pågått en debatt om att upplösa sedelfonden, har ränteläget stigit när osäkerheten om den ekonomiska politiken tilltagit och under en tid legat mycket högre än motsvarande ränta i sedelfondsgrannen Estland (se diagram 10). Även Argentinas sedelfond har under senare tid lidit av höga realräntor. Sedelfondens roll för penningpolitikens trovärdighet och allmänhetens förväntningar gör också att en upplösning av sedelfonden och ett byte av växelkursregim under perioden fram till en anslutning till euroområdet vore riskfyllt.

Ett införande av euron i form av sedlar och mynt, så kallad euroisering, skul-

[9] Det faktum att hela den utestående monetära basen täcks av utländsk valuta har dock ett pris. Det är samma pris som för ett vanligt sedelutgivningsmonopol, där allmänheten måste ge sedelutgivaren ett räntefritt lån, seignorage, när de byter reala värden mot sedlarna. På samma sätt innebär inköpet av utländsk likviditet att sedelfonden i praktiken betalar seignorage till utlandet. Sedan kan sedelfondens medel i sin tur förvaltas så att de ger en riskfri ränta, under det att ett seignorage betalas från allmänhet till sedelfonden när medborgarna accepterar sedelfondens inhemska sedlar. Till skillnad från vanlig sedelutgivning borde nettot mellan det seignorage allmänheten ger till sedelfonden och det seignorage sedelfonden ger till utlandet vara närmare noll (om inte reserverna är onödigt stora eller förvaltas med för hög risk), medan utlandet alltså får ett positivt netto. Precis samma ”räntebärande lån av sedlar från utlandet” gäller vid euroisering med den skillnaden att allmänheten betalar seignoraget direkt till utlandet. Vid euroisering av en sedelfond tillkommer dock eventuellt ytterligare logistiska problem med tillförsel av sedlar och bankernas likviditet, men sedelfonden borde dock definitionsmässigt redan innehålla tillräckligt med eurolikviditet för ekonomins behov.

[10] Eesti Pank (1999 och 2000), Baliño och Enoch (1997).

[11] Gulde, Keller och Kähkönen (2000).

Ett införande av euron i form av sedlar och mynt, så kallad euroisering, skulle å andra sidan skapa en total trovärdighet i växelkursåtagandet.

Det senaste decenniet har en helt annan form av penningpolitisk norm kommit att användas framgångsrikt i allt fler OECD-länder och därefter även tillväxtekonomier: inflationsmål.

le å andra sidan skapa en total trovärdighet i växelkursåtagandet och definitionsmässigt avskaffa den sista valutariskpremie (även i Estlands fall kring 1 procentenhet) som skiljer sedelfonderna från euroområdet (se diagram 10).[12]

Det senaste decenniet har en helt annan form av penningpolitisk norm kommit att användas framgångsrikt i allt fler OECD-länder och därefter även tillväxtekonomier: inflationsmål. Här spelar växelkursen i princip ingen direkt roll utan penningpolitiken styrs utifrån målet att uppnå prisstabilitet. Inflationsmål innebär att störningar i viss mån kan avspeglas i växelkursen, som exempelvis kan sjunka vid en negativ störning. Problemen ligger främst på ett annat plan. Ett inflationsmål kräver dels en relativt god prognosförmåga då det kan ta upp till två år för styrränteförändringar att, genom olika kanaler, få effekt.[13] Dels krävs i sig en hög trovärdighet för inflationsmålet genom en stark politisk och institutionell uppslutning. Viktigt är också ett pedagogiskt förmedlande av det nya målet, så att allmänhetens förväntningar anpassar sig, samt att målet nås inom en rimlig tidsperiod.

På alla dessa punkter finns osäkerhetsmoment i flera tillväxtekonomier: makroekonomiska data kan vara av för låg kvalitet för att göra kvalificerade prognoser och ett svagt politisk stöd gör att det krävs mer kraftfulla institutionella arrangemang av typ sedelfond för att isolera penningpolitiken från politiska påtryckningar. Slutligen kan snabba förändringar på finansmarknaderna och strukturella faktorer, som avregleringar av priser som tidigare varit indirekt subventionerade i planekonomin (energi, kollektivtrafik, järnväg, hyror med mera), på kort sikt göra det svårt att nå inflationsmålet.[14]

Det mest framgångsrika ansökarlandet kan sägas vara Tjeckien där inflationsmodellen fungerat.

I de tillväxtekonomier där inflationsmål prövats har dock flertalet av dessa farhågor kommit på skam. Exempel på detta är Brasilien som hittills framgångsrikt infört inflationsmål för att undvika en inflationsuppgång efter att

[12] De risker som banksystemet drabbas av när dess likviditet bestäms av externa faktorer skulle möjligtvis skapa en riskpremie för de euroiserande landet, men denna skulle vara densamma, eller lägre, som med sedelfond.

[13] Vi vet idag ganska lite om transmissionsmekanismerna i ansökarländerna då relativt få studier gjorts på detta område.

[14] National Bank of Poland (2000).

valutan *realens* frikoppling från dollarn i början av 1999. Bland ansökarländerna finns som nämnts tidigare två exempel och de pekar i olika riktningar. Det mest framgångsrika kan sägas vara Tjeckien där inflationsmodellen fungerat, men där inflationskampen dock ”gynnats” något av svag konjunktur. Det andra exemplet, Polen, har haft svårare att nå sitt inflationsmål[15], bland annat på grund av svag finanspolitik och avreglering av artificiellt låga priser (se diagram 16).[16]

På en viktig punkt förstärks dock trovärdigheten för penningpolitiken i alla de länder som önskar bli medlemmar i EU, oberoende av växelkursregim: Centralbanken *måste* enligt EU-fördraget få ett stärkt oberoende.

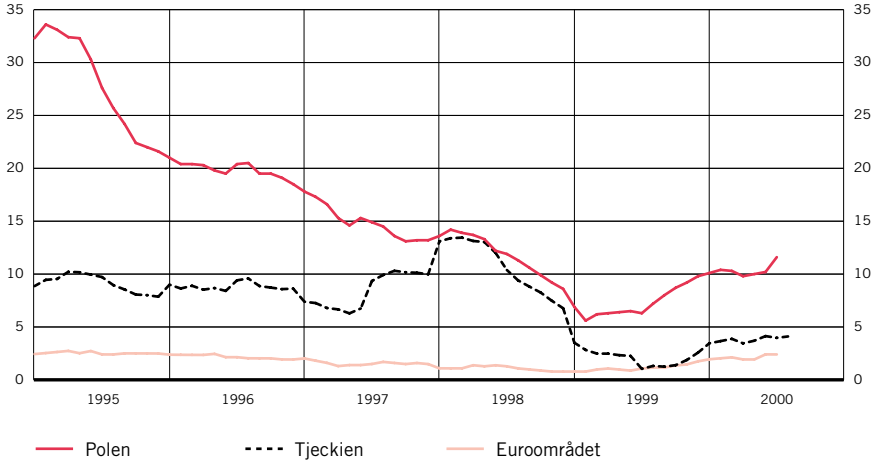
Möjlighet att hantera reala störningar

Samtidigt som växelkursregimen skapar trovärdighet måste den också medge en smidig anpassning av ekonomin till störningar i landets produktionsförmåga. Vid en flytande växelkurs kan denna anpassning ske antingen via växelkursrörelser eller via löner och priser. Det mest intressanta fallet är dock det med fast växelkurs, där anpassningen måste ske enbart via löner och priser. De resonemang som kommer att föras ned-

Samtidigt som växelkursregimen skapar trovärdighet måste den också medge en smidig anpassning av ekonomin till störningar i landets produktionsförmåga.

Diagram 16. Polen och Tjeckiens KPI-inflation jämfört med euroområdets 1995–2000

Årlig procentuell förändring

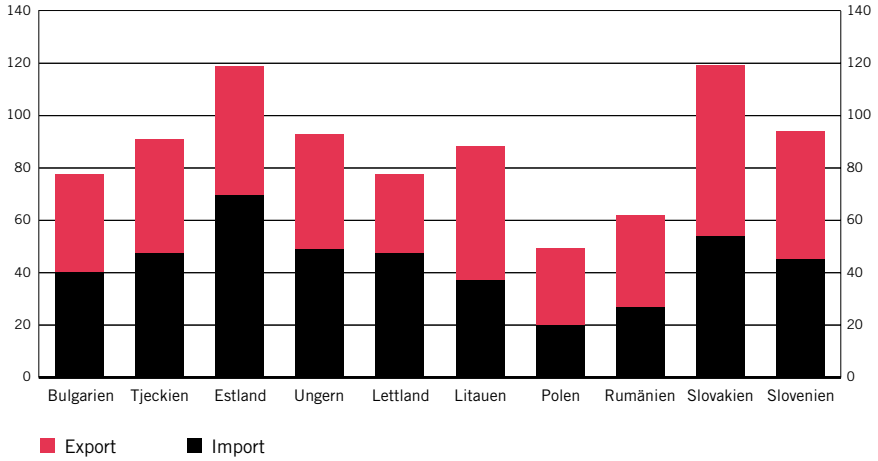


[15] Formulerat i flera steg varav det sista är en inflationstakt på 4 procent.

