

Föreläsning 6: Ekonomisk politik, vt 2007
Lars Calmfors

Fasta växelkurser

- **Guldmyntfoten 1871-1915**
- **Återgångsförsök 1920-talet**
- **Bretton Woods-systemet 1945 – 1973**

Nuvarande situation

- **Fr o m 1973 flytande växelkurser mellan de flesta OECD-länders valutor.**
- **Stora inslag av fasta växelkurser har bestått: små länder har ofta valt att ”pegga” sina valutor till stora sådana (dollarn, franska francen, pundet, tidigare D-marken, nu euron) eller till valutakorg (vägt genomsnitt av andra valutor).**
- **En del länder har s k ”crawling peg” (man deprecierar i regel i en given takt mot en viss valuta” eller ”managed float” (man styr rörlig växelkurs men ändrar inte växelkursen enligt en förutbestämd plan).**
- **Kina har hållit fast växelkurs mot dollarn. Officiell övergång till ”managed float” mot valutakorg 2005. Oklar politik med endast obetydlig appreciering mot dollarn. Man kan inte styra växelkursen mot mer än en valuta när andra valutor flyter mot varandra.**

Sverige

- **1945 – 73: Fast växelkurs inom ramen för Bretton-Woods-systemet (devalvering 1949)**
- **1973 –77: Fast växelkurs mot D-marken inom ramen för den s k Valutaormen (devalveringar 1976)**
- **1977 – 91: Fast växelkurs mot utrikeshandelsvägd valutakorg med extra vikt för dollarn (upprepade devalveringar: 1977, 1981 och 1982)**
- **1991 – 92: Fast växelkurs mot ecun (genomsnitt av EU-valutorna). Fick överges efter valutakris.**
- **1992 - ?: Rörlig växelkurs med inflationsmål för Riksbanken**
- **? - ?: Medlemskap i EMU med euron som gemensam valuta????**

ERM (European Exchange Rate Mechanism) upprättades 1979. Växelkursband +/- 2.25% runt centalkurs. Bandet vidgades efter valutakriser 1992/93 till +/- 15 %, men Belgien, Danmark, Nederländerna, Tyskland och Frankrike behöll de tidigare smala banden.

ERM 2: 1999 – 2000 Danmark + Grekland + euroområdet. Idag Cypern, Danmark, Estland, Lettland, Litauen, Malta, Slovakien + euroområdet. Tillkommande medlemmar i EMU (EUs nya medlemsstater) måste först ingå i ERM 2 i ca två år.

Fast växelkurs och ränteparitetsvillkoret

$$R = R^* + (E^e - E)/E$$

Trovärdighet för den fasta växelkursen $\Rightarrow E^e = E$.

Följaktligen gäller: $R = R^*$

Penningpolitiken måste då utformas så att:

$$M/P = L(R^*, Y)$$

$Y \uparrow \Rightarrow L \uparrow$. Det måste matchas av $M \uparrow$

Monetär bas = centralbankens skulder utgör "basen" för penningmängden

Inhemsk monetär komponent = centralbankens innehav av statspapper

Monetär bas = valutareserv + inhemsk monetär komponent

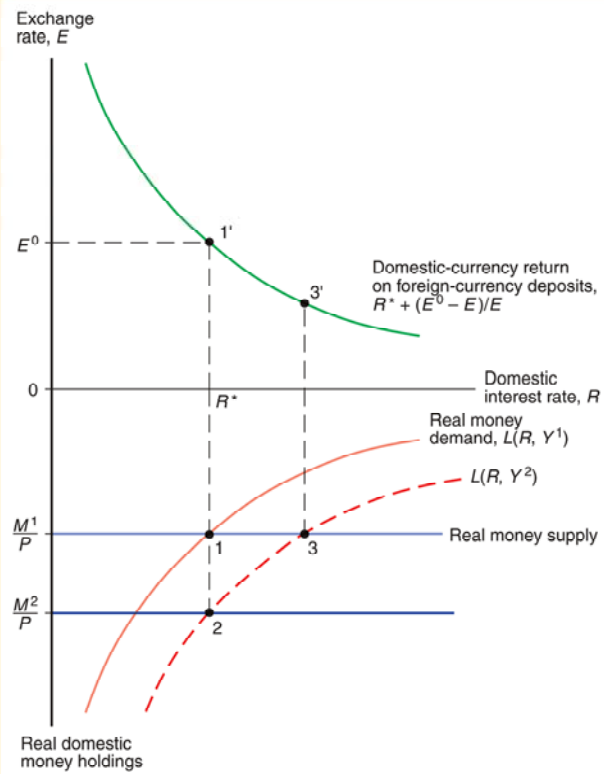
Centralbanken kan öka penningmängden (M) på två sätt

- 1. Köp av utländsk valuta (valutareservern ökar)**
- 2. Köp av inhemska statspapper (centralbankens statspappersinnehav ökar och allmänhetens minskar).**

Centralbankens transaktioner i statspapper tar oftast formen av s k repor (repurchase agreements) eller omvända repor, som innebär att man vid ett köp av statspapper samtidigt avtalar om försäljning ett par veckor framåt i tiden. Härigenom påverkas den s k reporäntan (mycket kort ränta).

Figure 17-1**Asset Market Equilibrium with a Fixed Exchange Rate, E^0**

To hold the exchange rate fixed at E^0 when output rises from Y^1 to Y^2 , the central bank must purchase foreign assets and thereby raise the money supply from M^1 to M^2 .



