

Föreläsning 7: Ekonomisk politik, vt 2007

Lars Calmfors

EMU – Economic and Monetary Union (Valutaunionen)

- **Gammal idé inom EU**
- **1989: Delorsrapporten**
- **1991: Maastrichtfördraget**
- **1997: Stabilitetspakten**
- **Ursprungligen elva EU-länder (samtliga utom Danmark och Storbritannien som har formella undantag i Maastrichtfördraget, Sverige som valde att inte inträda och Grekland som inte uppfyllde kvalifikationskraven)**
- **31 mars 1998: de slutliga omräkningskurserna fastställs**
- **1 jan 1999: euron införs som gemensam valuta (aktier, obligationer, banktransaktioner osv) och ECB (European Central Bank) i Frankfurt svarar för den gemensamma penningpolitiken**
- **1 jan 2001: Grekland inträder**
- **1 jan 2002: euron införs som fysiskt betalningsmedel**
- **1 jan 2007: Slovenien inträder**
- **?: inträde av ytterligare nya EU-länder (Estland, Litauen)**

Svensk beslutsprocess

- **EMU-utredningen 1995-96**
- **Riksdagsbeslut stå utanför 1997**
- **Utredning om finanspolitik vid eventuellt EMU-medlemskap 2000-02**
- **Nej i folkomröstningen 2003**

Hur värdera för- och nackdelar med en gemensam valuta?

Teorin om optimala valutaområden

Robert Mundell: 1999 års nobelpristagare

EMU-utredningens analys

- **Samhällsekonomiska effektivitetsaspekter**
- **Stabiliseringspolitiska aspekter**
- **Politiska (statsvetenskapliga aspekter)**

Samhällsekonomiska effektivitetsaspekter

- **Lägre transaktionskostnader vid internationella betalningar**
 - resursbesparing på 0,1 – 0,2 procent av BNP i banksektorn. Ytterligare besparing (förmodligen mindre) i resten av ekonomin
- **Mindre växelkursrisk vid betalningar inom euroområdet**
 - positiv effekt på utrikeshandel och investeringar över gränserna
 - omdebatterat hur stora effekterna är
- **Mer effektiv konkurrens**
 - lättare jämföra priser
 - högre priselasticiteter verkar prispressande (företagens pålägg på marginalkostnaderna minskar)
 - $P = \varepsilon / (\varepsilon - 1) MC$
- **Ingen anledning vänta sig lägre inflation i EMU (ungefär samma prisstabiliseringspolitik)**
- **Möjligen lägre realränta därför att riskpremien försvinner**

$$R = R^* + (E^e - E) / E + \rho \Leftrightarrow R - \pi^e = R^* - \pi^{e*} + \rho$$

- **Man har haft svårt att empiriskt belägga att minskade växelkursvariationer leder till mer utrikeshandel**
- **Men en gemensam valuta kan vara en mer fundamental förändring av den monetära regimen än minskade växelkursvariationer mellan olika existerande valutor**
- **Uppmärksammade studier av Andy Rose och andra: mycket stora utrikeshandelseffekter av gemensam valuta (+ 100-200 %) på lång sikt**
 - **paneldata från 1970: variation både över tiden och tvärsnittsvariation mellan olika länder**
 - **gigantiska effekter**
 - **få observationer med gemensam valuta**
 - **icke-representativa observationer (fattiga länder, tidigare kolonier, småländer som Monaco och Vatikanstaten mm)**
 - **har man lyckats kontrollera för andra faktorer?**
- **Studier av vad som hänt efter EMU-starten**
 - **+ 5–15 %**

Is the EU an Optimum Currency Area? (cont.)