[16] National Bank of Poland (2000), (1999) och (1998), Czech National Bank (1999) och (2000) samt Backé och Rodzinger (1999).

Diagram 17. Öppenhetsgrad ansökarländerna 1998

Export och import i förhållande till BNP. Procent



Källa: IMF.

an kommer i många fall ha en slående likhet med dem som framförs i debatten om EMU.[17] Det är ingen slump, mycket starka former av valutaknytningar, som sedelfonder, är naturligtvis system som ligger mycket nära EMU.

Den första frågan är hur stor risken är att ansökarländerna drabbas av en asymmetrisk störning, det vill säga en störning som drabbar det egna landet men inte i samma utsträckning det valutaområde som valutan knutits till (drabbas båda lika kan en likartad penningpolitik utan större problem gälla för båda områdena).

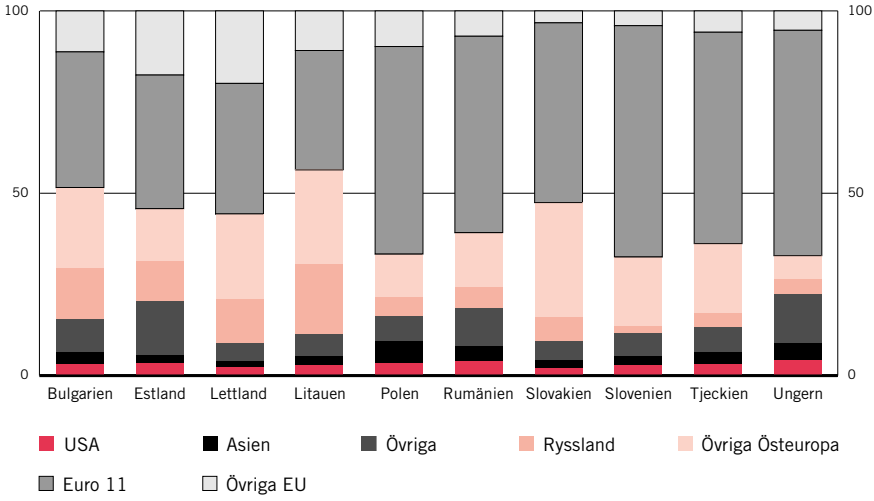
Risken för en asymmetrisk störning beror på en rad faktorer:

- Om det finns *en omfattande handel med* (och ett stort investeringsflöde till eller från) *det land som valutan knutits till* ökar chanserna för att förbli i fas med detta områdes konjunkturutveckling och för att drabbas av samma störningar – risken för asymmetriska störningar är mindre. Här kan det poängteras att ansökarländerna, trots att de tidigare var relativt slutna och östhandelsorienterade (med undantag för Slovenien) idag tillhör Europas allra mest öppna ekonomier med en export motsvarande 20–70 procent av BNP och en lika stor import (se diagram 17). EU står i samtliga länder för över halva handeln, i flera fall för över tre fjärdedelar och euroområdet står i sin tur för huvuddelen av EU-handeln. Näst

[17] För en översikt av de ekonomiska argumenten i EMU-debatten se SOU 1996:158.

viktigast för handeln (20–30 procent) är övriga ansökarländer, länder som i sin tur är beroende av EU-handel. Ryssland står däremot numera för en mycket liten andel – i regel under 10 procent (se diagram 18).[18] Bland ansökarländerna är Estland, Lettland, Litauen, Ungern och Slovenien bland de mest öppna (Slovakien och Tjeckiens siffra för öppenhetsgrad påverkas starkt av den tidigare inom-tjeckoslovakiska handeln mellan de båda länderna). Polen och Rumänien samt möjligtvis Tjeckien, Slovakien och Bulgarien kan räknas som något mindre öppna. Slovenien, Ungern och Tjeckien är särskilt öppna just mot euroområdet. Här finns alltså stor anledning att förvänta sig att ansökarländernas utveckling kommer att ligga mycket nära euroländernas. Enligt vissa beräkningar uppvisar också BNP-utvecklingen i ansökarländerna högre korrelation med Tysklands BNP-tillväxt än vad många euroländer gör.[19]

Diagram 18. Handelsstruktur områdesvis ansökarländerna 1999
Index: Första kvartalet 1999 = 100



Källa: EBRD.

- Här görs dock jämförelsen bara med euroområdet, men *för* till exempel *Litauen är USA den relevanta jämförelsen* eftersom sedelfonden åtminstone idag är knuten till dollar och för Lettland är det länderna i valutakorgen SDR (ett slags mellanting med en stor andel dollar men även euro). I Litauens fall och viss mån Lettlands är det därför större risk för asymmetriska störningar mot euroområ-

[18] Även i Baltikum har Rysslandshandeln minskat dramatiskt sedan Rysslandskrisen 1998.
[19] IMF (2000), Boone och Maurel (1998) och (1999) samt de Grauwe och Lavrac (1999).

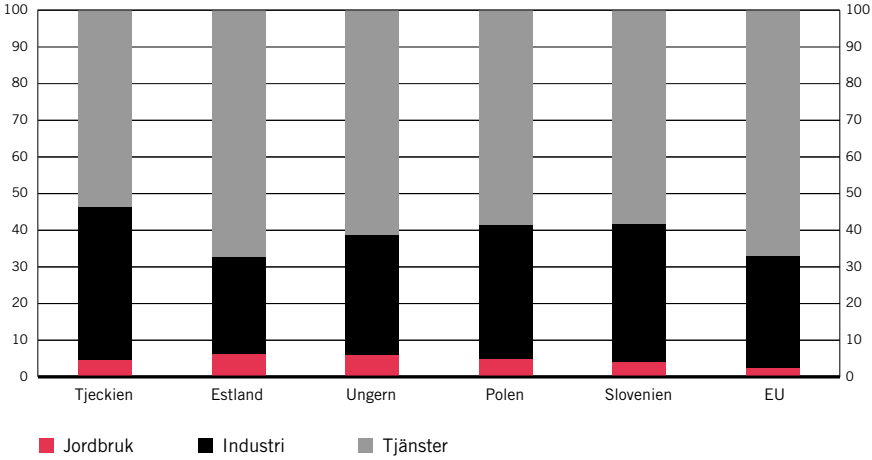
det. Även om handeln i stor utsträckning görs upp i dollar är handelsutbytet med USA mindre och dollarns appreciering mot euron var en klart bidragande orsak till Litauens djupa kris 1998-99 efter den ryska kollapsen. Likaså drabbades Lettland av att SDR apprecierade mot euron.

- En störning drabbar ofta en viss del av ekonomin, varför *fördelningen mellan branscher och sektorer* är viktig för hur stor risken är för en asymmetrisk störning. Ju mer ansökarländernas ekonomiska struktur liknar den i euroländerna, desto mindre risk löper länderna att drabbas av störningar olika dem i euroområdet. Här kvarstår mycket stora skillnader. Samtliga länder har en betydligt större jordbrukssektor än EU-genomsnittet; i Polen är dess andel av sysselsättningen flera gånger större än i något annat EU-land. Andelen tunga och arbetskraftsintensiva industrier är också större än i Västeuropa, med stål- och gruvindustri som kvardröjande problem. Men den allmänna ekonomiska strukturen konvergerar samtidigt snabbt mot Västeuropas, i samtliga länder har tjänstesektorn växt snabbt och jordbrukssektorn krympt (i synnerhet i Polen) (se diagram 19). Flera studier pekar också på att den lokala specialiseringsgraden ökat. Vid första anblick skulle det peka på ökad risk för asymmetriska chocker, men eftersom det rör sig om en ökad specialisering bland många enskilda företag och inte för landet som helhet så innebär det att industristrukturen tvärtom blir mindre likriktad, mer kunskapsintensiv och med mervärdesskapande – alltså mer lik euroområdet. Industristrukturen idag i länder som Ungern, Tjeckien och Estland är mest lik den i euroområdet medan Polen, Bulgarien och Rumänien uppvisar relativt stora olikheter. Ett exempel på att ansökarländerna inte nödvändigtvis drabbas annorlunda på grund av sin industristruktur är Asienkrisen. Trots att dessa länder kanske förväntas konkurrera med andra låglöneindustrier i exempelvis Sydostasien kom effekten av Asienkrisen snarare via sjunkande ekonomisk aktivitet i EU-länderna än genom direkt förlust av marknadsandelar till sydostasiatiska företag som gynnats av lägre valutakurs. Effekten blev aldrig särskilt stor på ansökarländerna, efter en mindre svacka återhämtade de sig då EU-ekonomierna började växa igen.
- Ovan har det utgåtts från att risken för en asymmetrisk störning i första hand kommer från faktorer som makthavarna i landet inte rår över. I själva verket har det hävdats att länder som Sverige flera gånger drabbats av chocker vars upphov funnits i den egna ekonomiska politiken, till exempel en svag finanspolitik.[20] Sådana *självförvållade* kriser har även drabbat flera ansökarländer – inte minst var Bulgariens successiva kriser under 1994-97 ett exempel på detta. I

[20] Sveriges riksbank (1997).

