

# Erik Lindahl och Eurosystemet

## OTTO STEIGER

är professor emeritus i nationalekonomi vid Universität Bremen. Hans forskning har under senare ar främst handlat om en egendomsbaserad ränte- och penningteori, befolkningshistoria, Eurosystemet och Stockholmskolan. [osteiger@uni-bremen.de](mailto:osteiger@uni-bremen.de)

*Hur borde en valutaunions centralbankssystem organiseras? Frågan dryftades 1930 av Erik Lindahl efter sammanbrottet av den skandinaviska myntunionen (SMU) och är fortfarande aktuell för bedömningen av Eurosystemet, den europeiska ekonomiska och monetära unionens (EMU) centralbankssystem. Denna artikel belyser den svenska debatten om EMU mot bakgrund av Lindahls centralbankmodell med en huvudcentralbank som dominerar de nationella centralbankerna. Det visas att man i Sverige helt felbedömde den Europeiska centralbankens (ECB) roll inom Eurosystemet. ECB är varken systemets gemensamma centralbank eller ens en sann centralbank. Den har därför varken förmågan att utjämna inflationsskillnader inom EMU, som Lindahl ansåg vara den centrala uppgiften för huvudcentralbanken, eller att verka som "lender of last resort". Denna viktiga institution saknas helt inom Eurosystemet.*

Debatten om en valutaunions för- och nackdelar har på senare år tagit fart igen i samband med framväxten av den europeiska ekonomiska och monetära unionen (EMU) – inte minst i Sverige inför folkomröstningen 2003. Denna artikel försöker belysa en punkt i debatten som hittills inte har spelat någon större roll: strukturen av Eurosystemet, EMUs centralbankssystem. Artikeln försöker ge den ett doktrinhistoriskt perspektiv genom att presentera förslaget om en valutaunions centralbankssystem som 1930 lades fram av Erik Lindahl och sedan på grundval av hans modell diskutera Eurosystemets akilleshäl.

## 1. Varför en mangnationell valutaunion behöver en gemensam "sann centralbank"

Varför kan en monetär union av självständiga stater kollapsa? Frågan ställdes av Knut Wicksell under första världskriget med anledning av den hotade skandinaviska myntunionen (SMU). Den hade etablerats 1873 mellan Danmark, Norge och Sverige inom ramen för den klassiska guldmyntfoten – med den skandinaviska kronan som gemensam valutaenhet och med parikurs mellan skiljemynten. Fram till 1901 utvecklades SMU också till en sedelunion där de tre ländernas centralbanker accepterade varandras sedlar till fullt värde.

Vid krigsutbrottet 1914 naggades emellertid SMU i kanten och upphörde så småningom att fungera, även om den officiellt upplöstes först 1924. Orsaken var att centralbankernas sedlar hade forklartats icke inlösnings-

Artikeln bygger på ett föredrag vid 9:e Nordiska doktrinhistoriska mötet, Stockholms universitet, 25–27 augusti 2006, och delvis på Heinsohn och Steiger (2007) samt Spethmann och Steiger (2004). Jag vill tacka konferensdeltagarna, i synnerhet Svante Nycander, samt Gunnar Heinsohn, Lars Jonung och Dieter Spethmann för vardedfulla synpunkter. Gun Ekroth och Stig-Arne Nordström tackar jag för en noggrann granskning av texten.

bara i guld varigenom själva grundvalen för parikursen mellan sedlarna eliminerades.<sup>1</sup>

Som anhängare av SMU<sup>2</sup> såg Wicksell (1917, s 78) orsaken till dess sönderfall i avsaknaden av en för unionen gemensam penningpolitik.<sup>3</sup> För detta ändamål föreslog han ”etablerandet av en sann *centralbank* för alla tre länder med säte i Göteborg som först och främst borde vara en ren *statlig institution*”. Hur denna bank skulle stå i relation till SMUs tre centralbanker, dvs hur unionens centralbankssystem skulle vara utformat, upplyste han emellertid inte om.

Det hör till märkvärdigheterna i den teoretiska debatten om valutaunioner att frågan om hur centralbankssystemet ska organiseras för att genomföra en gemensam penningpolitik aldrig tagits upp till diskussion. Även om i den mest betydande av dessa debatter, den av Robert Mundell (1961) initierade teorin om de ”optimala” valutaområdena (OCA), asymmetriska konjunkturella störningar inom unionen bildade en av huvudpunkterna, blev debattörerna aldrig medvetna om att dessa innebär en utmaning för unionens penningpolitik. Störningarna leder nämligen med stor sannolikhet till differenser i de olika ländernas inflationstakter och därmed till differenser i deras *reala* räntor. I sin tur betyder detta en omfördelning av välfärden inom unionen med risk att hämma dess ekonomiska tillväxt. Men ett sådant hot förnekades i OCA-debatten (De Grauwe 1992, s 54).

Problemet med OCA-teorins slutsatser ligger däri att den inte bryr sig om att inflationsdifferenserna mellan länder som önskar delta i en valutaunion inte nödvändigtvis upphör efter dess förverkligande. Därför borde man ha diskuterat möjliga differenser i de *reala* räntorna och hur de kan motverkas genom penningpolitiken. Men fixerad på faktormobiliteten som den avgörande betingelsen för en monetär unions vara eller icke vara, missade OCA-teorin helt att resonera om räntor och centralbankssystem.