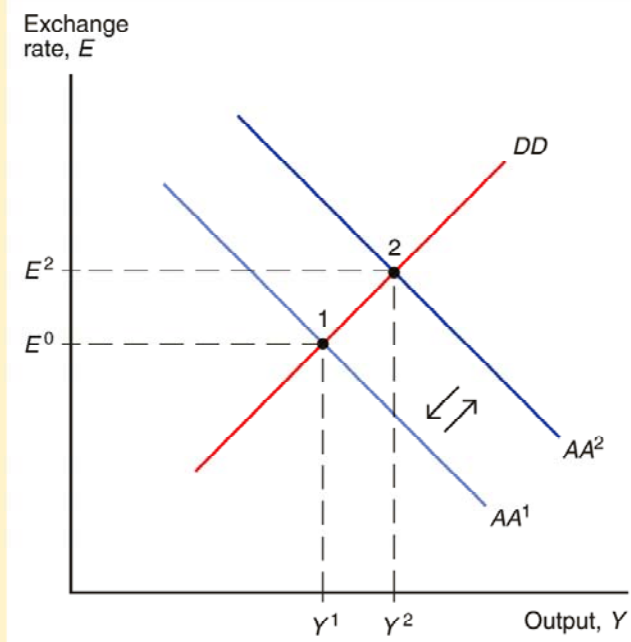
Fixed Exchange Rates

Monetary Policy and Fixed Exchange Rates (cont.)

Figure 17-2

Monetary Expansion Is Ineffective Under a Fixed Exchange Rate

Initial equilibrium is shown at point 1, where the output and asset markets simultaneously clear at a fixed exchange rate of E^0 and an output level of Y^1 . Hoping to increase output to Y^2 , the central bank decides to increase the money supply by buying domestic assets and shifting AA^1 to AA^2 . Because the central bank must maintain E^0 , however, it has to sell foreign assets for domestic currency, an action that decreases the money supply immediately and returns AA^2 back to AA^1 . The economy's equilibrium therefore remains at point 1, with output unchanged at Y^1 .

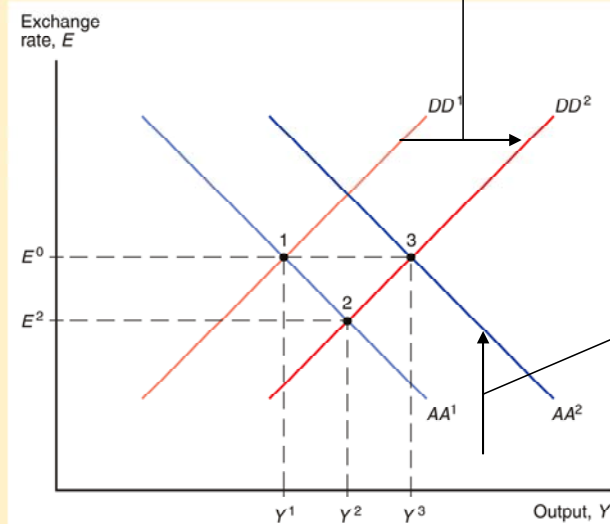


Fiscal Policy and Fixed Exchange Rates in the Short Run (cont.)

Figure 17-3

Fiscal Expansion Under a Fixed Exchange Rate

Fiscal expansion (shown by the shift from DD^1 to DD^2) and the intervention that accompanies it (the shift from AA^1 to AA^2) move the economy from point 1 to point 3.



Varför devalverar ett land?

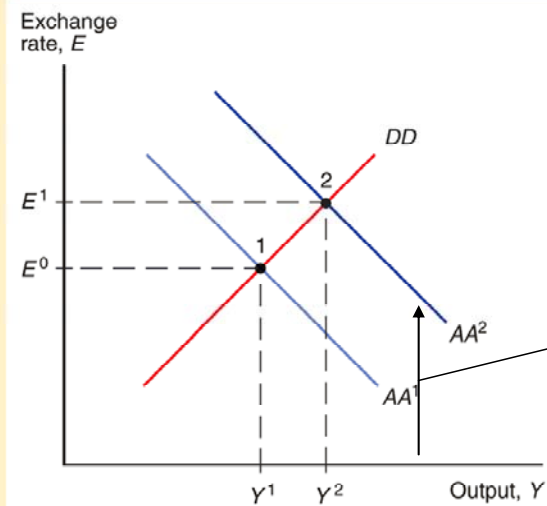
- 1. Finanspolitiken kan vara blockerad (på grund av stora budgetunderskott): Sverige 1992 eller Argentina 2001.**
- 2. Enda sättet att göra penningpolitiken effektiv**
- 3. Valutareserven kan vara “slut” och centralbanken vågar inte ta den valutarisk som ytterligare upplåning innebär (och andra centralbanker eller IMF vågar inte låna ut)**

Devaluation (cont.)

Figure 17-4

Effect of a Currency Devaluation

When a currency is devalued from E^0 to E^1 , the economy's equilibrium moves from point 1 to point 2 as both output and the money supply expand.

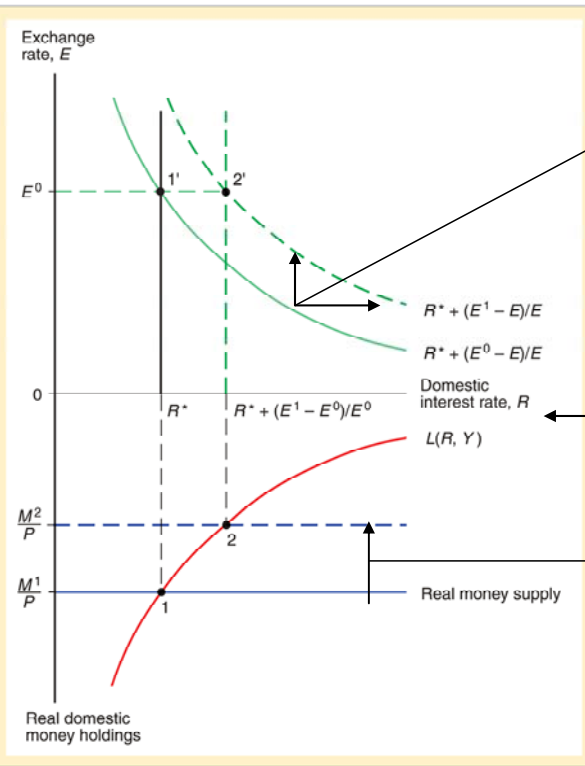


If the central bank devalues the domestic currency so that the new fixed exchange rate is E_1 , it buys foreign assets, increasing the money supply, decreasing the interest rate and increasing output

Financial Crises and Capital Flight (cont.)