Diagram 19. Ekonomisk struktur i ansökarländer och EU

Andelar av BNP



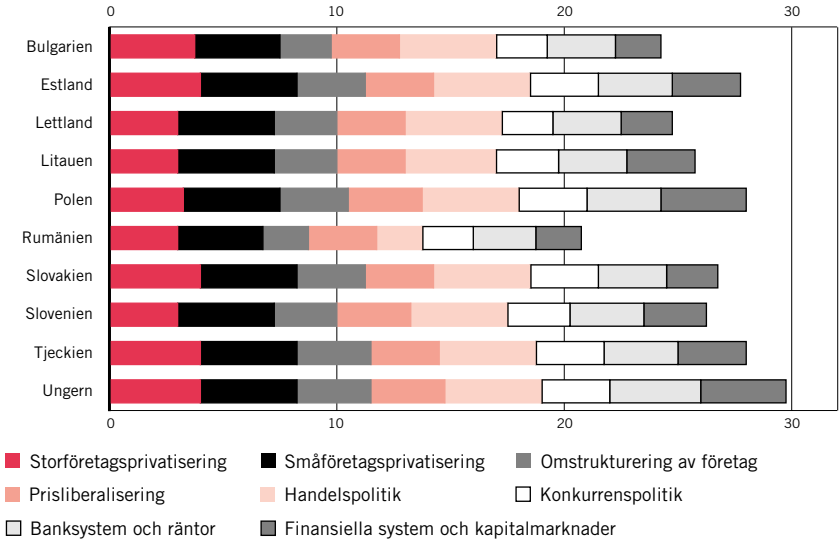
Källa: IMF.

takt med att ansökarländerna disciplinerat sin ekonomiska politik har dock risken för självförvållade risker minskat.

- Den kanske största risken för en asymmetrisk störning kommer istället från övergången från plan- till marknadsekonomi i ansökarländerna. En fantastisk omvandling har redan skett sedan 1990, då stort sett alla ansökarländerna stod med ett statsägt näringsliv, reglerade priser och ständig brist på de enklaste basvaror. Processen är inte över. Än finns tunga industrier, bland annat inom stål- och gruvindustrin, som alltjämt stöds av subventioner. I takt med att de sista prisregleringarna och subventionerna avvecklas kommer stora, ofta chockartade störningar av ekonomin. Även om en fast växelkurs eller sedelfond är ett stöd för penningpolitiken i sådana omvälvande tider gör den inte anpassningen mot omvärlden lättare. Det har diskuterats om själva handelsintegrationen med EU kan skapa sådana strukturchocker, när oförberedda marknader i ansökarländerna utsätts för konkurrens från euroområdet. I själva verket är den risken kraftigt överdriven. Anpassningen till EU:s inre marknad har redan skett i stor utsträckning. Dels har tullhinder avvecklats inom ramen för de ”Europaavtal” som 1993-94 slöts med ansökarländerna, dels har länder som Polen, Estland och Lettland haft allmänt *lägre* tullhinder mot omvärlden än EU sedan kommunistregimernas fall. Enligt European Bank for Reconstruction and Development, EBRD, som regelbundet gör grovt tillyxade uppskattningar av ländernas framsteg i omvandling till marknadsekonomi ligger Polen, Ungern och Estland

långt framme i sina reformansträngningar medan Rumänien och Bulgarien ligger sämre till (se diagram 20).[21]

Diagram 20. EBRD:s index över framsteg i reformarbetet i transitionsländer 2000
Index 1 till 4 i respektive kategori (8 till 32 totalt)



Källa: EBRD.

Bilden av ansökarländernas sårbarhet för asymmetriska risker är alltså blandad. Å ena sidan är länderna mycket öppna och nära knutna till den ekonomiska utvecklingen i euroområdet, i synnerhet Tyskland. Å andra sidan finns risker förknippade med de stora behoven av strukturomvandling på vägen från planekonomi till marknad.

Nästa fråga är hur pass väl länder i Central- och Österropa kan *hantera* en asymmetrisk störning.

Nästa fråga är hur pass väl länder i Central- och Österropa kan *hantera* en asymmetrisk störning om den inträffar. Exempel på hur ansökarländer faktiskt hanterat en störning är Rysslandskrisen 1998 och Balkankrisen 1998–99.

När Ryssland i augusti 1998 lät sin valuta falla efter ett fruktlöst ränteförsvar och samtidigt ställde in betalningarna på utlandsskulden drabbades de baltiska staterna på flera plan (övriga ansökarländer hade vid det laget få ekonomiska

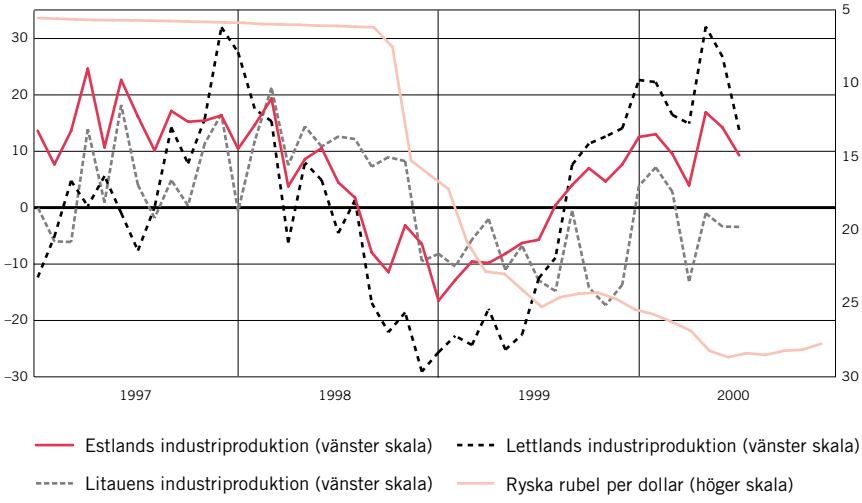
[21] I ansökarländernas förhandlingar med EU-kommissionen har behovet av minskade subventioner och ökad strukturomvandling i den tunga industrin och jordbruket lyfts fram som stora kvardröjande problem.

band med Ryssland). Det ryska valutaraset gjorde deras export till Ryssland av framförallt livsmedel drastiskt dyrare för ryska konsumenter och exporten slogs delvis ut av ryska producenter. Samtidigt blev ett antal mindre banker som spekulerat i ryska statspapper insolventa och en viss oro följde för en ”rysk smitta”. Dessutom sammanföll detta med en svag ekonomisk utveckling i de baltiska staternas viktigaste exportmarknader i EU. Ungefär samtidigt drabbades även Bulgarien av en liknande kris, när flera vatten- och landvägar för landets export stängdes på grund av kriget på Balkan (Kosovo). Eftersom alla tre baltstaterna och Bulgarien hade sedelfonder eller sedelfondsliknande arrangemang fanns inte möjligheten att låta anpassningen ske genom valutan, istället var löner och priser tvungna att anpassa sig. Inte desto mindre blev svackan och recessionen i Baltikum (se diagram 21) och Bulgarien anmärkningsvärt kort och svag. Redan mot slutet av 1999 skedde en relativt snabb återhämtning med undantag för Litauen, som drabbats av stora inrikespolitiska problem med en svag finanspolitik och inte hämtat sig förrän i början av 2000. Delvis sammanföll denna återhämtning med ett uppsving i EU-länderna, men det tycktes ändå finnas faktorer i Baltikum och Bulgarien som medgett en oväntat snabb anpassning.