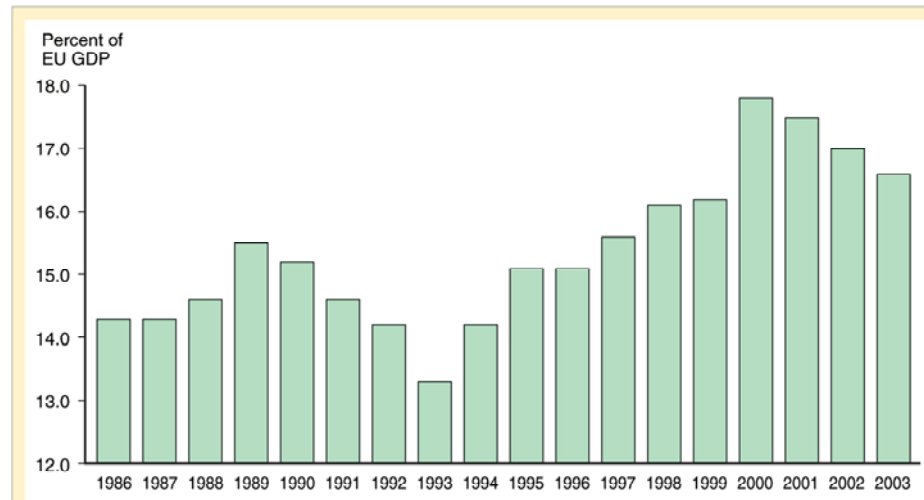


Figure 20-7

Intra-EU Trade as a Percent of EU GDP

Trade of EU countries with other EU countries has increased since the euro was introduced at the start of 1999. In constructing the figure, the extent of an EU country's trade with EU members is defined as the average of its imports from and exports to other EU countries. The numbers shown are calculated from total intra-EU trade (for all EU members) divided by the total GDP of the EU.

Sources: *OECD Statistical Yearbook* and Eurostat.

Sambandet mellan handel och tillväxt

- **Ökad handel till följd av eliminerade handelshinder innebär effektivare användning av resurserna**
 - **traditionell handelsteori: bättre utnyttjande av komparativa fördelar**
 - **nyare handelsteori: specialisering som medger bättre utnyttjande av stordriftsfördelar**
- **Neoklassisk tillväxtteori: BNP per capita ökar från en nivå till en annan – temporärt högre tillväxt under anpassningsperiod (20 – 30 år)**
- **Teori om endogen tillväxt: permanent högre tillväxt**
 - **hårdare konkurrens \Rightarrow högre innovationstakt**
 - **snabbare spridning av innovationer med mer handel**
- **Empirisk forskning tycks bekräfta att mer handel innebär högre BNP per capita**
 - **Frankel och Rose (2000): varje procentenhets höjning av handelsintensiteten, dvs av $(\text{export} + \text{import})/2 \cdot \text{BNP} \Rightarrow$ BNP per capita \uparrow 1/3 procent**
 - **EMU-medlemskap har uppskattats höja BNP per capita på sikt med 0.5 – 9 %**
 - **men snabbare produktivitetstillväxt i Sverige och Storbritannien än i Frankrike, Italien och Tyskland**
 - **andra faktorer är förmodligen viktigare**