Figure 17-5
Capital Flight, the Money Supply, and the Interest Rate

To hold the exchange rate fixed at E^0 after the market decides it will be devalued to E^1 , the central bank must use its reserves to finance a private financial outflow that shrinks the money supply and raises the home interest rate.



Expected devaluation makes the expected return on foreign assets higher

To attract investors to hold domestic assets (currency) at the original exchange rate, the interest rate must rise through a sale of foreign assets.

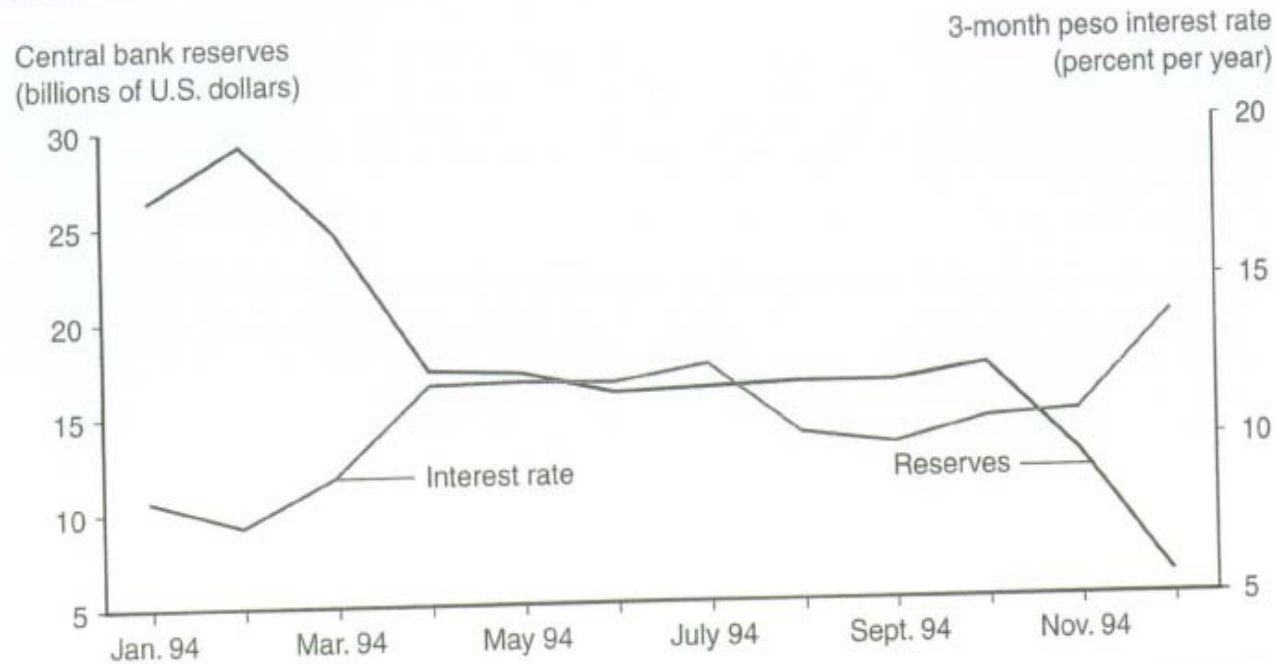
Argentina 2001

- **Peson knuten till dollarn via s k sedelfond (currency board)**
- **Valutareserven täckte den utestående monetära basen: skulle ge trovärdighet för att man alltid kan försvara den fasta växelkursen**
- **Ingen egen penningpolitik, dvs. centralbanken köpte och sålde inte inhemska statspapper. Valutareserven användes bara för att stabilisera växelkursen.**
- **Den fasta växelkursen skulle hålla nere inflationen**

Varför fungerade det inte?