Svackan och recessionen i samband med Rysslandskrisen blev anmärkningsvärt kort och svag.

I huvudsak finns det två sätt att parera en asymmetrisk störning utan att använda sig av växelkursen. Det ena är det mest självklara, att löner och priser i

Diagram 21. Baltikums industriproduktion och Rysslandskrisen 1997–2000

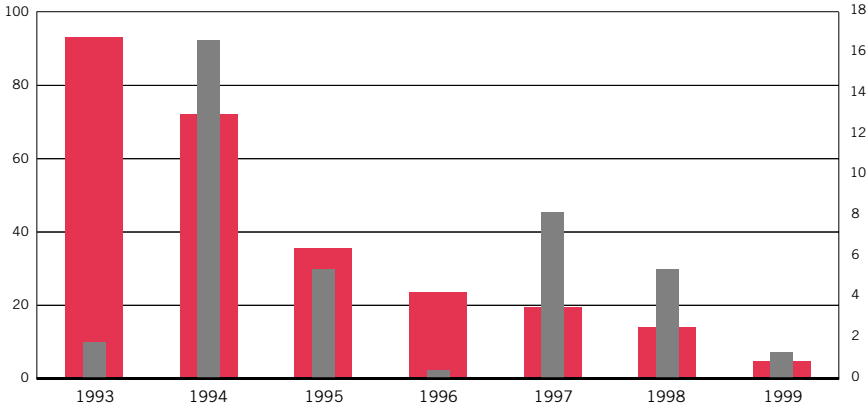


Källor: Estniska, Lettiska och Litauiska statliga statistikbyrån och Hanson & Partner.

ekonomin anpassar sig till de nya villkor som gäller. Statistiken över löneutvecklingen i ansökarländerna är tämligen bristfällig (stor andel svarta löneutbetalningar) men de data som finns pekar tillsammans med anekdotiska uppgifter på en ganska hög flexibilitet i både reala och nominella löner – av allt att döma större än i euroländerna. I både Baltikum och Bulgarien skedde inom vissa sektorer nominella lönesänkningar i början av 1999 (se diagram 22 för exemplet Estland). Inom andra sektorer, som upplevde snabba produktivitetsförbättringar, bromsades nominallöneutvecklingen. I samtliga berörda länder reagerade reallönerna strax efter eller något efter störningen.[22]

Diagram 22. Nominella och reala bruttolöner i verkstadsindustrin i Estland 1993–1999

Årlig procentuell förändring



Nominella bruttolöner, genomsnitt (vänster skala) Reala bruttolöner, genomsnitt (höger skala)

Källor: Estniska statistikbyrån, IMF och Riksbanken.

Orsaken till denna högre flexibilitet skulle kunna vara en betydligt lägre grad av arbetsmarknadsreglering än i EU-länderna. Enligt de index som OECD och andra använder sig av är graden av arbetsmarknadsreglering och den fackliga organisationsgraden i Central- och Östeuropa betydligt lägre än i euroområdet – med mindre omfattande regelverk vad gäller kollektivanslutning och anställningstrygghet.[23]

Inom ansökarländerna finns dock relativt stora variationer, från en ganska låg grad av arbetsmarknadsregleringar och organiseringsgrad i Baltikum till en

[22] I bakgrunden pågår också en snabb omstrukturering av näringslivet i Baltikum och Bulgarien. Det finns tecken på att Rysslandskrisen och Kosovokrisen också ökade mobiliteten på arbetsmarknaden då många sökte sig till nya arbetsplatser istället för att acceptera lönesänkningar. Arbetslösheten steg kring krisen men föll också snabbt tillbaka igen i till exempel Lettland.

[23] OECD (2000b).

högre grad i Polen och Tjeckien. Det finns också tecken som talar mot att arbetsmarknaden är flexibel i ansökarländerna. Arbetslöshetstalen i flertalet ansökarländer, även i Baltikum, har nått relativt höga nivåer och därefter inte sjunkit annat än mycket långsamt ned från dessa.

Vid sidan av flexibla löner är finanspolitiken det andra mest uppenbara sättet att parera en asymmetrisk störning vid fast växelkurs. Exportföretagens konkurrenskraft kan stärkas med hjälp av lägre löneskatter eller så kan den inhemska efterfrågan stimuleras av skattesänkningar – beroende på vilken typ av störning som behöver pareras. Här har länderna i Central- och Östeuropa överlag ganska små möjligheter. De flesta ländernas budgetsituation är ansträngd av de stora sociala omställningskostnaderna som övergången till marknadsekonomi inneburit. Nu kommer nya omställningskostnader för nödvändiga och önskvärda, men likväl kostsamma, krav på infrastruktur, miljö- och säkerhet inför EU-medlemskapet. Inte desto mindre visade de baltiska staterna att ett relativt gott läge i statsfinanserna kan medge en viss finanspolitisk expansion i en krissituation – vilket bidrog till återhämningen efter Rysslandskrisen.

Vid sidan av flexibla löner är finanspolitiken det mest uppenbara sättet att parera en asymmetrisk störning vid fast växelkurs.

Möjlighet att hantera finansiella störningar

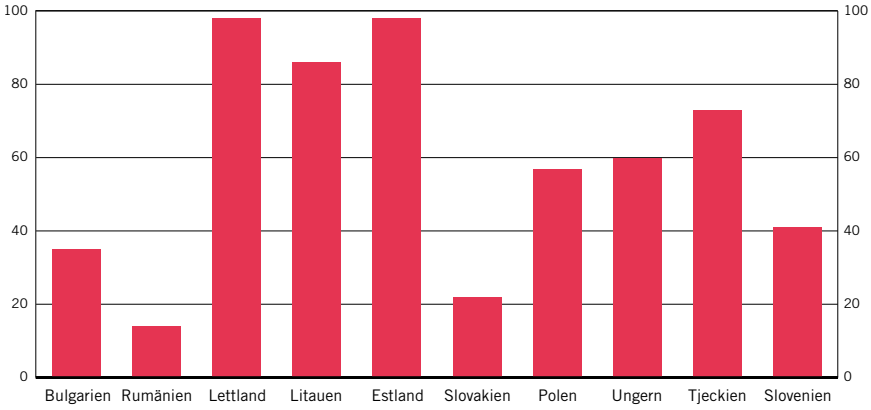
På samma sätt som utvärderingen av växelkursregimen måste ta hänsyn till möjligheten att hantera reala störningar måste den också ta hänsyn till möjligheten att hantera tvära kast på de finansiella marknaderna. I ett antal ansökarländer (Baltikum, Tjeckien och Slovakien samt Bulgarien) har de sista valutarestriktionerna avvecklats och det råder full konvertibilitet både för handel och kapitalrörelser (se diagram 23). För samtliga länder måste regleringarna försvinna i samband med inträdet i EU då länderna blir en del av EU:s inre marknad med fri rörlighet för arbete, varor, tjänster och kapital. Inga valutahinder kommer att finnas kvar för snabba in- och utflöden av stora mer eller mindre kortsiktiga portföljplaceringar. Vi har redan avhandlat risken för spekulationsvågor och växelkursregimens betydelse för penningpolitikens trovärdighet. Vad som återstår är risken för snabba in- och utflöden som inte har med spekulationer kring trovärdigheten i växelkursen att göra.

Utvärderingen av växelkursregimen måste ta hänsyn till möjligheten att hantera tvära kast på de finansiella marknaderna.

Studier av tidigare inträden i EU av länder med en välståndsnivå klart under genomsnittet i EU har visat att de länder som haft relativt goda makroekonomiska data (Irland, Spanien och Portugal) fått ett kraftigt och omfattande inflöde av

Diagram 23. Kapitalmarknadsliberaliseringsgrad 1998

Index: Fullständigt liberaliserad=100



Källa: Feldman och Temprano-Arroyo (1999).

både direktinvesteringar och portföljinvesteringar strax före och efter själva EU-inträdet.[24] Till detta kommer tillväxten av den valutahandel som utvecklas inför förväntningar om ett framtida EMU-inträde och förväntningar om den kurs som valutan kan knytas till euron. Denna ”konvergenshandel” kan leda till högre volatilitet i växelkursen om optimism om ett snart inträde varvas med pessimism.