Consumer price index growth rate

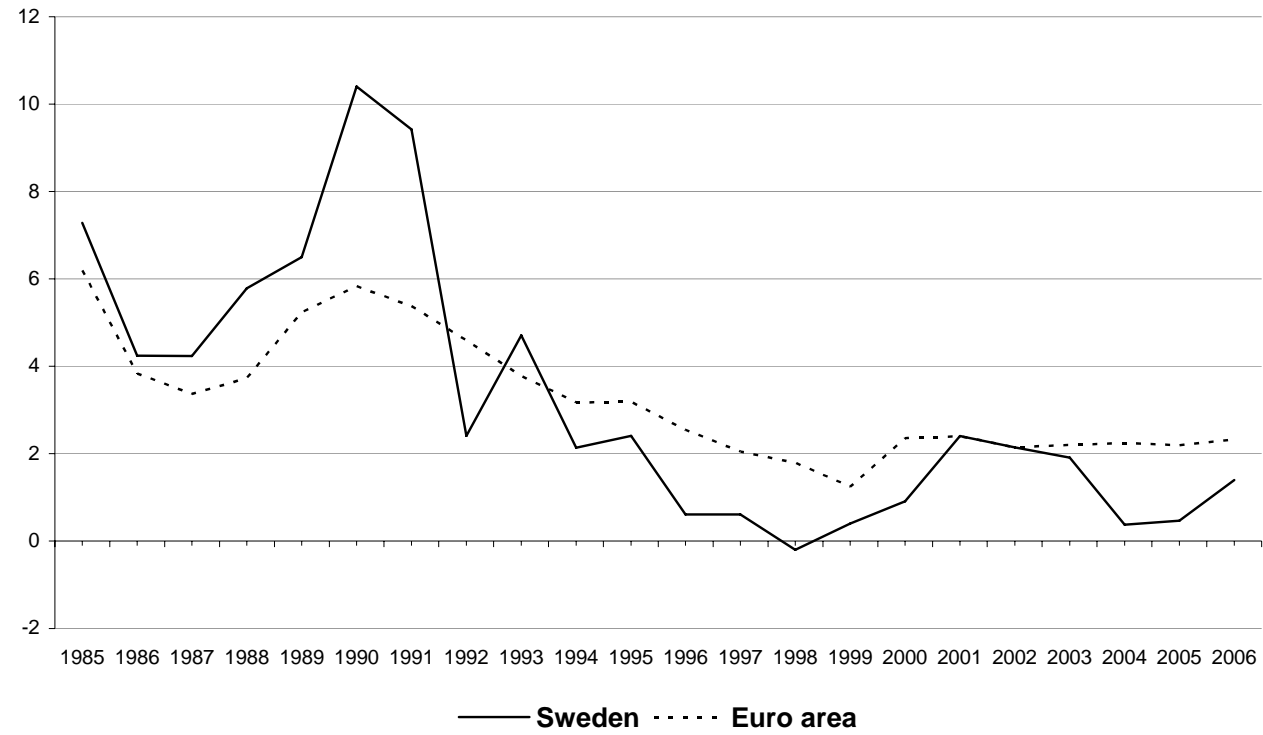


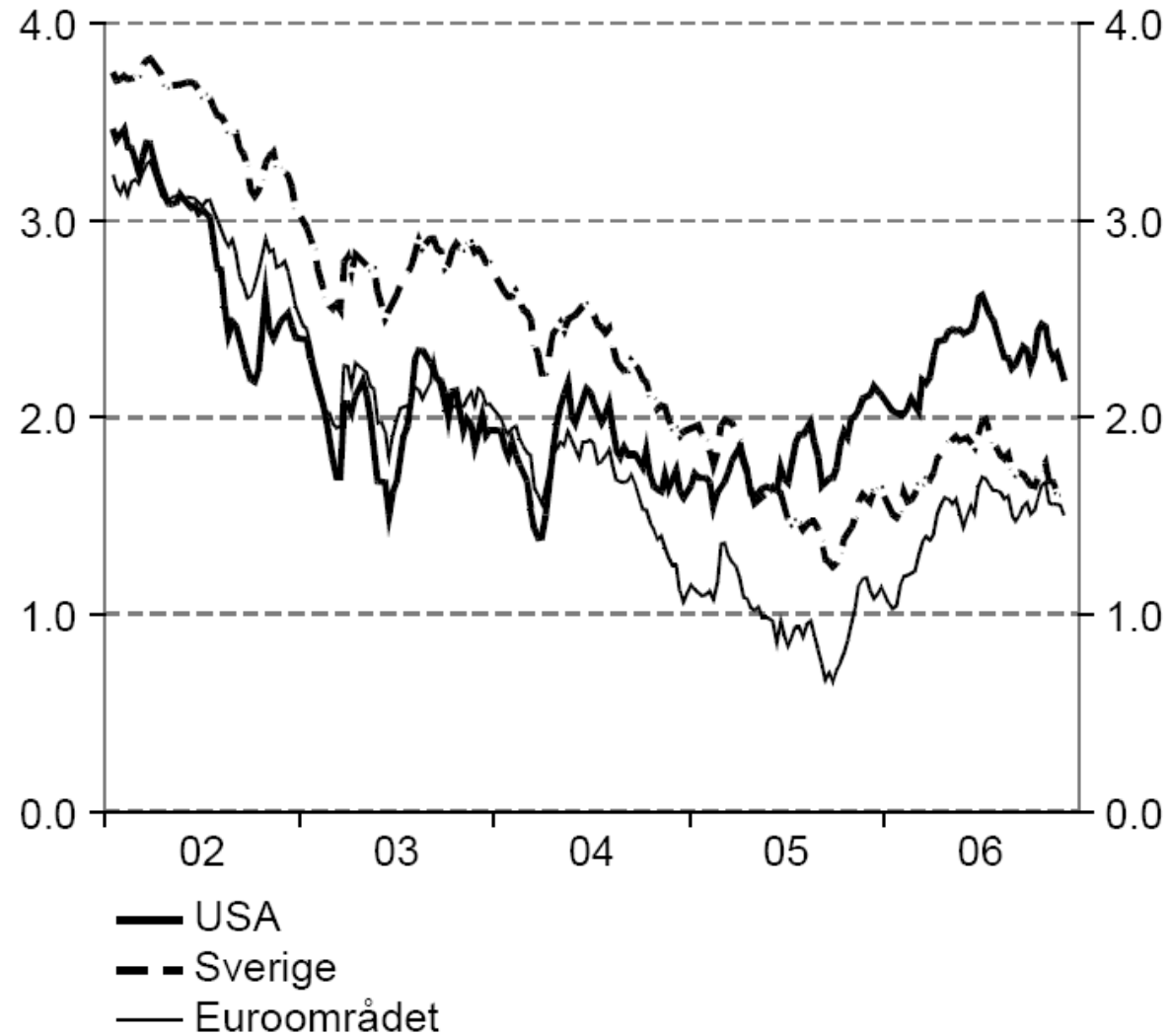
Diagram 55 Långräntor, tioåriga statsobligationer

Procent, månadsvärden



Källa: Riksbanken.