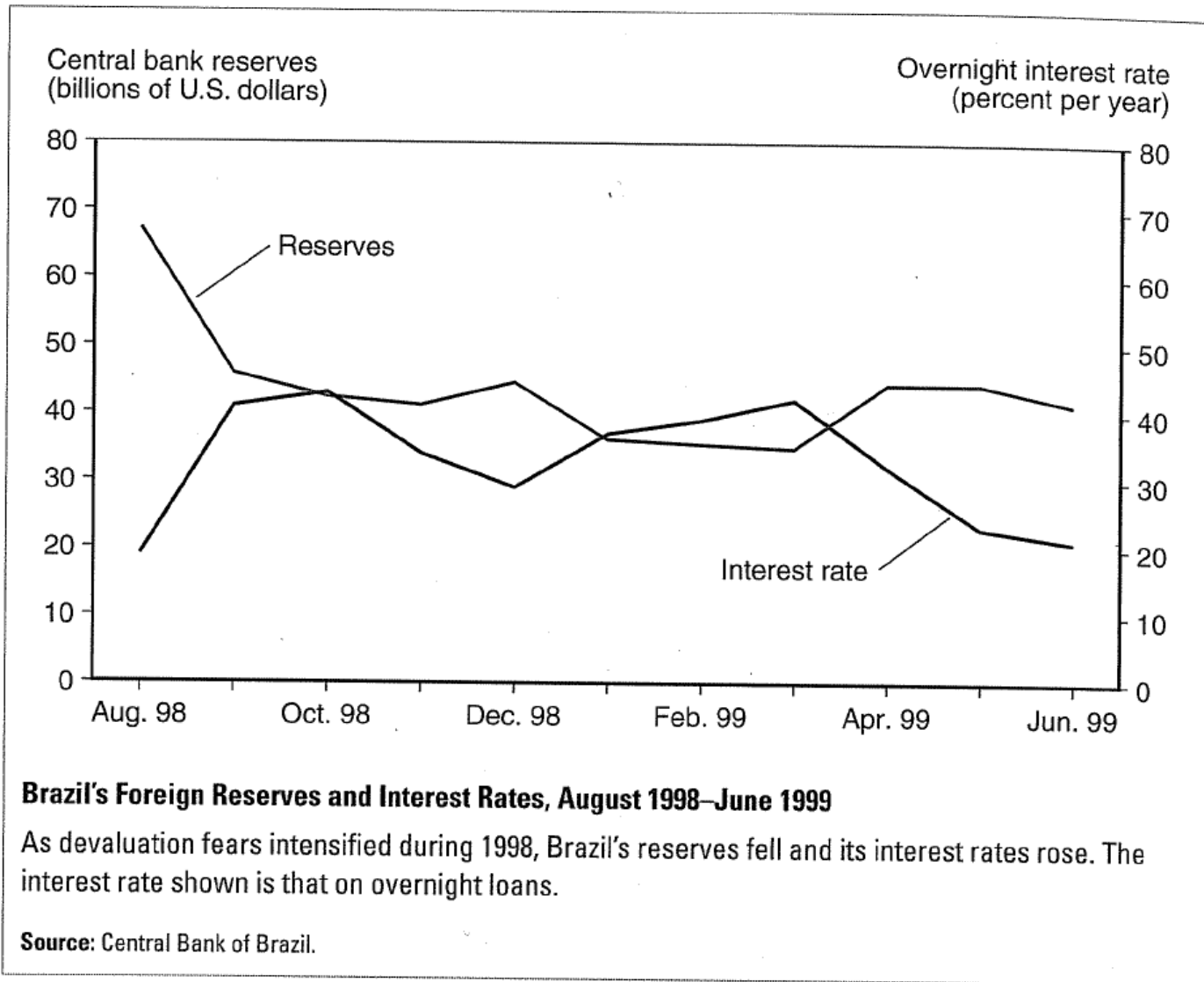
- **Lågkonjunktur samtidigt som dollarn apprecierade kraftigt och peson följde med (medan Brasiliens valuta deprecierade): konkurrenskraften försvann och arbetslösheten ökade dramatiskt. Argentina och USA utgjorde inte ett optimalt valutaområde.**
- **Otillräcklig finanspolitisk disciplin**
- **Hongkong klarade däremot sig igenom Asienkrisen 1998 med sitt currency board-system intakt (också bindning till dollarn).**
- **Andra exempel på sedelfonder: Estland, Bulgarien, Litauen**

Mexican Foreign Reserves and Interest Rates, January–December 1994



As devaluation fears intensified during 1994, Mexico's reserves fell and its interest rates rose. The interest rate shown is that on a three-month *cetes*, the Mexican government's peso-denominated debt.

Source: Jeffrey Sachs, Aaron Tornell, and Andrés Velasco, "The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned!" *Economic Policy* 22 (April 1996), pp. 13–63.



Spekulativa attacker

- 1. Föregriper oundviklig utveckling**
- 2. Självpuffyllande förväntningar (multipla jämvikter)**

Det är alltid "**tekniskt möjligt**" att upprätthålla en fast valutakurs. Problemet är de **målkonflikter** som uppkommer till följd av höga räntor:

- **Minskad sysselsättning**
- **Högre statsskuldräntor**
- **Fallissemanng i den privata sektorn**

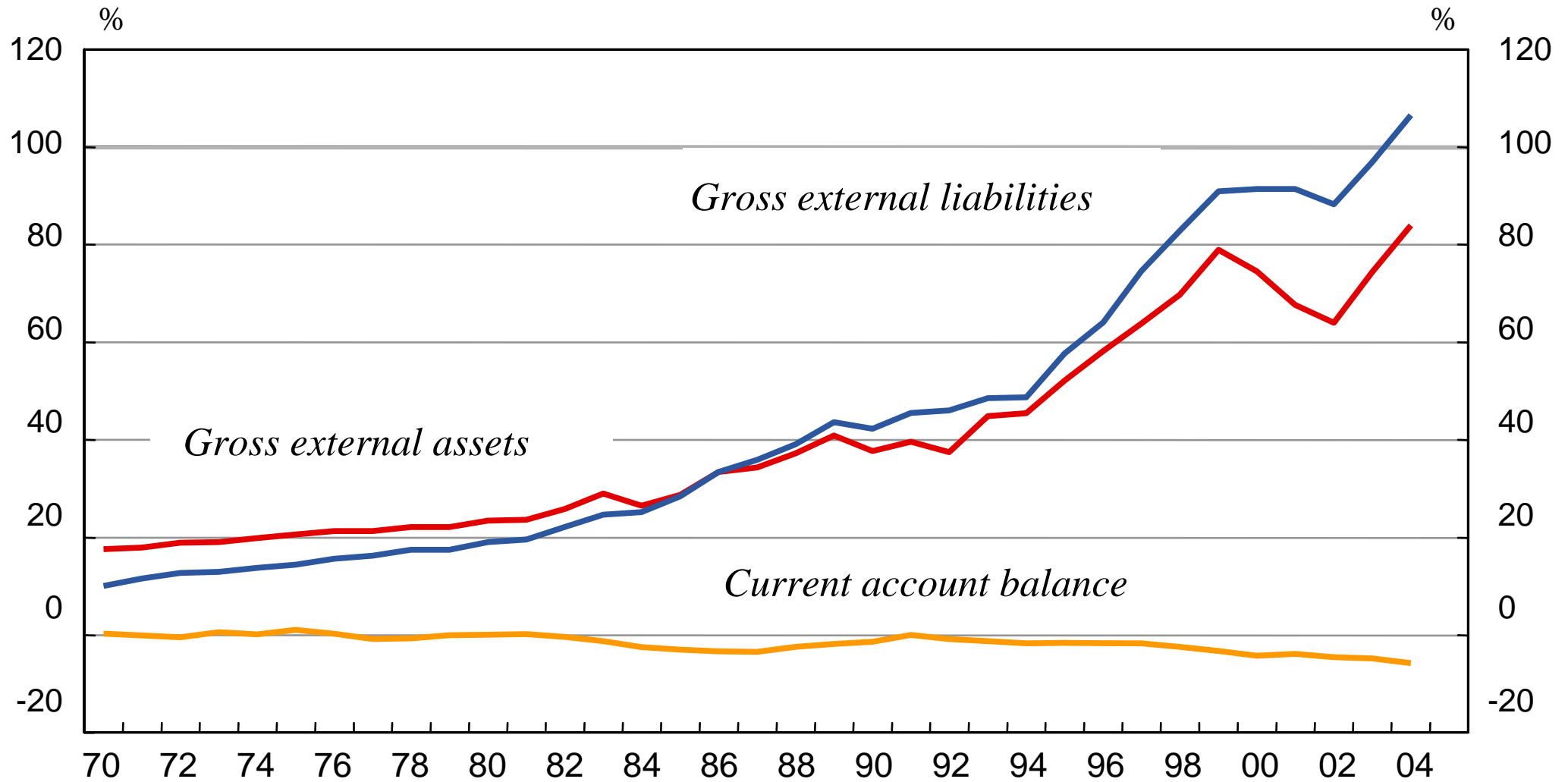
Exempel: Sverige 1992, Mexiko 1994, Brasilien 1998-99, Argentina 2001