Medan detta i sig är mycket positivt för den reala konvergensen är inflödena förknippade med risker. För länder som valt en fast växelkurs eller sedelfond och där växelkursen följaktligen inte kan dämpa inflöden genom att appreciera och utflöden genom att depreciera finns istället risk för att inflöden på kort sikt spär på penningmängden och driver upp inflationen, något som under senare hälften av 1990-talet varit fallet i Estland. Omvänt kan snabba utflöden skapa ett deflationistiskt tryck på ekonomin som, i det fall det inte kan hanteras, kan medföra ett tryck att låta valutan falla. Asienkrisen 1997–98 visade hur snabbt omvärderingar av den ekonomiska potentialen kan ske med snabba utflöden som följd. Om kapitalinflödena dessutom, som ofta är fallet, har åtföljts av överoptimistisk skuldsättning i utländsk valuta kan den finansiella chocken förstärkas ytterligare. Det har visat sig att banker och företag i sydostasiatiska länder som Korea, Thailand och Indonesien utnyttjat den fasta växelkursen till att låna billigare i utländsk valuta utan hänsyn till växelkursrisken och med förväntningar om att staten skulle rycka in i det till synes extrema fall då växelkurskopplingen skulle falla.

Fasta men justerbara växelkurser kan av dessa skäl och de som nämndes i det

[24] Baldwin, Francois och Portes (1997).

inledande avsnittet om trovärdighet visa sig betydligt känsligare för finansiella störningar än sedelfonder (och självklart flytande växelkurser). Det går lätt att föreställa sig ett scenario enligt vilket ett ansökarland, angeläget om att göra en politiskt markering inför EU-inträdet, knyter sin valuta till ERM2 under en period av kraftiga kapitalinflöden som bygger på just förhoppningarna om medlemskap och som drivit upp växelkursen kraftigt. Inflödena förstärks när den stabiliserade växelkursen uppmuntrar inhemska aktörer att låna i utländsk valuta. Sedan dämpas optimismen, flödena blir negativa och ERM2:s band framstår plötsligt som alltför smala för att klara valutans snabba fall.

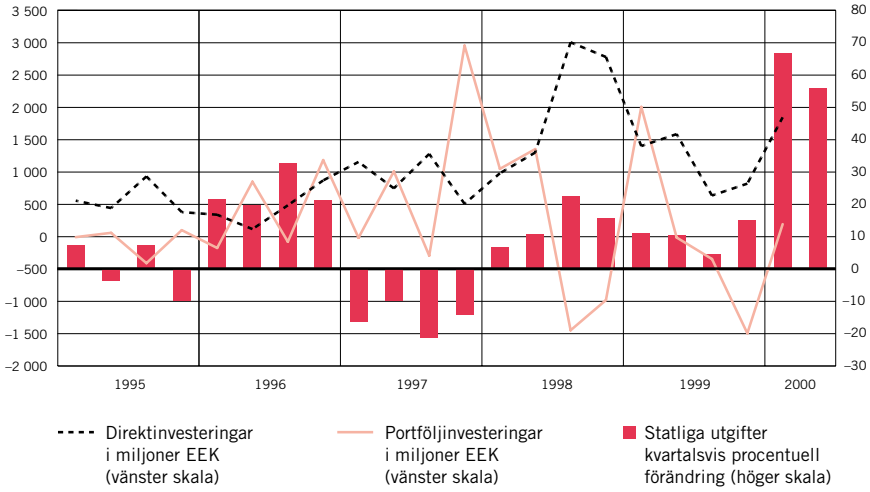
Fasta men justerbara växelkurser kan visa sig betydligt känsligare för finansiella störningar än sedelfonder och flytande växelkurser.

Givet att det inte finns några enkla sätt att hantera problemen med finansiella störningar kan två säkerhetsåtgärder dämpa riskerna:

- **Aktivt motverkande via finanspolitiken av stora inflöden**. Genom att strama åt finanspolitiken kan ett land med fast växelkurs neutralisera något av inflationseffekten från kapitalinflöden och skapa utrymme för stimulans vid snabba utflöden. Estland är ett exempel på att inflöden inte är omöjliga att hantera med fast växelkurs. Stora inflöden 1996-97 neutraliserades i viss mån av en betydligt stramare finanspolitik och vissa utflöden av portföljinvesteringar kunde sedan ske utan att den grundläggande strömmen av långsiktiga investeringar stördes i större utsträckning (se diagram 24).
- **Transparenta banksystem och effektiv övervakning av den finansiella stabiliteten**. På det planet är förutsättningarna idag relativt goda. Samtliga ansökarländer har vid någon eller några tillfällen under övergången till marknadsekonomi upplevt tunga bankkriser som lett till konsolideringar. I flertalet länder, undantaget främst Tjeckien, Slovenien och Rumänien, är de största bankerna delvis eller helt ägda av utländska banker, i regel med säte i ett EU-land. I synnerhet gäller det Baltikum där närmare 90 procent av banksystemet ägs av svenska banker. Det innebär att bankerna utsätts för hård granskning både via myndigheter på hemmaplan och i de EU-länder som moderbankerna är baserade i. Dessutom finns – åtminstone tills bankerna växt sig mycket större – sannolikt möjligheter att återkapitalisera dessa banker via moderbanken. Såväl kapitaltäckning som dåliga lån befinner sig i flertalet ansökarländer, och återigen i synnerhet i Baltikum, numera på betydligt sundare nivåer än i början av 1990-talet.[25]

[25] Eesti Pank (2000b) och (2000a), OECD (2000b) och EBRD (1999).

Diagram 24. Estlands kapitalinflöden och finanspolitik 1995–2000
Miljoner EEK respektive procent



Källor: IMF och Estniska statistikbyrån.

Transaktionskostnader

En förbisedd del av debatten kring växelkurserna rör de transaktionskostnader som uppstår med olika valutor.

En kanske något förbisedd del av debatten kring växelkurserna rör de transaktionskostnader som uppstår med olika valutor och som ofta brukar anföras som ett tungt argument för valutaunioner. I regel brukar dessa vinster uppskattas vara relativt små, i storleksordningen några tiondelars procent av BNP. I ansökarländernas fall, där växelkurserna kan vara mer volatila än i EU-länderna, kan en fast, förutsägbar valutakurs möjligtvis ha en något större betydelse, men effekten är svår att uppskatta. Studier av sedelfonder visar dock att valutamarknaderna i dessa fungerar betydligt bättre än i länder med fast eller rörlig växelkurs i den meningen att skillnaden mellan köp- och säljkurs är lägre.[26]

Mycket fasta växelkursarrangemang, av typen sedelfond, minskar transaktionskostnaderna och gör en direkt integrering av de finansiella systemen lättare.

Särskilt viktig blir dock valutakurssäkerhet i och med att ansökarländernas finansiella system ännu är outvecklade. Mycket fasta växelkursarrangemang, av typen sedelfond, minskar transaktionskostnaderna och gör en direkt integrering av de finansiella systemen lättare. Som exempel på en sådan integrering kan nämnas att Estland (med sin

[26] Rivera Batiz och Sy (2000).

eurobaserade sedelfond) har halva den inhemska lånestocken utgiven i euro, till avsevärt lägre räntor än de inhemska lånen. I linje med vad som sagts tidigare är det i en sådan situation viktigt att banksystemet fungerar på ett förtroendeingivande sätt. De största transaktionsvinsterna kan förväntas skördas i fallet med en direkt euroisering av ekonomin, då valutagränsen mellan det berörda landet och euroområdet helt upphör.

Slutsats om real konvergens

Sannolikt är det ansökarländer med renodlade växelkursregimer som kommer att uppnå den snabbaste reala konvergensen till EU-länderna.

- Det ena alternativet, en flytande växelkurs med inflationsmål, ger utrymme både för att hantera asymmetriska störningar och finansiella störningar samtidigt som inflationsmålet kan skapa trovärdighet åt penningpolitiken.
- Det andra alternativet, en sedelfond, ställer större krav på att störningar kan hanteras med flexibilitet i löner och priser och utrymme finns för anpassning via finanspolitiken. I gengäld ger en sedelfond ett enkelt och pedagogiskt ankare för penningpolitiken som institutionellt isolerar den från politiska påtryckningar samtidigt som den sänker transaktionskostnaderna. Skillnaden är i dessa hänseenden liten mellan sedelfonder och en ren euroisering, det villl säga ett ensidigt införande av euro som sedlar och mynt, bortsett från att euroisering torde ge större trovärdighet och lägre transaktionskostnader.
- Mellanläget mellan flytande växelkurs och sedelfond, det vill säga fast men justerbar växelkurs, framstår som ett mer problematiskt alternativ då det ger lägre trovärdighet och större riskpremie – alltså även större risk att falla offer för valutaspekulation. Erfarenheterna från ERM 1992-93, Mexikokrisen 1995-96, Tjeckien 1997, Asienkrisen 1997-98, Rysslandskrisen 1998 och Brasilien 1998-99 pekar entydigt på att sådana växelkursarrangemang är känsliga både för reala och finansiella störningar.