Diagram 56 Realobligationsräntor
Procent, veckovärden



Anm. Löptiden är ca 10 år. För euroområdet avses en fransk realobligation.

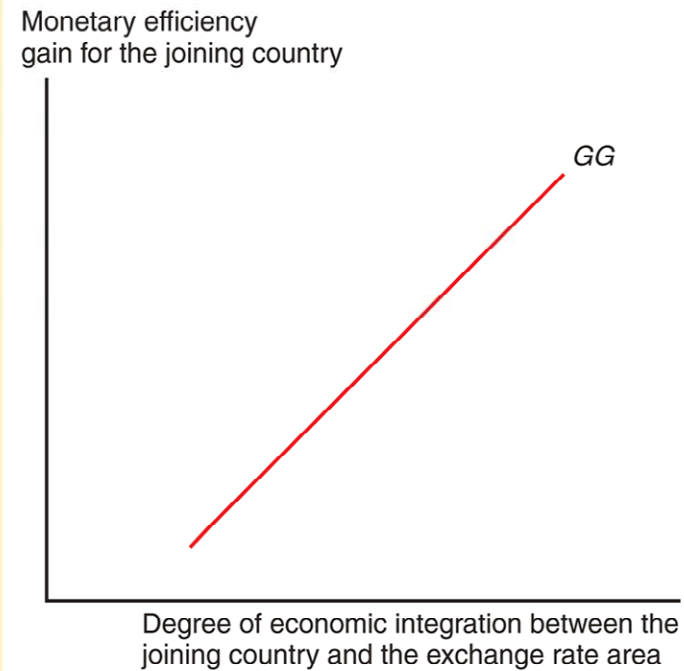
Källa: Reuters EcoWin.