- **Dramatiskt ökande arbetslöshet**
- **Skenande budgetunderskott**
- **Konkurser i fastighets- och finanssektorn**

Valutakriser och ”emerging markets”

- **Stora kapitalinflöden till ”emerging markets” med fasta växelkurser**
 - både inhemsk och utländsk valuta
 - hög kapitalavkastning
 - ”convergence game”: kapitalvinster om höga räntor sjunker – liten valutarisk för placeringar i inhemsk valuta
- **Sådana kapitalinflöden har visat sig mycket volatila**
 - stora och snabba kapitalutflöden vid makroekonomiska kriser
 - valutakriser av det slag som vi analyserat
 - valutakursfall ökar de inhemska bankernas skulder: risk för fallisemang
 - ingen lösning att inhemska banker också lånar ut i utländsk valuta: då ökar näringslivets skulder vid valutakursfall och man får fallisemangen där i stället
- **Exempel: Asienkrisen 1998 (Thailand, Malaysia, Indonesien osv.), Ryssland, Argentina**
- **EUs nya medlemsländer?**

US CURRENT ACCOUNT BALANCES VERSUS US STOCK OF FOREIGN ASSETS AND LIABILITIES as a percentage of US GDP



Source: Lane and Milesi Ferretti (2006).

Kinas valutapolitik

- **Fast växelkurs mot dollarn har bara kunnat upprätthållas genom ”stödköp” av dollar som har inneburit att dollartillgångar ackumulerats**
 - byttesbalansöverskott på ca 8 % av BNP
 - världens största valutareserv (166 mdr dollar: 20 % av världens valutareserver)
- **Motiv**
 - högt privat sparande pga dåliga socialförsäkringar
 - önskemål om industrialisering och ”export-led growth”
 - önskan att ackumulera valutareserver som ”försiktighetsstrategi” (jfr Asienkrisen)
- **Problem med nuvarande situation**
 - snedvridna relativpriser
 - överinvestering i exportsektorn
 - låg köpkraft
- **Problem med revalvering**
 - valutareserven blir mindre värd
 - en del idag lönsamma exportföretag blir olönsamma
 - risk för finansiell kris

Steriliserade interventioner

- **Försök frikoppla växelkurs- från ränteutvecklingen**
- **ECB har t ex tidigare försökt höja eurons kurs genom att stödköpa euron utan att höja styrräntan**
- **Metod: ECB säljer dollar (stödköper euro) samtidigt som man håller penningmängden oförändrad genom att köpa statspapper: valutatransaktionerna minskar således penningmängden, samtidigt som repotransaktionerna ökar den lika mycket.**
- **Potentiell möjlighet nu: ECB skulle kunna genomföra steriliserade försäljningar av euron för att sänka värdet på euron.**

Ränteparitet (inhemska och utländska finansiella tillgångar är imperfekta substitut)