Faktorer som flexibilitet i löner och priser samt öppenhetsgrad ger sammantaget en fingervisning om vilka ansökarländer som skulle kunna ha störst intresse av respektive växelkursarrangemang:

- Det finns grupp större ekonomier, som väntas ha svårare att hantera reala störningar. Dessa har en mindre grad av flexibilitet i löner och priser och i vissa fall med en betydande del av ekonomin som inte är konkurrensutsatt. Det finns dessutom en viss risk för att de ska utsättas för asymmetriska chocker relativt

euroområdet under catching-up-fasen på grund av stora kvarvarande omstruktureringsbehov inom bland annat jordbruk och tung industri. För dessa länder torde en så flexibel växelkurs som möjligt vara det optimala valet för att uppnå real konvergens. Den nödvändiga trovärdigheten för ett stabilt makroekonomisk klimat kan då byggas kring en inflationsmålsstyrd penningpolitik och en medelfristig balans i de offentliga finanserna, i linje med stabilitetspakten. Till denna grupp räknas *Polen*, *Tjeckien* och *Rumänien*.

- Det finns vidare en grupp medelstora och små ekonomier, med en relativt hög grad av öppenhet, men som även de karaktäriseras av stelheter i löner och priser. Trots att risken för en asymmetrisk störning kan anses mindre för dessa länder gör stelheter på arbetsmarknaden och på vissa produktmarknader att dessa länder också gynnas mest av en flytande växelkurs och en penningpolitik grundad på inflationsmål. Till dessa räknas *Ungern*, *Slovakien* och *Slovenien*.
- Slutligen finns det en grupp små ekonomier, med en extrem grad av öppenhet (export och import motsvarar tillsammans kring eller över 100 procent av BNP, och en stor del av handeln är med EU-länder eller med grannländer som också ansöker om EU-medlemskap), flexibilitet i löner och priser och en trovärdighet för den makroekonomiska stabiliseringen uppbyggd kring ett nominellt ankare, en valuta knuten via en sedelfond, eller ett sedelfondsliknande arrangemang. Dessa länder löper på grund av sin öppenhet mindre risk att drabbas av asymmetriska chocker och riskerar istället att drabbas av en trovärdighetskris om det nominella ankaret överges. För dessa länder är ett fortsatt sedelfondsarrangemang att föredra under hela catching-up-fasen med en finanspolitik syftande till att mildra effekterna av kapitalinflöden. Ett problem uppstår för de sedelfonder som inte består av euro utan en annan valuta eller kombination av valutor. Risken för assymetriska chocker i förhållande till euroområdet är då större och transaktionsvinsterna i utbytet med euroområdet mindre – varför det kan finnas en poäng i att byta ut sedelfondsvalutan till euro. I den mån som en upplösning av sedelfonden hur som helst inte är ett realistiskt alternativ finns potentiellt stora transaktionsvinster att hämta av att direkt använda euron som betalningsmedel, så kallad euroisering istället för att gå omvägen om en valuta backad av en sedelfond. Detta skulle också minska de räntestegringar som inträffar i samband med spekulationer mot sedelfonden. Till denna kategori av länder räknas *Estland*, *Lettland* och *Litauen* samt eventuellt även *Bulgarien* (något mindre grad av öppenhet).

Nominell konvergens

De formella konvergenskriterierna

Om ansökarländerna kunde välja växelkurs enbart efter vad som mest gynnade övergången till marknadsekonomi och högre levnadsstandard på lång sikt skulle nyss nämnda slutsatser gälla. Men för ansökarländerna tillkommer en komplicerande faktor; i förlängningen finns möjligheten att bli en del av euroområdet med de eventuella ekonomiska och politiska vinster det medför. Det finns inte möjlighet att här diskutera för- och nackdelar med själva inträdet i euroområdet, annat än de principer kring fasta växelkurser som nämnts ovan. Men om vi förutsätter att eurons införande är ett mål för ansökarländerna går det inte längre att bara titta på *real* konvergens, vi måste även undersöka de nominella kraven för inträde i euroområdet såsom de formulerats i Maastrichtavtalet, det som brukar kallas *nominell* konvergens eftersom de nominella talen på inflation, räntor, budgetbalans med mera enligt kraven måste konvergera mot motsvarande nominella tal för euroområdet.

Kraven på *nominell* konvergens för eurointräde, konvergenskriterierna, är som de formulerats i Maastrichtavtalet fyra: (1) stabil växelkurs motsvarande de marginaler som anges i ERM2, (2) låg inflation, (3) låga räntor samt (4) stabila statsfinanser i meningen underskott i de offentliga finanserna på maximalt 3 procent av BNP och en statsskuld som befinner sig under, eller klart tenderar mot att underskrida, 60 procent av BNP.[27]

Det finns inte någon garanti för att dessa nominella krav verkligen bidrar till real konvergens.

Mot bakgrund av vad som sagts tidigare i denna artikel och vad som framförts i EMU-debatten är det ganska uppenbart att det inte finns någon garanti för att dessa nominella krav verkligen bidrar till real konvergens, det kan tvärtom vara så att de leder bort från real konvergens. Detta blir särskilt tydligt när konvergenskraven appliceras på snabbväxande ekonomier med stora behov av strukturomvandling, som de i Central- och Östeuropa.

Kravet på ERM2-deltagande

EU:s växelkursmekanism ERM och dess uppföljare ERM2 är ett växelkursarrangemang som räknas som fast men som sedan valutakrisen 1992–93 har breda

[27] Det kan i sammanhanget nämnas att flertalet ansökarländer nu närmar sig eller uppfyller de krav på stabila statsfinanser som ofta varit ett problem för länderna i EU-kretsen, på grund av den begränsade tillgången till internationella kapitalmarknader är det få länder som hunnit bygga upp någon större offentlig skuldsättning. I gengäld uppfyller få länder i skrivande stund inflationskriteriet.

ERM2 bygger på att flytande växelkurser knyts till växelkursmekanismen till en centralkurs som fastställs i förhandlingar. Flera av ansökarländerna har dock redan en betydligt fastare form av valutaknytning, en sedelfond.

marginaler, ±15 procent. Diskussionen om fasta men justerbara växelkurser och riskerna med dessa har redan förts ovan, men några formella frågeställningar tillkommer. ERM2 bygger på att flytande växelkurser knyts till växelkursmekanismen till en centralkurs som fastställs i förhandlingar. Flera av ansökarländerna har dock redan en betydligt fastare form av valutaknytning, sedelfond.[28] EU-kommissionen, ECB och EU:s finansministrar har dock alla givit ett klartecken för sedelfonder denominerade i euro, men att inträdet i ERM2 inför euroinförandet måste förhandlas ”från fall till fall”.[29] Denna otydlighet om vilka krav som specifikt ställs på sedelfonderna kan skapa osäkerhet. Sedelfondsländerna kan dessutom bara hoppas att den centralkurs som förhandlas fram tillsammans med EU-länderna är den kurs de redan valt att knyta euron till. De två länder som har knutit sig till euron, Estland och Bulgarien, har ju redan utsatt sina ekonomier för en mycket högre grad av real konvergens mot ett nominellt ankare än vad själva ERM2 utgör. I den mån som denna konvergens skett, och löner och priser anpassat sig, såsom varit fallet i Estland och Bulgarien, så är detta ett mer långtgående test än själva ERM2. Sedelfondens knytningskurs är sålunda den mest naturliga centralkursen för ERM2 och den mest naturliga konverteringskursen till euro, och borde utan tvekan vara den mest naturliga lösningen vid en förhandling med EU-länderna om ERM2-inträde. I själva verket kan en sedelfond tänkas utgöra ett ovanligt bra substitut för ett fullt medlemskap i EMU. Det har lett vissa bedömare till den vågade slutsatsen att alla ansökarländer borde införa sedelfond innan EU-inträdet.[30]

Den nominella konvergensen enligt ERM2 kräver också att länder som valt dollar eller SDR som riktmärke måste växla om till euro – något som EU:s finansministerråd och ECB uttalat klart och tydligt.[31]

För länder som valt den andra extremen vad gäller växelkursstrategi, fritt fly-

[28] Under en period 1999 cirkulerade förslag i EU-sammanhang enligt vilka ansökarländernas valutor i ERM2 först måste ”marknadstestas”, i den meningen att växelkursen måste prövas under flytande förhållanden inom ERM2. Detta skulle inneburit att exempelvis sedelfonder skulle behövts upplösas för att hitta den ”rätta” nivån inom ERM2. Snart framkom dock i diskussionen att sedelfonder definitionsmässigt skapar ett ”marknadstest” då den fasta växelkursen under flera år styr utvecklingen i ekonomin. En upplösning av sedelfonden skulle samtidigt vara oerhört riskabel för trovärdigheten. Förslaget har nu försvunnit som ett seriöst alternativ i debatten inom EU-institutionerna.