## 2. Erik Lindahls förslag till ett decentraliserat centralbankssystem för en valutaunion

Det finns emellertid en svensk nationalekonom som har diskuterat uppläggningsen av centralbankssystemet för en monetär union: Erik Lindahl i sin berömda bok *Penningpolitikens medel* (1930). Även om han inte citerar Wicksell, så torde Lindahl som dennes elev ha känt till förslaget till en gemensam centralbank för att rädda SMU.

<sup>1</sup> Ett liknande öde gick också den andra stora valutaunionen före första världskriget tillmötes: den latinska myntunionen (LMU) som existerade 1866-1927; se Cristina Nardi-Spiller (2003, s 48-50) samt Michael Bordo och Lars Jonung (2003, s 51-52).

<sup>2</sup> Se Wicksell 1925, s 222, där han t o m gick så långt som att påstå att SMU ”kan sägas ha[r] utgjort en förebild i smått till det framtida ordnande av hela världens penningväsen på en enhetlig bas, som så länge föresvävat nationalekonomerna”; se även Jonung (2002a, s 186-188).

<sup>3</sup> Avsaknaden av en gemensam penningpolitik har även konstaterats som skäl för att LMU aldrig blev framgångsrik; se Nardi-Spiller (2003, s 51).

Lindahl utvecklar sitt förslag i kapitel V, § 4 av boken. Såvitt jag vet har hans modell hittills inte uppmärksammats i debatten om Lindahls monetära teori, t ex Steiger (1987), Siven (2002) eller Boinaovskiy och Trautwein (2006). Anledningen till att förslaget missades torde ha varit att kapitel V inte kom med i den engelska översättningen som publicerades som del II i Lindahl (1939).

Lindahls modell dryftar frågan hur ett *decentraliserat* centralbankssystem skulle läggas upp – den förste nationalekonom som tog upp problemet om en valutaunions gemensamma penningpolitik. När hans bok utkom fanns det visserligen sedan åtskilliga år ett decentraliserat centralbankssystem, det 1913 grundade amerikanska Federal Reserve System (FED). Men detta system var inte avsett för en monetär union mellan självständiga stater, utan för en politisk union av delstater: USA. Dessutom saknade FED en institution som Lindahl ansåg som grundläggande för en valutaunion: en *gemensam* centralbank.

Lindahl (1930, s 170–175) diskuterar sitt förslag under antagandet att valutaunionens penningpolitiska mål är att hålla prisnivån oförändrad och frågar hur denna norm skulle realiseras med ett minimum av risker och rubbningar. Han föreslår ett system bestående av en ”centralbankernas bank” eller ”huvudcentralbank”, som skulle utge ”internationella sedlar” för betalningar mellan länderna, och ”de särskilda ländernas centralbanker”, som skulle utge nationella sedlar för betalningar inom länderna. Båda typerna av bank skulle samverka på ett sätt där ”centralbanken i varje land bli[r] beroende av huvudcentralbanken”. Denna skulle inta ”samma ställning till centralbankerna inom de olika länderna, som centralbanken i ett särskilt land intager till privatbankerna inom detta land” (s 170).

Som synes byggde Lindahls modell på en princip som inte hade iakttagits vid utformningen av FED: decentraliserad sedelemission men samtidigt en gemensam centralbank. Svagheten med FED var att dess tolv regionala centralbanker saknade en central monetär institution som kunde fungera som ”lender of last resort” (LOLR). Under 1930-talets stora depression bidrog detta konstruktionsfel avsevärt till att FED inte kunde motverka den amerikanska bankkrisen. År 1935 omdanades det därför till ett system med visserligen alltså tolv centralbanker men med den ojämförligt största som huvudcentralbank: Federal Reserve Bank of New York som också blev det nya FEDs LOLR.

Hur motiverar Lindahl konstruktionen av sitt centralbankssystem? Varför det en aning komplicerade systemet med två typer av banksedlar, nationella och internationella? Lindahl besvarar frågan med ett dubbelt svar. Först och främst önskar han att den gemensamma penningpolitiken ska förverkligas genom en kontroll av de nationella centralbankerna som tillåter huvudcentralbanken att bestämma refinansieringen av de nationella centralbankerna på samma sätt som de senare bestämmer refinansieringen av de inhemska affärsbankerna. Men det finns också ett annat skäl som blir viktigt för bedömningen av Eurosystemet.

Till skillnad från OCA-teoretikerna är Lindahl medveten om att konjunkturcyklerna i en monetär union ofta skiljer sig åt med olika inflations-takter och därmed olika *real*räntor som följd. Därför föreslår han att huvudcentralbanken skulle sätta den nominella räntan i överensstämmelse med dylika differenser. En högre (lägre) ränta för centralbanken i ett land med högkonjunktur (lågkonjunktur) skulle leda till en inskränkning (stimulans) av huvudcentralbankens kreditgivning till denna centralbank och en motsvarande inskränkning (stimulans) av dennes kreditgivning till de inhem-ska affärsbankerna. Med en dylik kreditgivning hoppas han att huvudcentralbanken skulle kunna utjämna prisnivåerna inom valutaunionen så att ländernas realräntor inte längre avviker från den nominella räntan. Lindahl är övertygad om att en sådan penningpolitik i ett land inte skulle "oroa kapitalmarknaden inom andra länder, men en dylik kreditdifferentiering skulle kanske stranda på grund av politiska hänsyn" (s 171).