Theory of Optimum Currency Areas (cont.)

Figure 20-3

The *GG* Schedule

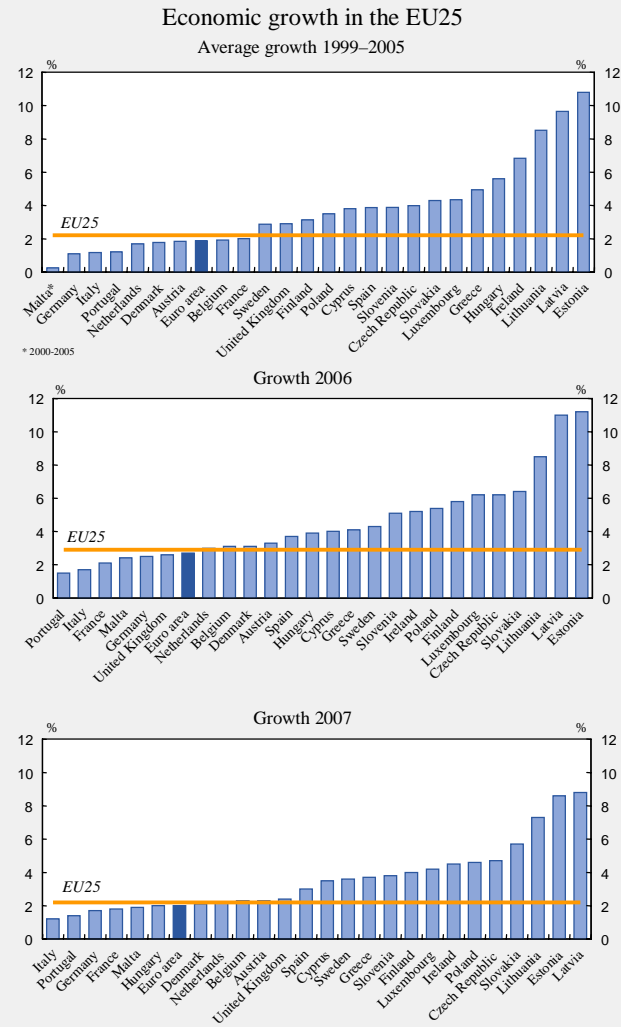
The upward-sloping *GG* schedule shows that a country's monetary efficiency gain from joining a fixed exchange rate area rises as the country's economic integration with the area rises.



Potentiell stabiliseringspolitisk kostnad av gemensam valuta

- **Asymmetriska (landspecifika) konjunkturstörningar respektive symmetriska (gemensamma)**
- **Stor andel asymmetriska störningar innebär risk eftersom växelkursrörelser då inte längre fungerar som automatisk konjunkturdämpare (jfr AA-DD-kurveanalysen) och penningpolitiken inte längre kan anpassas efter det enskilda landets förhållanden.**
- **Gemensam penningpolitik innebär också problem om ekonomierna reagerar olika på gemensamma störningar/ gemensam penningpolitik**
- **Recessionsstörning är ett uppenbart problem**
- **Men också överhettning är ett problem**
 - **långsam inflationsprocess dras igång som leder till ”overshooting” för den reala växelkursen**
 - **”Walter’s critique”:** förväntad inflation sänker realräntan i överhettning och förvärrar denna på kort sikt
 - **interaktion med fastighetspriser**
- **Men gemensam valuta innebär också mindre risk för rena ”växelkursstörningar”**
 - **rena växelkursstörningar tycks inte ha lett till stora svängningar i produktion och sysselsättning**
 - **växelkursstörningar kan motverkas genom räntepolitiken utom i likviditetsfälla**
 - **växelkursstörningar tycks vara mindre problem än asymmetriska störningar på varu- och arbetsmarknaderna**

Fig. 1.24



Sources: Eurostat; 2006 and 2007: Ifo Institute calculations and forecast.