[29] Noyer (2000).

[30] Dornbusch (2000) och Coricelli (2000).

[31] Ecofin Council (2000).

tande växelkurs med inflationsmål, skulle en för rigid tolkning av ERM2 kunna skapa problem av skäl som redovisas nedan.

Konvergenskravens moment 22

Det går inte att förena konvergenskraven om stabil växelkurs och låg inflation som i EU med den snabba produktivitetsökningen i exportindustrin i snabbväxande länder på låga inkomstnivåer.

För länder som förväntas växa snabbare än EU-länderna, som de i Central- och Östeuropa, finns något av ett dilemma inbyggt i själva de nominella konvergenskraven. Det går nämligen inte att förena de båda konvergenskraven om stabil växelkurs och samma låga inflation som i EU med den snabba produktivitetsökning i exportindustrin, relativt den övriga ekonomin, som är att förvänta i snabbväxande länder på låga inkomstnivåer. Dilemmat uttrycks i det så kallade Balassa-Samuelson-teoremet, som också liknar den svenska EFO-modellen.[32]

Principen är ganska enkel och har även bäring på snabbväxande länder i euroområdet som Irland och Portugal.

- Prisnivån på de varor och tjänster som handlas internationellt (tradables) bestäms i stor utsträckning av en internationell prisnivå och är givna för mindre länder – annars skulle konsumenterna importera tradables utifrån. Med fast växelkurs blir prisutvecklingen för tradables därmed ungefär densamma som i omvärlden.
- Samtidigt ökar produktiviteten snabbt i tradables-delen av ekonomin, snabbare än i omvärlden, när landet försöker knappa in på omvärldens välståndsnivå. Intäkterna stiger för tradables-företagen vilket pressar upp lönerna snabbare än i omvärlden medan prisnivån i tradables fortsätter utvecklas i linje med omvärlden.
- Tradables-sektorn tävlar om arbetskraft med den övriga ekonomin (non tradables) och de högre löneökningarna pressar upp lönenivån även i non tradables. Om inte produktiviteten ökar lika snabbt på non tradables (hemmarknadsvaror och tjänster som biltvättar och restaurangmåltider) måste priset på dessa öka för att klara lönetrycket, öka snabbare än i omvärlden. Den högre produktiviteten i tradables-sektorn jämfört med omvärlden leder därmed till att inflationen i landet också blir högre, när inflationen stiger för de relativt mer knappa non tradables-varorna.

[32] För en kort definition av och introduktion till EFO-modellen se Dickson med flera (1986).

Den sammantagna effekten på konsumentpriserna av de båda sektorerna blir högre inflation. I och med att inflationen är högre än i omvärlden samtidigt som växelkursen ligger fast så sker en ”naturlig” *real appreciering* även om det inte sker en nominell appreciering.

Denna Balassa-Samuelson-effekt anses av många som ett av de främsta skälen till att Baltikum, trots hög produktivitet och fast växelkurs, haft en relativt hög inflation och att nästan alla länder med fast växelkurs eller sedelfond sedan 1992 upplevt en kraftig real appreciering. Beräkningar från IMF-ekonomer visar att Balassa-Samuelson-effekten kan ge en inflationstakt i länder med fast växelkurs som i Baltikums fall är cirka 1 1/2 procentenhet högre än den skillnad i inflation mot euroländerna som är tillåten enligt konvergenskriterierna.[33] Balassa-Samuelson skapar alltså en uppenbar konflikt mellan två nominella konvergenskrav – växelkurskravet och inflationskravet. Antingen låses växelkursen, men då måste man tillåta en helt ”naturlig” inflationsökning och real appreciering, eller så måste växelkursen flyta för att ta hand om den reala apprecieringen.

För länder med flytande växelkurs finns det en uppenbar slutsats. Den naturliga apprecieringen skulle kunna rymmas inom ramen för den 15-procentiga växelkursvariation som medges inom ERM2 – men bara under förutsättning att länderna *inte* tvingas in i ERM2 under en för lång tidsperiod.

För länder med fast växelkurs kan dilemmat eventuellt lösas genom att fokus i *inflationsbedömningen* ligger på ett specifikt år, under vilket den naturligt högre inflationen kan pressas ned utan alltför stor kostnad för den reala ekonomin. Här har flera länder som sedermera blivit medlemmar av euroområdet visat att finanspolitiska åtstramningar och sänkningar av indirekta skatter tillfälligt kan pressa ned inflationsnivån till de önskade talen. Detta torde kunna accepteras i den mån som de som är satta att göra bedömningen inser att Balassa-Samuelson skapar en liten men ”sund”, produktivitetsdriven inflationsimpuls.

Vad gäller ansökarländerna ska dessutom några brasklappar fogas till den effekt man normalt förväntar sig av Balassa-Samuelson.

- En stor del av de högre inflationstal och den reala appreciering som präglat Baltikum har att göra med avregleringar av priser på exempelvis energi och boende som tidigare varit subventionerat låga. Således avspeglar de delvis inte någon verklig Balassa-Samuelson-effekt, ej heller några ”osunda” underliggande inflationsimpulser.

[33] IMF (2000a).

- På grund av den socialistiska planekonomins nedvärdering av ”improduktiva tjänster” var tjänstesektorn vid övergången till OECD-ekonomi betydligt mindre och sämre utvecklad än i flertalet marknadsekonomier. I ansökarländerna kan därför en ganska stark produktivitetsökning förväntas även inom tjänstesektorerna som i viss mån kan skapa en balans i produktivitetsökningen mellan tradables och non tradables och neutralisera Balassa-Samuelson-effekten.

Ett möjligt tecken på att dessa båda faktorer spelat in är att de kraftigaste reala apprecieringarna i Baltikum kom alldeles i början av reformprocessen under 1992-96 och den reala apprecieringen har avtagit under senare år.

Finanspolitiska begräsningar

Som nämnts flera gånger tidigare är finanspolitiken i flera fall den frihetsgrad som behövs för att hantera störningar givet att växelkursen redan är låst eller begränsad av ett eventuellt ERM2-deltagande. De strikta krav på offentliga underskott som återfinns i konvergenskriterierna utgör då en kraftig begräsning och innebär sannolikt att flera ansökarländer, om de ska kunna klara omställningarna, måste föra en finanspolitik med strukturella överskott. Detta samtidigt som staten i dessa länder, som rimligtvis har tunga investeringsbehov, inte minst inför EU-inträdet, förväntas ha strukturella underskott. Möjligtvis kan dilemmat lösas med resurstillskott från EU:s strukturfonder. Enligt den plan som antogs i Berlin i juni 1999 finns 46 miljarder euro avsatt för ansökarländerna för perioden 2002–06.[34]

De strikta krav på offentliga underskott som återfinns i konvergenskriterierna utgör en kraftig begräsning.

Allmänna slutsatser

- I ansökarländernas fall går det att se en tydlig målkonflikt mellan å ena sidan real konvergens, möjligheten att knappa in på EU-länderna ekonomiskt, och nominell konvergens, med de nominella krav som ställts upp för deltagande i euroområdet. Om det uppstår konflikter mellan konvergenskraven och behovet av en snabb tillväxt i ansökarländerna är det viktigt att EU från sin sida signalerar en stor flexibilitet. Särskilt gäller det växelkurskriteriet.

[34] Endast en mindre del av detta belopp, drygt 13 miljarder euro, är jordbruksstöd medan större delen utgörs av stöd från strukturfonderna och olika stödprogram. Jordbruksdelen anses dock kraftigt underskattad och är beroende av diskussionerna om den gemensamma jordbrukspolitikens framtid.