Politiska hänsyn som hinder uppmärksammas även i diskussionen av det faktum att monetär stabilitet inte kan garanteras endast av centralban-ken utan måste ske genom samverkan med finansministern. Men förutsätt-ningar därför, varnar Lindahl, existerar inte i en valutaunion.

Vi kommer att se att Lindahls farhågor på denna punkt var mer än berättigade. Men han hyser inte heller stor optimism om att huvudcentralbanken överhuvudtaget skulle kunna inta den dominerande ställning han föresprå-kar. Även "rent finansiellt sett" blir dess ställning "svagare än de olika län-dernas centralbanker, varigenom dess förmåga att använda vissa penning-politiska medel blir mera begränsad" (s 171).

Tyvärr diskuterar han här inte den viktigare frågan om huvudcentral-bankens risker i samband med dess roll som unionens LOLR, dvs vem som ska stå för de förluster som alltid riskfyllda LOLR-operationer innebär.

Även när det gällde huvudcentralbankens uppgift att stabilisera valu-taunionens växelkurs mot utlandet understryker Lindahl snarare dess begränsade roll och hänvisar, i likhet med OCA-teorin, till problemet att de enskilda centralbankerna i ett land inte längre kan motverka konjunkturrella störningar genom en förändring av växelkursen. Huvudcentralbanken är därför "mer än [centralbanken] i ett land nödsakad att i sin räntepolitik följa de utländska ränterörelserna" (s 173).

Allt i allt finner Lindahl (s 171; min kursivering) "att huvudcentralban-kens förmåga att reglera den genomsnittliga prisnivån inom de länder, som anslutit sig till mynssystemet är *avsevärt* mer begränsad än centralbankens i ett särskilt land."

### 3. Ett enklare och radikalare förslag samt den svenska debatten om ECBs roll

Det intressanta med debatten om hur centralbankssystemet för en mone-tär union borde vara organiserat är att, utan att känna till Lindahls förslag, en liknande konstruktion lades fram 1989, när förutsättningarna för en

gemensam europeisk valutaunion utreddes under ledning av EG-kommissionens dåvarande ordförande Jacques Delors.

I en bilaga till de sakkunnigas slutbetänkande, den s k Delors-rapporten (Delors Committee 1989), utvecklar Carlo Ciampi (1989), dåvarande chefen för Banca d'Italia, ett förslag för EMUs centralbankssystem som i mycket påminner om Lindahls idéer. Ciampis modell drar inte bara lärdom av tidigare valutaunioners och centralbankssystem misslyckanden, utan den utformas också på ett mindre komplicerat sätt än Lindahls förslag. Vid en jämförelse bör det emellertid understrykas att Ciampi inte alls diskuterar de begränsningar som Lindahl hade tagit upp.

Ciampis (s 289) modell utmärker sig genom en klar rollfördelning mellan en "central monetär institution", de nationella centralbankerna och affärsbankerna där bara ett – och inte som hos Lindahl två – slags sedlar skulle utges. På så sätt är förslaget radikalare än Lindahls eftersom den centrala monetära institutionen skulle få monopol på sedelutgivningen. Detta skulle innebära att de nationella centralbankerna skulle tvingas att refinansiera sig via en gemensam centralbank på samma sätt som affärsbankerna via sitt lands centralbank.

Förslaget godtogs emellertid inte av de sakkunniga. I slutbetänkandet nöjer de sig i stället med en ganska vag rekommendation: Centralbankssystemet skulle "bestå av en central monetär institution (med egen balansräkning) och de nationella centralbankerna" (Delors Committee 1989, s 25). Även Maastrichtavtalet och stadgan för ECB och ECBS (Europeiska centralbankssystemet), båda från 1992, saknar information om hur sedelutgivningen ska organiseras: Här upplyses det bara om att både den centrala monetära institutionen, den senare ECB, och de nationella centralbankerna har rätt att utge sedlar.

Det märkvärdiga med debatten i Sverige i samband med folkomröstningen om landets inträde i EMU blev att nästan alla experter tycktes utgå från att Eurosystemet överensstämmer med Ciampis förslag trots att hans idéer knappast torde ha varit kända: ECB, så resonerade man, är Eurosystemets gemensamma centralbank och EMUs tolv nationella centralbanker ECBs filialer. Tydligast fördes denna uppfattning fram av Lars Jonung (Jonung 2002b, s 418–419 och 2003, s 5–8; Fregert och Jonung 2003, s 467–492), forskningsrådgivare i makroekonomi vid EU-kommissionen i Bryssel. Han ser ECBs existens som gemensam centralbank som garanti för att EMU inte går samma öde tillmötes som SMU. Före riksbankschefen Lars Wohlin (*Östersunds-Posten* 2002b, s 418–419 och 2003) går i sin fruktan för ECBs makt t o m så långt som att påstå att om Sverige går med i EMU, så kommer Riksbankens inflytande i Eurosystemet att bli lika litet som bankens lokalkontor i Sverige.