$$R = R^* + (E^e - E)/E + \rho$$

ρ = riskpremie

$$\rho = \rho (B - A)$$

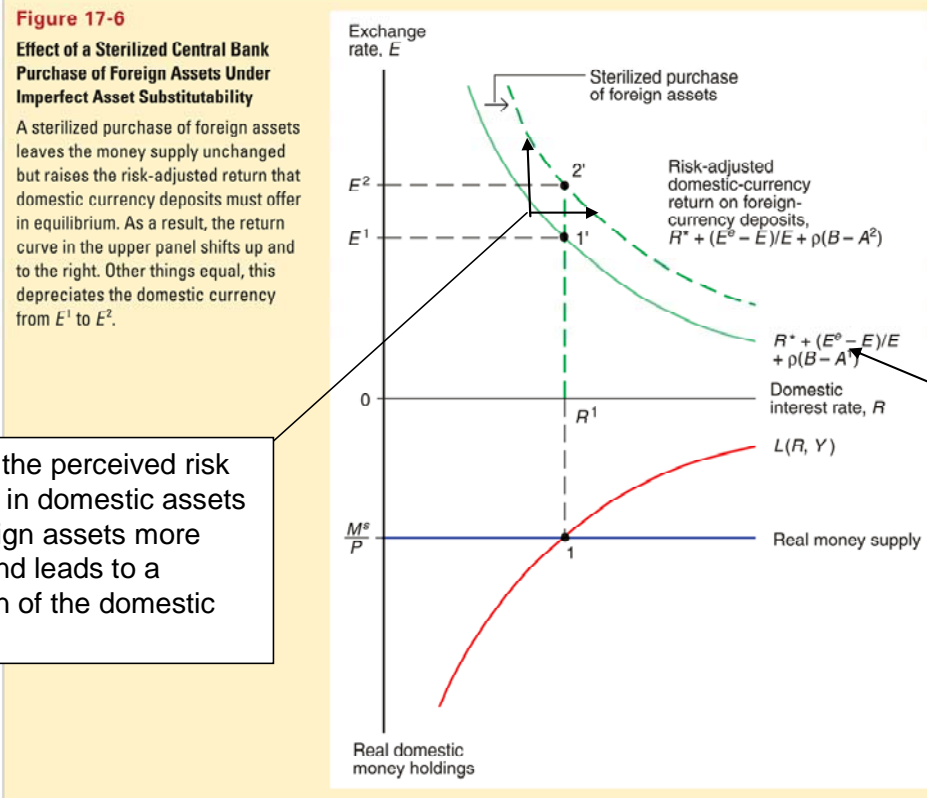
B = utestående stock av statspapper

A = centralbankens innehav av statspapper

$B - A$ = den privata sektorns innehav av statspapper (ju större detta är, desto större riskpremie krävs)

- Centralbanken stödköper egen valuta (säljer av valuta-reserven).
- Centralbanken köper också statspapper.
- Penningmängden hålls oförändrad.
- $A \uparrow \Rightarrow B - A \downarrow$ (den privata sektorns innehav av statspapper minskar).
- $\rho \downarrow \Rightarrow E^e - E \uparrow \Rightarrow E \downarrow$ om E^e , R och R^* är oförändrade.

Interest Rate Differentials (cont.)



Increase in the perceived risk of investing in domestic assets makes foreign assets more attractive and leads to a depreciation of the domestic currency.

Or at fixed exchange rates, the return on domestic assets needs to be higher in equilibrium

Likviditetsfälla (liquidity trap)

Penningpolitiken blir verkningslös om ekonomin fastnar i en s k likviditetsfälla

Orsak: nominalräntan kan inte falla under noll (ingen betalar för att få låna ut sina pengar)

Aktuellt exempel: Japans depression (sedan tidigare fastighetsprisbubbla spruckit) under det senaste decenniet

Om $R = 0$ och given E^e ger ränteparitetsvillkoret:

$$0 = R^* + (E^e - E)/E$$

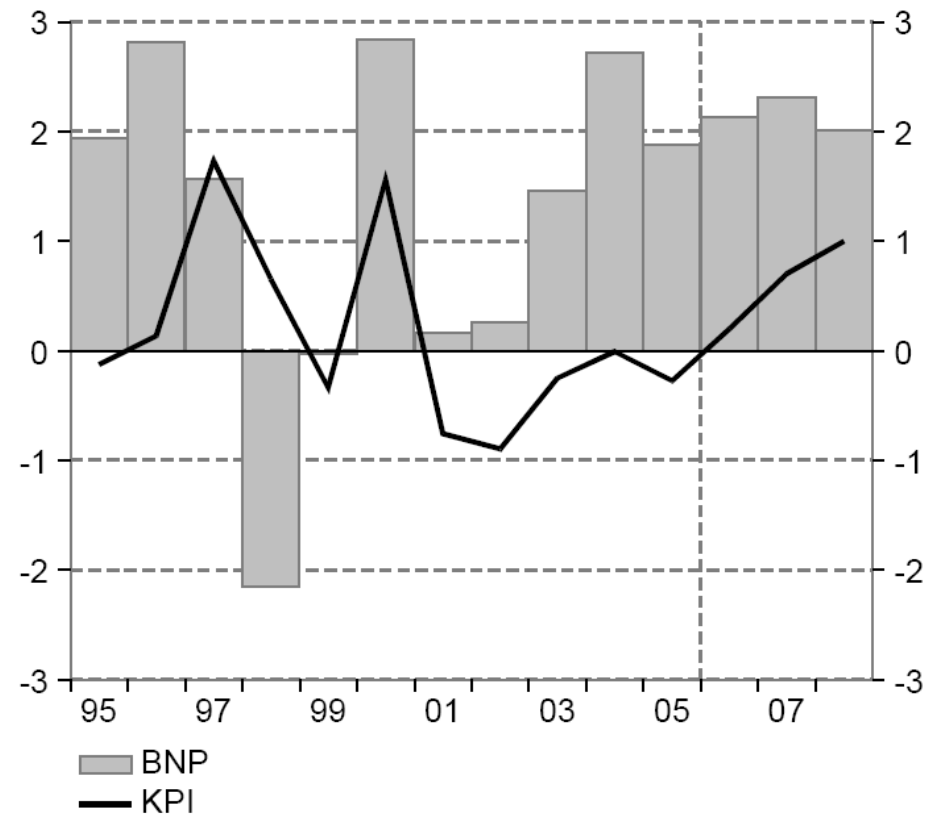
$$E = E^e / (1 - R^*)$$

Om penningmängden ökar, kan inte R falla. Följaktligen kan inte växelkursen depreciera och penningpolitiken är verkningslös. Vid $R = 0$ är allmänheten indifferent mellan att hålla obligationer och pengar: man accepterar att hålla mer pengar även om räntan inte faller.

Enda sättet att depreciera: Centralbanken måste trovärdigt kunna utlova **framtida penningmängdsökningar och inflation,** så att $E^e \uparrow$.