Table 2.1

Real GDP growth

	1997–2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ireland	9.9	6.1	4.4	4.5	4.7	4.9
Italy	2.1	0.3	0	1.1	0	1.3
Euro area	2.8	0.9	0.8	2.1	1.3	2.1

Output gap

	1997–2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ireland	3.2	3.5	1.7	0.1	-0.5	-1.4
Italy	0.5	1.1	0	-0.2	-1.4	-1
Euro area	0.5	0.5	-0.6	-0.5	-1.1	-0.6

Inflation (change in HICP)

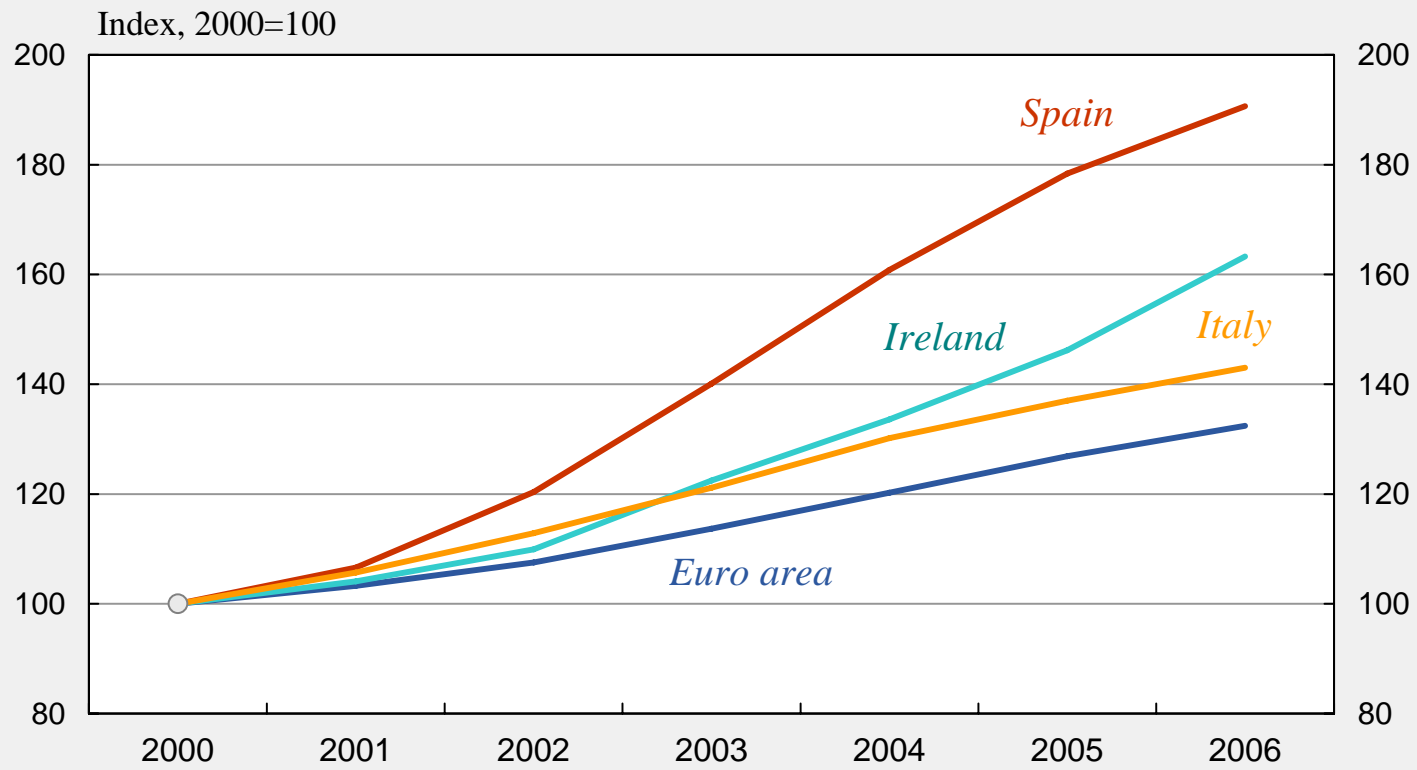
	1997–2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ireland	3	4.7	4	2.3	2.2	2.9
Italy	2.1	2.6	2.8	2.3	2.2	2.3
Euro area	1.7	2.3	2.1	2.1	2.2	2.2