Tyvärr innehåller Riksbankens (Sveriges Riksbank 2003) bidrag till debatten ingenting som bekräftar eller avvisar dessa uppfattningar. Banken presenterar inte heller någon analys av Eurosystemets struktur som skulle ha kunnat klargöra vad ECB är för slags centralbank och vilken konkret

roll Riksbanken skulle komma att inta inom systemet. Någon förklaring till vilken bank som skulle svara för sedelutgivningen i Sverige lyste med sin frånvaro i avsnittet författat av Irma Rosenberg och Christina Nordh Berntsson (Rosenberg och Nordh Berntsson 2003). Samma omdöme gäller en informationsskrift av bankens internationelle ekonom Martin Ådahl och ledningens rådgivare Jörgen Eklund (Ådahl och Eklund 2003).

Emellertid fanns det en ekonom i den svenska debatten som åtminstone har observerat att ”de nationella centralbankerna har kvar de flesta operativa uppgifterna gentemot affärsbankerna”: Bo Sandelin (2002, s 115). Men även han tror att ECB ”står i centrum” för EMUs penningpolitik.<sup>4</sup>

#### 4. Varför ECB inte är Eurosystemets gemensamma centralbank

Gentemot Sandelins uppfattning kan det visas att Eurosystemet saknar den centrala monetära institution som Delors-rapporten efterlyser. ECB är visserligen en bank med egen balansräkning som ägs gemensamt av de nationella centralbankerna, men oaktat sitt namn måste det konstateras: *ECB är inte Eurosystemets gemensamma centralbank – ännu värre: den är inte ens en ”sann” centralbank.* Varför?

Som man lär sig redan i grundkursen i nationalekonomi är det triviala skiljemärket mellan en centralbank och en vanlig affärsbank att den förra, i motsats till den senare, uppvisar i sin balansräkning posten ”utlåning till kreditinstitut relaterade till penningpolitiska transaktioner” på tillgångssidan och posterna ”utelöpande banksedlar” samt ”skulder till kreditinstitut relaterade till penningpolitiska transaktioner” på skuldsidan. De två sistnämnda utgör de sk centralbankspengarna. Kollar man ECBs balansräkningar mellan den 1 januari 1999 och den 31 december 2001 hittar man inte posten ”utelöpande banksedlar”. Inte heller posterna ”utlåning – respektive skulder – till nationella centralbanker relaterade till penningpolitiska transaktioner” går att spåra. Långtifrån att ha monopol på sedelutgivningen inom Eurosystemet har ECB fram till i dag inte utgivit en enda eurosedel. Varför?

Förklaringen ligger inte däri att eurosedlarna infördes först i början av 2002. Eurosystemets transaktioner blev ju denominerade i euro redan vid EMUs start trots att bara nationella sedlar fanns i omlopp. Systemets aggregerade balansräkningar under denna tid uppvisar därför sedlar i omlopp som endast var virtuella europengar. Men varifrån kom då – och kommer i dag – pengarna i Eurosystemet?

I ECBs (2005a, s 17 f) dokumentation av Eurosystemets penningpolitiska instrument sägs det otvetydigt att repotransaktionerna, som svarar för den största delen av sedelutgivningen, utförs decentraliserat och exklusivt av de nationella centralbankerna. Om Sverige hade blivit medlem skulle

<sup>4</sup> En liknande tolkning av ECBs roll inom Eurosystemet har senare lämnats av Hans Hansson (Hansson 2005, s 201–205).

alltså Riksbanken ha tagit hand om den svenska utgivningen. Endast i undantagsfall, t ex vid plötsliga svängningar i marknadernas likviditet, får även ECB utge eller dra in sedlar, men detta endast efter beslut i Eurosystemets avgörande institution, det s k ECB-rådet (s 18 f). Hittills har en sådan sedelutgivning inte ägt rum.

ECB-rådet är givetvis inte ECBs utan Eurosystemets centralbanksråd, i vilket ECBs sex direktörer är i minoritet gentemot de nationella centralbankernas tolv chefer. Någon självständig beslutsrätt liknande Board of Governors inom FED tillkommer inte ECBs styrelse. Dess uppgift är snarare att tillse att rådets beslut efterlevs av de nationella centralbankerna. ECB kan inte heller förbereda dessa beslut utan får nöja sig med att medverka i därtill inrättade utskott som även de domineras av de nationella centralbankerna.

ECB har också begränsad makt över att kontrollera de säkerheter som affärsbankerna måste lämna in vid refinansieringen hos sina nationella centralbanker. Det finns två grupper av godtagbara värdepapper (ECB 2005a, s 38–42): grupp ett och grupp två. Grupp ett omfattar skuldförbindelser avsedda för handel och användbara för hela euroområdet. Endast dessa kontrolleras av ECB. Grupp två däremot omfattar även skuldförbindelser som *inte* är avsedda för handel och därför är mindre likvida, t ex krediter till privata företag och den offentliga sektorn. De kontrolleras uteslutande av de nationella centralbankerna. Speciellt krediterna till den offentliga sektorn är högst riskabla och därigenom ägnade att leda till förluster för Eurosystemet. Bundesbank har därför uteslutit att godta dem som säkerheter, men detta hindrar inte andra nationella centralbanker att ge dem sin välsignelse.