Okonventionell penningpolitik: köp av aktier/fastigheter

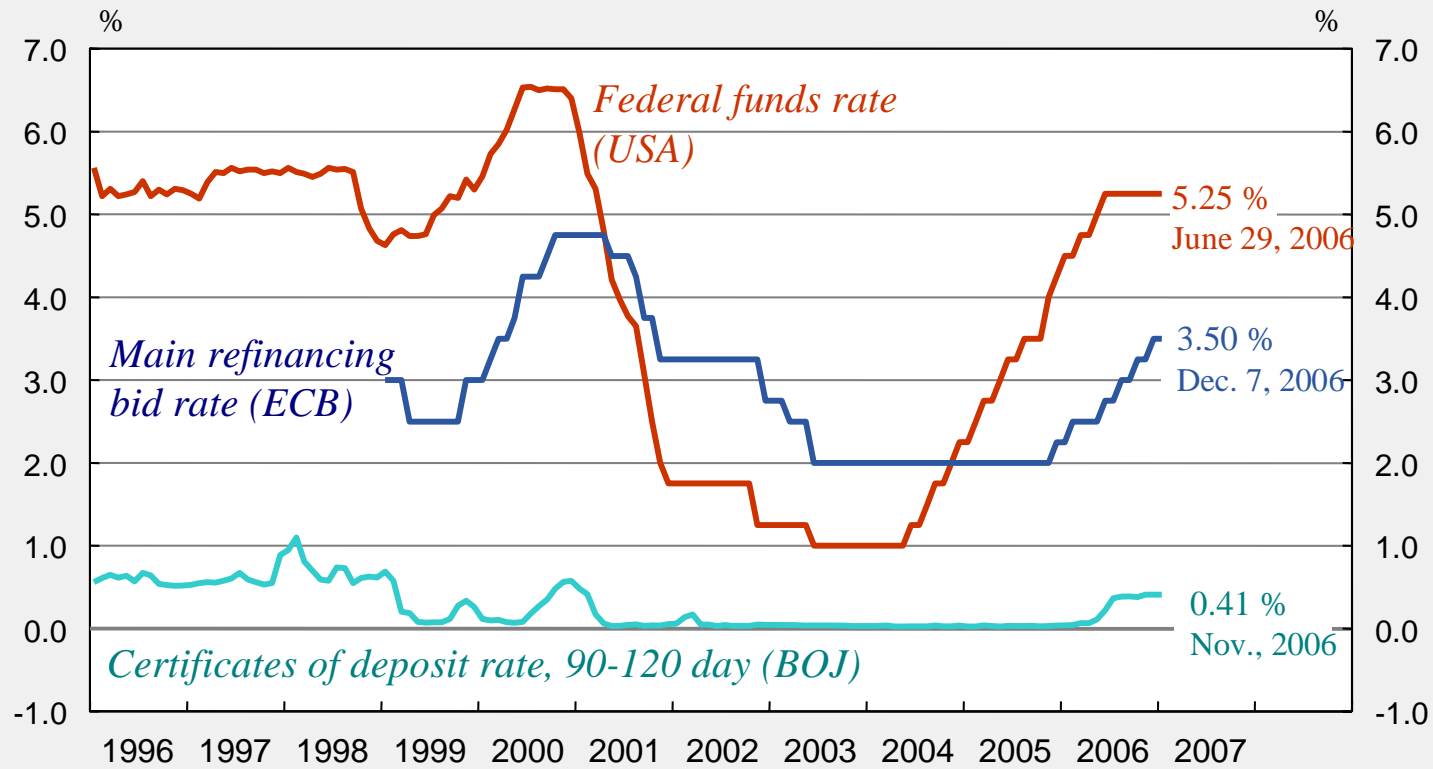
Diagram 38 BNP och inflation i Japan
 Årlig procentuell förändring respektive procent



Källor: Economic and Social Research Institute,
 Ministry of Internal Affairs and Communications
 (Japan) och Konjunkturinstitutet.