- I synnerhet för snabbväxande länder är renodlade mål för växelkurspolitiken att föredra, antingen så fritt flytande växelkurs som möjligt, med inflationsmål som norm istället – eller så fast arrangemang som möjligt. I det senare fallet tycks sedelfond som ett välfungerande alternativ men ur en rent ekonomisk synvinkel framstår ensidigt införande av euron som sedlar och mynt att föredra, med både lägre transaktionskostnader och ränteläge. Mellanalternativen, fast men justerbar växelkurs i olika former, framstår som sårbart för förväntningar om devalvering på både arbetsmarknaden och de finansiella marknaderna.
- Precis som i fallet med EMU är för- och nackdelar av olika växelkursystem beroende av de villkor som gäller i respektive land. Enkelt uttryckt är små, öppna och flexibla länder mer lämpade att ha fasta växelkursförhållanden än stora, slutna länder med omfattande stelheter i priser och löner. Lyckligtvis tycks de länder som valt fasta system var just små, öppna och flexibla medan de som valt flytande är större och något mindre flexibla, om än med ganska hög öppenhetsgrad. Nästan hälften av ansökarländerna har dock valt fasta men justerbara växelkurser. Trots att detta fungerat väl hittills kan inträdet i EU innebära vissa påfrestningar för deras växelkurssystem. En politik syftande till ökad flexibilitet på arbetsmarknaden och stabil finanspolitik kan då vara ett sätt att hantera de utmaningar som dessa ekonomier ställs inför.

Referenser

Backé, Peter och Radzyner, Olga (1998), ”The introduction of the euro, implication for Central and Eastern Europe”, Focus on Transition 2/1998, Österreichische Nationalbank.

Backé, Peter (1999), ”Exchange rate Regimes in Central and Eastern Europe: A Brief Review of Recent Changes; Current Issues and Future Challenges”, Focus on Transition 2/1999, Österreichische Nationalbank.

Baliño, Tomás J.T., Enoch, Charles m.fl. (1997), ”Currency Board arrangements, Issues and Experiences”, IMF Occasional Paper 151, IMF.

Blejer, Mario I., Škreb, Marko (red.) (1999), *Central Banking, Monetary Policies and the Implications for Transition Economies*.

Boeri, Tito och Flinn, Christopher J. (1999), ”Returns to Mobility in the Transition to a Market Economy”, CEPR Discussion Paper Series (Labour Economics and Transition Economies) No. 2098.

Bofinger, Peter och Wollmerhaeuser, Timo (2000), ”Options for the Exchange Rate Policies of the EU Accession Countries (and other Emerging Market Economies)”, CEPR Discussion Paper Series (Transition Economies) No. 2379.

Boone, Laurence och Maurel, Mathilde (1998), ”Economic Convergence of the CEECs with the EU”, CEPR Discussion Paper Series (Transition Economies) No. 2018.

Boone, Laurence och Maurel, Mathilde (1999), ”An optimum currency area perspective of the EU enlargment to the CEECs”, CEPR Discussion Paper Series (Transition Economies) No. 2018.

Carlin, Wendy, Estrin, Saul och Schaffer, Mark (1999), ”Measuring progress in transition and towards EU accession: a comparison of manufacturing firms in Poland, Romania and Spain”, EBRD Working paper No 40, EBRD.

Coorey, Sharmini, Mecagni, Mauro och Offerdal, Erik (1998) ”Achieving Low Inflation in Transition Economines”, Finance and Development, World Bank.

Coricelli, Fabrizio (2000 kommande), ”Exchange rate arrangements in the transition to EMU: Why not an early adoption of the euro?”, University of Sienna.

Cottarelli, Carlo och Doyle, Peter (1999), ”Disinflation in Transition 1993-97”, IMF Occasional Paper 179, IMF.

Czech National Bank (1999) Inflation targeting in the Czech Republic, december 1999.

Czech National Bank (2000) The Setting of the Inflation Target for 2001, document discussed by the CNB Bank Board on 20 April 2000.

Dornbusch, Rudiger (2000), ”Millenium Resolution: No More Funny Money”, Financial Times, 3 januari.

De Grauwe, Paul och Lavrac, Vladimir (red.) (1999) *Inclusion of Central European Countries in the European Monetary Union,* Kluwer Academic Publishers.

EBRD (1999), Transition report 1999, *November 1999.*

EBRD (2000), Transition report update, *maj 2000.*

Dickson, Harald, Luukkainen, PA och Sandelin, Bo (1986) Termer i Nationalekonomi.

Ecofin Council (2000), Draft conclusions for the Ecofin Council on Exchange Rate Stategies for Accession Countries”, 16 October 2000.

Eesti Pank (1999), Monetary Developments and Policy Survey, First Half of 1999.

Eesti Pank (1999a), Annual Report.

Eesti Pank (2000a), Monetary Developments and Policy Survey, June 2000.

Eesti Pank (2000b), Monetary Developments and Policy Survey, March 2000.

Eichengreen, Barry, Masson, Paul m.fl. (1998), ”Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility”, IMF Occasional paper, No. 151.

Ems, Emil (2000), ”Accession, EMU and the Catching-up Process in Candidate CEEC”, EU-Kommissionen.

EU-kommissionen (1999), Agenda 2000 Enlargement: Composite paper 1999, Bulletin of the European Union, Supplement 2/99.

Feldman, Robert A. och Temprano-Arroyo, Heliodoro (1998), ”Selected Transition and Mediterranean Countries: An Institutional Primer on EMU and EU Relations”, IMF Working Paper 98/82, IMF.

Feldman, Robert A., Nashashibi, Karim, Nord, Roger, Allum, Peter, Desruelle, Dominque, Enders, Klaus, Kahn, Robert och Temprano-Arroyo, Heliodoro (1998), ”Impact of EMU on Selected Non-European Union Countries”, IMF Occasional paper 174, IMF.

Finanstidningen (1997), ”Baltikum kan gå med i EMU från starten” (6 oktober).

Fischer, Stanley och Sahay, Ratna (2000), ”The Transition Economies After Ten Years”, IMF Working Paper 00/30, IMF.

Gulde, Anne-Marie, Keller, Peter och Kähkönen, Juha (2000), ”Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-up to EU Accession and Participation in the Euro Zone”, IMF Policy Discussion Paper, IMF.

Hanke, Steve H, Jonung, Lars och Schuler, Kurt (1992), Monetary Reform for a Free Estonia, SNS Förlag.

IMF, (2000b), *World Economic Outlook*, October 2000.

IMF (2000a) ”Exchange Rate Regimes in Selected Advanced Transition Economies Copying With Transition, Capital Inflows and EU Accession”, European I Department, February 24.

Koenda, Even (1999), ”Limited Macroeconomic Convergence in Transition Countries”, CEPR Discussion Paper Series (Transition Economies) No. 2285.

Korhonen, Iikka (1999), ”Currency Boards in the Baltic Countries: What have we learned?”. BOFIT Discussion Papers, 1999, No. 6, Bank of Finland Institute for Economics in Transition.

Köhler, Horst och Wes, Maria (1999), ”Implications of the euro for the integration process of the transition economies in central and eastern Europe”, Working Paper No. 38, EBRD.

Landesmann, Michael A. (2000 forthcoming), ”Trade Integration and changing trade structures of transition economies”, The Vienna Institute for International Economic Studies.

Löhmus, Peter (1999), Main Trends in the Estonian Economy in 1998 and 1999, tal den 26 januari 1999.

Malcolm Knight m.fl. (1997), ”Central Bank Reforms in the Baltics, Russia and the Other Countries of the Former Soviet Union”, IMF Occasional Paper 157, IMF.

Masson, Paul R. (1999), ”Monetary and Exchange Rate policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU”, IMF Policy Discussion Paper No. 99/5, IMF.

National Bank of Poland (1998) Inflation Report.

National Bank of Poland (1999) Inflation Report.

National Bank of Poland (2000) Report on Inflation, first quarter 2000.

Noyer, Christian (2000), ”The international impact of the euro”, tal i USA, januari 2000.

OECD (1998), ”The Competitiveness of Transition Economies”, OECD Proceedings.

OECD (2000a), Economic Surveys: Poland.

OECD (2000b), Economic Surveys: Baltic States.

Baldwin, Richard E., Francois, Joseph F. och Portes, Richard (1997), ”EU enlargement: Small cost for the West big gains for the East”, Economic Policy, Nr 24, april 1997.

Repše, Einars (1999) tal, ”Monetary Policy and Exchange Rate Strategies (Exchange Rate Peg)” ECB Seminar on the Accession Process, November 11, 1999.

Rivera Batiz, Luis A., Sy, Amadou N.R. (2000), ”Currency Boards, Credibility and Macroeconomic Behavior”, IMF Working Paper WP/00/97, IMF.

SOU 1996:158 (1996), ”Sverige och EMU”.

Sveriges riksbank (1997) Remiss av betänkandet Sverige och EMU (SOU 1996:158).

Taube, Günther, och Weber, René (1999), ”On the Fast Track to EU Accession: Macroeconomic Effects and Policy Challenges for Estonia”, IMF Working paper, No. 156.

van der Haegen, Pierre och Thimann, Christian (2000, kommande), ”Monetary Policy Challenges in Transition and Accession”, Europeiska centralbanken.