När det gäller eurons valutakurs är inte heller ECB den avgörande institutionen utan ECOFIN, de europeiska finansministrarnas råd. ECB är alltså inte alls den centrala monetära institution som experterna tror. Emellertid har Eurosystemets arkitekter gjort allt för att förmedla just en dylik uppfattning.

Mest tydligt blir detta genom utformningen av eurosedlarna. Man har bestämt sig för att dessa inte får förses med symboler av den utgivande bankens land utan endast med ECBs initialer på EUs olika språk. Vad var anledningen till den ovanliga åtgärden att dölja sedlarnas utgivare?

Som den italienske ekonomhistorikern Luca Enaudi (1999) avslöjat fruktade man helt enkelt en bristande acceptans av sedlar från ett land i kris om dessa utan vidare kunde identifieras. Något liknande hände under sedelbankernas tidiga historia, då allmänheten ibland avvisade sedlar från banker som inte längre ansågs solida trots att sedlarna var denominerade i samma valuta som de från problemfria banker.

Emellertid är kamouflaget av sedlarna ett tafatt försök att hejda det fruktade hotet eftersom det är lätt att identifiera deras utgivare om man känner till koden för serienumren: Man ordnade först de olika nationella centralbankerna alfabetiskt enligt deras länders namn på landets språk och försåg sedan serienumren med en bokstav ur det omvända alfabetet. Så fick t ex

Belgien – *België/Belgique* – som alfabetiskt första land alfabetets sista bokstav, *Z*, och Finland – *Suomi* – som alfabetiskt sista den tolfte bokstaven från slutet, *L*. Om Sverige hade gått med i EMU skulle serienumren på Riksbankens sedlar ha kännetecknats med bokstaven *K*.

Inför införandet av eurosedlarna måste de ansvariga ha känt att det inte skulle räcka med ECBs initialer för att ge ECB åtminstone sken av att vara en centralbank. Eurosystemets råd beslöt den 6 december 2001 att ECB skulle tilldelas en andel om 8 procent av det totala värdet av de sedlar som sattes i omlopp fr o m 2002. Samtidigt bestämdes det att sedlarna uteslutande ges ut av de tolv nationella centralbankerna, alltså inklusive ”de sedlar som givits ut av ECB [!]” (ECB 2001). ECBs andel fastställdes enligt en enkel tumregel: Som 13:e centralbank inom Eurosystemet skulle ECB tilldelas en trettondel av eurosedlarnas totala värde, dvs avrundat uppåt 8 procent.

Med detta beslut blev vägen fri att utmåla ECBs balansräkning för 2002 som om den vore en veritabel centralbanks (ECB 2003, s 196 f): I den från 68 (år 2001) till 90 miljarder euro uppblåsta balansräkningen finns på skuldsidan helt plötsligt posten ”utelöpande banksedlar” till ett värde av knappt 29 miljarder euro. I redovisningsprincipen påstås det att sedlarna ifråga har ”tilldelats” ECB ”genom fordran på de nationella centralbankerna” (s 193). Men på vilket sätt? Genom utlåning till nationella centralbanker relaterad till penningpolitiska transaktioner? Nej! I stället hittar man på tillgångssidan den mycket innovativa posten ”fordringar relaterade till fördelning av eurosedlar inom Eurosystemet” till ett värde av knappt 29 miljarder euro som alltså motsvarar den utelöpande sedelmängden. ECBs andel av fordringarna sägs vara ”täckt” genom fordringar på de nationella centralbankerna (s 193) – ett påstående som förmedlar intrycket av att ECB trots allt ger kredit till de nationella centralbankerna och därmed är deras gemensamma centralbank.

## 5. Skillnader i realräntorna som hinder för tillväxten i EMU

Men ECB är inte Eurosystemets huvudcentralbank och kan därför inte utjämna realräntorna inom EMU, vars utveckling visar att Lindahl hade mer än rätt med sitt krav på en differentierad kreditpolitik. Inte heller de nationella centralbankerna har möjlighet att på egen hand påverka den inhemska räntan eller ändra andelen av sedelmängden. Räntan bestäms som enhetlig ränta genom Eurosystemets råd och fördelningsnyckeln av sedelmängden är förutbestämd genom andelen i ECBs kapital.

Differenserna mellan de olika ländernas inflation har visserligen minskat sedan EMUs start men inte så mycket att de lyckats undanröja skillnaderna i realräntorna (se närmare Mary McCarthy och Max Watson 2006, s 108–142). Detta har även insetts av ECB (2005c, s 61; min kursivering) som karakteriserar EMU som ”ett *heterogent* valutaområde”. Spridningen av inflationsdifferenserna minskade mellan 1990–98 och 1999–2005 från



1,95 till 1,12 procent per år, men standardavvikelsen för den korta realräntan minskade endast från 0,82 till 0,76 procent och för den långa från 0,68 till 0,58 procent (s 65 och 69).

Nu skulle man med ECB (2005c, s 70) kunna påpeka att lägre inflation i ett land ökar dess konkurrensförmåga med överskott i bytesbalansen som följd. Därvid glömmes emellertid att detta överskott i en valutaunion leder till finansieringen av höginflationsländernas underskott. Och detta kan betyda en välfärdstransferering av inte så små belopp. Så utgjorde enligt en beräkning av *Economist* (2006, s 80-82) överskottet i låginflationsländernas bytesbalans under tiden 1/8 2005 – 31/7 2006 ca 160 miljarder dollar (Tyskland 100 miljarder dollar), medan höginflationsländernas underskott blev ca 200 miljarder dollar (Spanien 91 miljarder dollar).