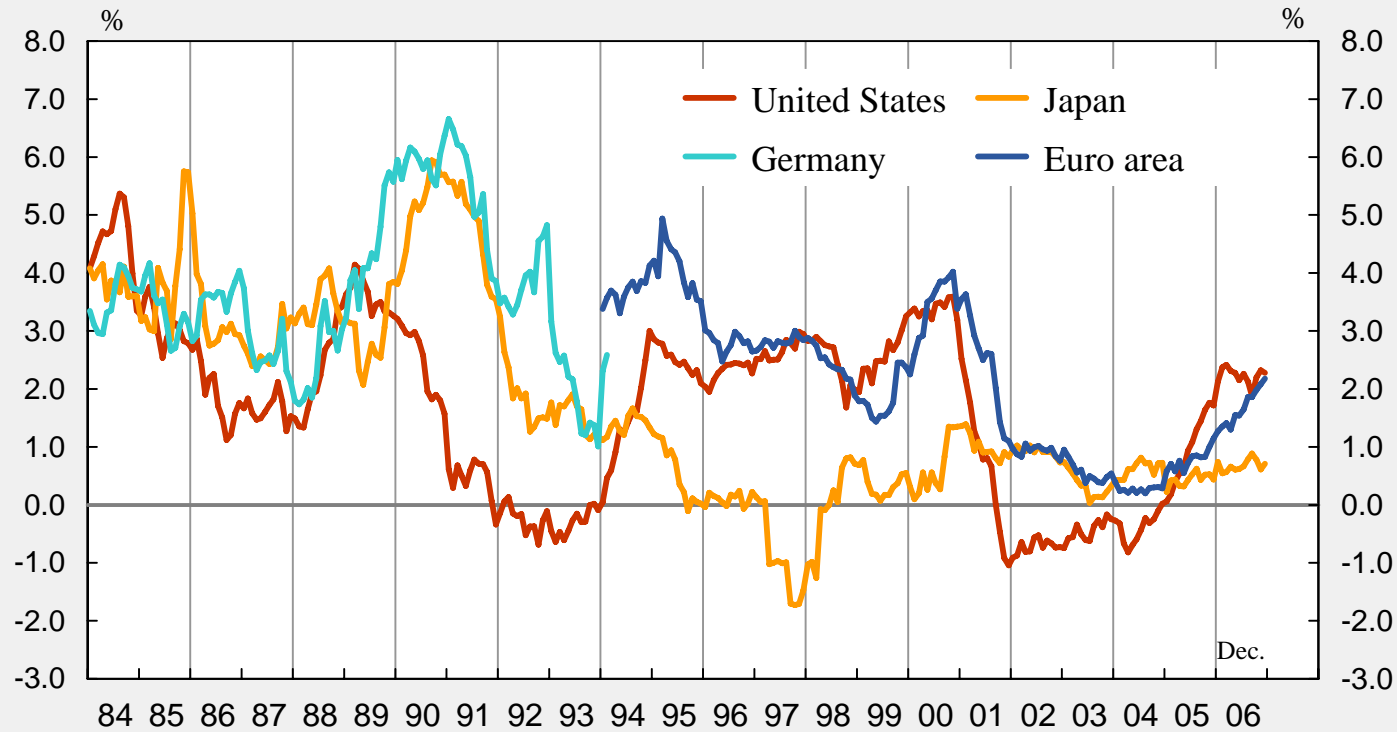
Fig. 1.4

Central bank interest rates



Sources: Bank of Japan; European Central Bank; Federal Reserve Bank of St. Louis.

Fig. 1.10

Real short-term interest rates¹⁾

1) 3-month interest rates minus core inflation rate (CPI excluding food and energy).

Sources: Deutsche Bundesbank; European Central Bank; Eurostat; Federal Reserve Bank of St. Louis; Federal Statistical Office, Germany; OECD; Ifo Institute calculations.

Diagram 39 Effektiv växelkurs för yenen
Index, månadsvärden



Anm. Ett lägre indextal motsvarar en svagare nominell växelkurs.
Källa: Bank of England.

I guldmyntfoten (gold standard) hölls en fast växelkurs mellan olika valutor och guld: därmed låstes också alla korsvisa valutakurser

- **Guldmyntfoten låste fast penningmängdens ökningstakt till guldstockens förändringstakt: spärr mot inflation**
- **Avvikelser bara i krislägen (krig): implicit åtagande återgå till tidigare pariteter**
- **Långsiktiga svängningar i inflationen till följd av variationer i guldproduktionen**
- **Omöjligt använda penningpolitik för att stabilisera ekonomin**

Guld-dollarmyntfoten (gold dollar exchange standard)

- **Dollarn fungerade som reservvaluta**
- **$N - 1$ -problemet: Med N valutor räcker det om $N - 1$ länder håller fasta växelkurser. Reservvalutalandet (USA) kan välja vilken ökningstakt för penningmängden man vill: andra får anpassa sig.**
- **Systemet fungerade till dess USA började trycka pengar och skapa inflation på 60-talet (för att finansiera Vietnamkriget och inhemska sociala reformer – “kriget mot fattigdomen”).**
- **Andra länder (Tyskland och Japan) var inte beredda att upprätthålla fasta växelkurser, eftersom det innebar att man importerade den amerikanska inflationen.**

Convergence of Inflation Rates Among EMS Members, 1978–2000

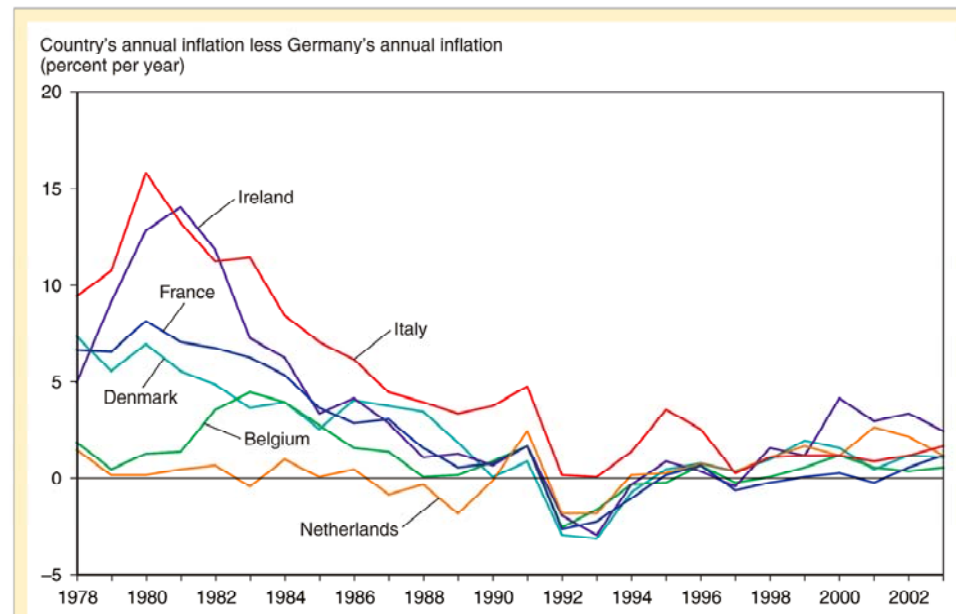


Figure 20-2

Inflation Convergence for Six Original EMS Members, 1978–2003

Shown are the differences between domestic inflation and German inflation for six of the original EMS members, Belgium, Denmark, France, Ireland, Italy, and the Netherlands.

Source: CPI inflation rates from International Monetary Fund, *International Financial Statistics*.

ERM-systemet

- **Tyskland fungerade som reservvalutaland**
- **Tyskland bestämde inflationstakten (andra kunde på så sätt importera prisstabilitet från Tyskland)**
- **Men Tysklands penningpolitik utformades utifrån den tyska konjunktursituationen**
- **EMU sågs av många (t ex Frankrike) som ett sätt att ersätta tysk kontroll av den europeiska penningpolitiken med ett europeiskt beslutsfattande**