Growth in real compensation per head

	1997–2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ireland	0.8	-0.3	0.7	4.5	3.3	2.4
Italy	-0.3	-0.1	0.9	0.8	0.5	0.4
Euro area	0.6	0.9	0.7	0.4	-0.1	0

Fig. 2.1

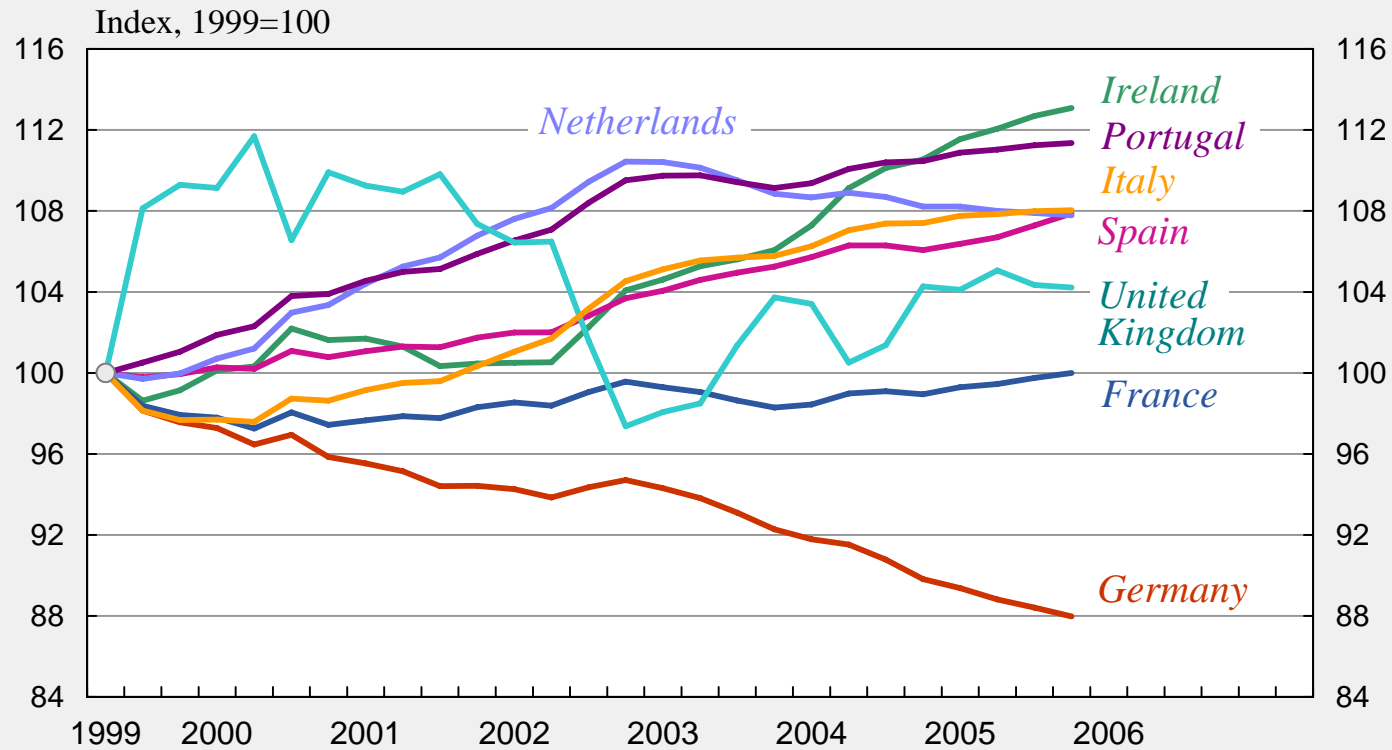
Real house prices



Source: OECD (2006).