Speciellt Tysklands ekonomiska tillväxt har drabbats av att få bära den högsta realräntan, vilket i sin tur har bromsat EMUs tillväxt eftersom den tyska ekonomin är störst inom unionen.<sup>5</sup> Euron har berövat Tyskland dess tidigare fördel alltsedan D-marken infördes 1948 att ha mycket lägre räntor än dess europeiska konkurrenter – fördelar i finansieringen av investeringarna som andra bara kunde drömma om.

Medan den genomsnittliga prisnivån under 1999–2004 ökade i Tyskland med endast 8,5 procent, steg den i Italien med 16, i Spanien med 20 och i Irland med 28 procent (Spethmann och Steiger 2004, s 56). Med en reporänta på mellan 2 och 3,5 procent under samma period betydde detta att Tyskland alltid hade en positiv realränta, medan höginflationsländernas var praktiskt noll eller till och med negativ – med risken av ”destabilisering inom euroområdet” som följd (Mc Carthy och Watson 2006, s 139).

Tysklands tillväxt har dämpats även genom fördelningsnyckeln för sedelmängden som bestäms enligt de enskilda centralbankernas andel i ECBs kapital. Eftersom denna är lika med de enskilda ländernas andelar i EMUs totala BNP och Tysklands andel därav har minskat under 1999–2003, så minskade även dess kvot av sedelmängden från 24,5 procent under samma period till 23,4 därefter (ECB 2005b, s 190). Men landet hade behövt en högre – inte en lägre – tilldelningskvot.

Spethmann och Steiger (2004, s 57) har uppskattat transfereringen av välfärden i sju av EMUs länder genom att beräkna beloppet som de sparade i ränteutgifter på statsskulden under 1999–2004. Sex av länderna åstadkom en välfärdsvinst – med Italien så mycket som 400 miljarder euro, medan Tyskland som enda land gjorde en välfärdsförlust på 100 miljarder euro. Därtill kan läggas förlusten i tillväxttakten på grund av den höga realräntan som landets finansminister har uppskattat till 1,4 procent av BNP per år eller 8,5 procent under 1999–2004. I absoluta siffror betyder förlusten 30 respektive ca 130 miljarder euro (Wolf-Doettinchem 2005, s 34).

Det kan därför inte överraska att Tysklands ekonomiska tillväxt alltse-

<sup>5</sup> Tysklands låga tillväxt kan givetvis inte förklaras bara genom den höga realräntan; se Spethmann och Steiger (2006) för en differentierad analys samt Stabiliseringsutredningen (SOU 2001:62, s 79).

dan EMUs start 1999 har varit den lägsta inom euroområdet: 0,2 procent under 2002, noll under 2003 och 1,7 procent under 2004. Däremot åtnjöt landet med den lägsta realräntan, Irland, den högsta tillväxten: 6,9 procent (2002) och 1,7 (2003). Tysklands BNP per capita som ännu 1989 hörde till de tre högsta inom Europa intar sedan 2003 bara en mellanplats. Det behövs knappast framhävas att detta avsevärt bidragit till den låga tillväxten inom EMU: 0,9 procent (2002), 0,4 (2003) och 2,4 (2004). Däremot utgjorde tillväxten under 2004 i USA 4,4 procent, i Japan 4,2 samt i Danmark, Storbritannien och Sverige ca 3,5 procent vardera.

Kanske är det ingen tillfällighet att just dessa länder inte är medlemmar i någon monetär union?

## 6. Kan Eurosystemet reformeras i enlighet med Lindahls förslag?

Inom Eurosystemets nuvarande konstruktion går problemet med olika realräntor knappast att lösa. ECB (2005c, s 61) har visserligen insett problemet men tydligt sagt ifrån att det inte är penningpolitikens uppgift att utjämna inflationen mellan de olika länderna. Banken borde ha tillagt att detta mål bara kan förverkligas med hjälp av en huvudcentralbank som ECB tyvärr inte är. Men skulle man kunna tänka sig en reform av EMUs centralbanksystem i enlighet med Lindahls förslag?

Även om man måste inse att det är politiskt (Frankrike!) orealistiskt att reorganisera Eurosystemet, så är förslaget ekonomiskt sett en genomtänkt modell för att övervinna EMUs låga tillväxt. En differentierad räntepolitik skulle inte bara utjämna realräntorna utan också automatiskt lösa problemet med att ett land med lägre tillväxt på grund av högre realränta ”bestrafas” genom en sämre fördelningsnyckel för sedelmängden. Självt skulle jag emellertid föredra Ciampis enklare version. Dennes klara ansvarsfördelning mellan huvudcentralbanken och de nationella centralbankerna skulle förhindra att Lindahls ”nationella” sedlar skulle kunna destabilisera valutaområdet genom utbyte över de nationella gränserna. Å andra sidan får man inte vara optimistisk inför Ciampis modell heller. Hur kan man t ex förhindra att – i en fri europeisk kapitalmarknad – affärsbankerna i ett land med högre ränta skaffar sig pengar genom filialbanker i ett land med lägre?<sup>6</sup>

Det finns emellertid en annan, mycket allvarigare akilleshäla: avsaknaden av LOLR i Eurosystemet som riskerar ”underminera EMUs existens” (Bordo och Jonung 2003, s 43; se även Jonung 2002b, s 411). Det är mer än bisarrt att denna funktion – som är själva grunden för en centralbank eftersom endast den, till skillnad från med varandra konkurrerande privata sedelbanker, kan låna ut pengar för att förhindra en bankkris – inte har nämnts med ett enda ord av de ansvariga för Eurosystemets konstruktion.

<sup>6</sup> Denna invändning gäller även Thomas Palley (2006, s 363-365) förslag att införa ”country-specific asset based reserve requirements (ABRR)” i Eurosystemet som skulle leda till högre (lägre) marknadsränta i länder med lägre (högre) inflation.

Redan 1998 uppmärksammade Internationella valutafonden (IMF) att ECB inte kunde ta på sig denna uppgift (Heinsohn och Steiger 2007) eftersom den helt riktigt bedömdes vara en alldeles för ”smal” centralbank – med ett kapital på endast 4,1 miljarder euro. År 2000 försökte därför Bundesbank att åta sig rollen som LOLR. Man föreslog att omdana den tyska institutionen för lån vid bankkriser, den av Bundesbank och de tyska affärsbankerna gemensamt ägda s k Likobanken till en EMU-institution genom att öka kapitalet från 1,35 till 15 miljarder euro. Hade planen lyckats, skulle Bundesbank inom Eurosystemet ha intagit samma ställning som Federal Reserve Bank of New York inom FED. Planen förverkligades emellertid inte. De tyska affärsbankerna ville inte riskera sina pengar för att stödja icke-tyska konkurrenter i en framtida bankkris.

Men även om det hade lyckats att förse EMU med en LOLR, så återstår det problem som Lindahl uppmärksammat: I en valutaunion har den gemensamma centralbanken ingen statsmakt bakom sig utan måste basera sina handlingar på överenskommelser mellan de olika ländernas regeringar. De aktuella stridigheterna inom EMU mellan ECB och ländernas finansministerar om stabilitetspaktens finanspolitiska kriterier bekräftar Lindahls farhågor.

Än värre är att en europeisk bankkris skulle kunna bli så allvarlig att inte ens en stark centralbanks kapital skulle räcka till för att absorbera tänkbara förluster av alltid riskfyllda LOLR-operationer. En dylik kris skulle i så fall endast kunna lösas genom tillförande av skattemedel, som var fallet under den svenska bankkrisen i början av 1990-talet då Bankstödsnämnden och inte Riksbanken fick rycka in som LOLR (Andersson och Viotti 1999, s 74).<sup>7</sup>

Lärdomen för EMU blir alltså att Eurosystemet inte bara behöver en stark huvudcentralbank utan att denna också måste kunna förlita sig på en stark europeisk finansminister. Men som alla vet existerar ingen sådan i Bryssel. EU-kommissionens budget förfogar över skattemedel som inte ens motsvarar 2 procent av EMU-ländernas aggregerade BNP.

För Sveriges del återstår det bara att konstatera att landet genom folkomröstningens avvisande av deltagandet i EMU har besparats en del av de bekymmer som en valutaunion nog alltid medför.

<sup>7</sup> Under krisen förfogade Bankstödsnämnden över ett belopp på 88 miljarder kr. 65 miljarder kr utbetalades till affärsbankerna varav merparten (ca 35 miljarder kr) återbetalades (Andersson och Viotti 1999, s 76). Det bör i sammanhanget påpekas att Riksbankens totala kapital (eget kapital och årets resultat) under 1995, alltså vid slutet av krisen, utgjorde endast 33,2 miljarder kr (Sveriges Riksbank 1998, s 32). Hade banken genomfört LOLR-operationerna skulle förlusten på 30 miljarder kr ha nödvändiggjort en rekapitalisering genom skattemedel – med följden att reputationen som centralbank hade äventyrats.

- Andersson, M och S Viotti (1999), "Managing and Preventing Financial Crises: Lessons from the Swedish Experience", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s 71-89.
- Boianovsky, M och H-M Trautwein (2006), "Price Expectations, Capital Accumulation and Employment: Lindahl's Macroeconomics from the 1920s to the 1950s", *Cambridge Journal of Economics*, vol 30, s 881-900.
- Bordo, M D och L Jonung (2003), "The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?", i Capie, F H och G E Wood (red), *Monetary Unions: Theory, History, Public Choice*, Routledge, London.
- Ciampi, C A (1989), "An Operational Framework for an Integrated Monetary Policy in Europe", i Delors Committee (Committee for the Study of Economic and Monetary Union), *Report on Economic and Monetary Union in the European Union* (Delors Report), Europeiska kommissionen, Bryssel.
- De Grauwe, P (1992), *The Economics of Monetary Integration*, Oxford University Press, Oxford.
- Delors Committee (Committee for the Study of Economic and Monetary Union) (1989), *Report on Economic and Monetary Union in the European Union* (Delors Report), Europeiska kommissionen, Bryssel.
- ECB (2001), "Beslut om utgivning av euro-sedlar och fördelningen av monetära inkomster", Pressmeddelande från Europeiska centralbanken, 6 december 2001.
- ECB (2003), *Årsrapport 2002*, Europeiska centralbanken, Frankfurt am Main.
- ECB (2005a), *Genomsförandet av penningpolitiken inom euroområdet: Allmän dokumentation av Eurosystemets instrument och förfaranden*, Europeiska centralbanken, Frankfurt am Main.
- ECB (2005b), *Årsrapport 2004*, Europeiska centralbanken, Frankfurt am Main.
- ECB (2005c), "Monetary Policy and Inflation Differentials in a Heterodox Currency Area", *ECB Monthly Bulletin*, maj 2006, s 61-77.
- Economist* (2006), "Economic and Financial Indicators", 5-11 augusti 2006.
- Enaudi, L (1999), "Monetary Unions: History Offers a Pertinent Lesson", *Financial Times Survey: The Pink Book Quarterly Review of the European Economy*, 26 februari 1999, s 15.
- Fregert, K och L Jonung (2003), *Makroekonomi: Teori, politik och institutioner*, Studentlitteratur, Lund.
- Hansson, H (2005), *Internationell ekonomi*, SNS Förlag, Stockholm.
- Heinsohn, G och O Steiger (2007), "The European Central Bank and the Eurosystem: An Analysis of the Missing Central Monetary Institution in the European Monetary Union", under utgivning i Ehrig, D och O Steiger (red), *The Euro, the Eurosystem, and the European Economic and Monetary Union*, LIT-Verlag, Hamburg.
- Jonung, L (2002a), "National or International Inflation Targeting? The Wicksellian Dilemma of the Euro-outs", *Journal of Public Policy*, vol 22, s 183-197.
- Jonung, L (2002b), "EMU - the First 10 Years: Challenges to the Sustainability and Price Stability of the Euro Area", i Buti, M och A Sapir (red), *EMU and Economic Policy in Europe: The Challenge of the Early Years*, Edward Elgar, Cheltenham och Northampton, Mass.
- Jonung, L (2003), "Den skandinaviska myn- tionen - vad säger den om EMU?", *Ekonomisk Debatt*, årg 31, nr 4, s 5-12.
- Lindahl, E (1930), *Penningpolitikens medel*, C W K Gleerup, Lund.
- Lindahl, E (1939), *Studies in the Theory of Money and Capital*, G Allen & Unwin, London.
- McCarthy, M och M Watson (red) (2006), *The EU Economy 2006 Financial Review: Adjustment Dynamics in the Euro Area - Experiences and Challenges*, Europeiska kommissionen, Bryssel.
- Mundell, R (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol 51, s 657-665.
- Nardi-Spiller, C (2003), "The Experience of the Latin Monetary Union: A Historical and Operative Background to the European Monetary Union", i Nardi-Spiller, C och G Savio (red), *Dalla Comunità Economica Europea verso L'Unione Europea: Problemi e prospettive per il futuro*, CEDAM, Padova.
- Palley, T I (2006), "Currency Unions, the Phillips Curve, and Stabilization Policy", *Intervention: Journal of Economics*, vol 3, s 351-369.
- Rosenberg, I och C Nordh Berntsson (2003), "Riksbankens roll vid ett deltagande i valutaunionen", i *Penningpolitiken och EMU*, Sveriges Riksbank, Stockholm.
- Sandelin, B (2002), *Ekonomi i EU*, SNS Förlag, Stockholm.
- Siven, C-H (2002), "Analytical Foundations of Erik Lindahl's Monetary Analysis, 1924-1930", *History of Political Economy*, vol 34, s 111-153.
- SOU 2001:62, *Stabilitet och stabiliseringspolitik i EMU*, Finansdepartementet, Stockholm.
- Spethmann, D och O Steiger (2004), "The Four Achilles' Heels of the Eurosystem: Missing Central Monetary Institution, Different Real Rates of Interest, Nonmarketable

Securities, and Missing Lender of Last Resort”, *International Journal of Political Economy*, vol 34, s 46-68.

Spethmann, D och O Steiger (2006), ”Stagnation and High Unemployment: The Case of Germany”, föredrag vid Sénat Conférence Internationale: ”Quel modèle de croissance pour la France?”, Sénat de la République Française, Paris, 30 juni 2006.

Steiger, O (1987), ”Lindahl, Erik Robert (1891-1960)”, i *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, vol 3, Macmillan, London.

Sveriges Riksbank (1998), *Årsredovisning 1997*, Sveriges Riksbank, Stockholm.

Sveriges Riksbank (2003), *Penningpolitiken och EMU*, Sveriges Riksbank, Stockholm.

Wicksell, K (1917), ”The Scandinavian Monetary System after the [First World] War”, nyutgåva 1999, i Sandelin, B (red), *Knut Wicksell: Selected Essays in Economics*, vol II, Routledge, London och New York.

Wicksell, K (1925), ”Valutaspörsmålet i de skandinaviska länderna”, *Ekonomisk Tidskrift*, vol 27, nr 10-11, s 205-222.

Wolf-Doettinchem, L (2005), ”Der Euro macht uns kaputt”, *Der Stern* nr 23, 2 juni 2005.

Ådahl, M och J Eklund (2003), *Allt om EMU*, SNS Förlag, Stockholm.

Östersunds-Posten (2003), ”Intervju med Lars Wohlin om Sveriges medlemskap i EMU”, 31 mars 2003.