Fig. 2.2

Real effective exchange rates versus EU15 members



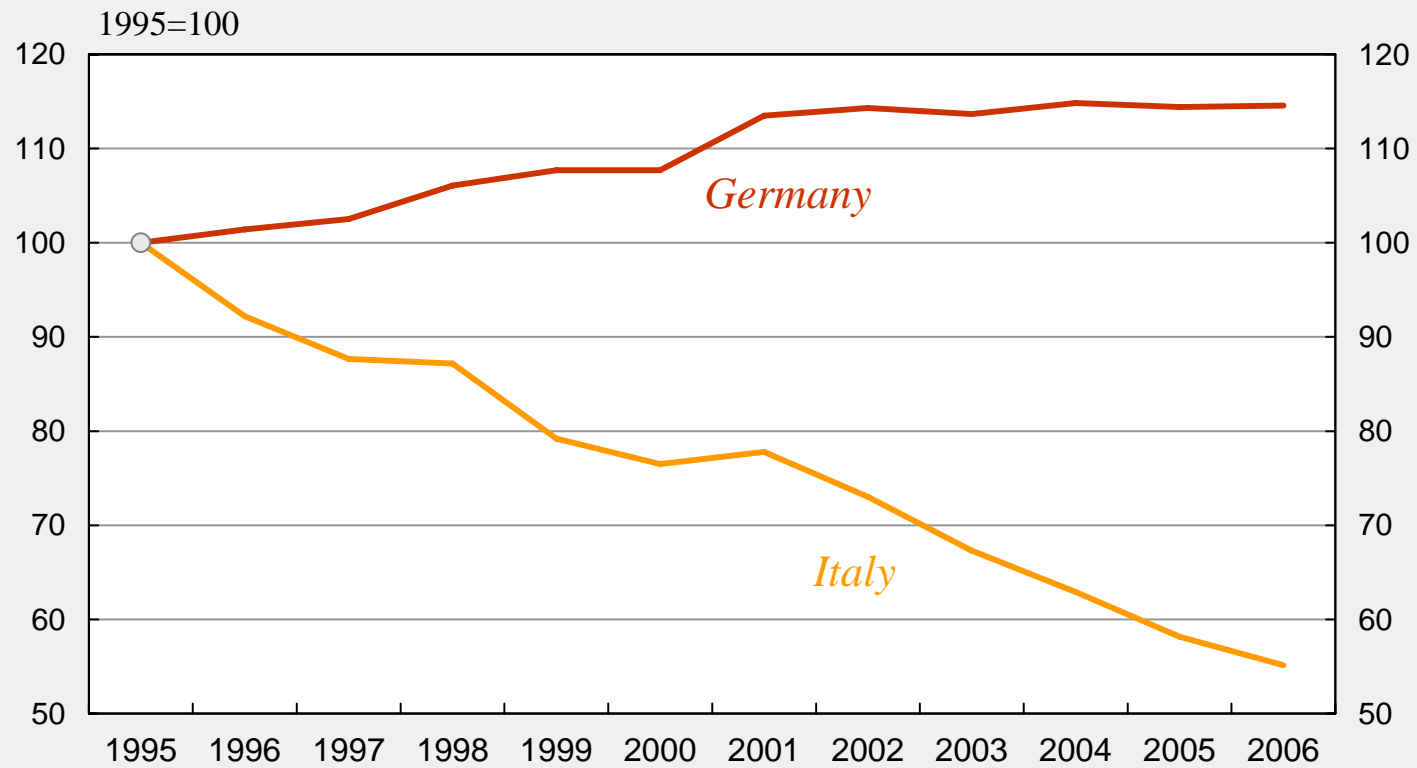
Note: Real effective exchange rate is defined as relative unit labour cost.

Source: Eurostat (2006).

EEAG Report 2007

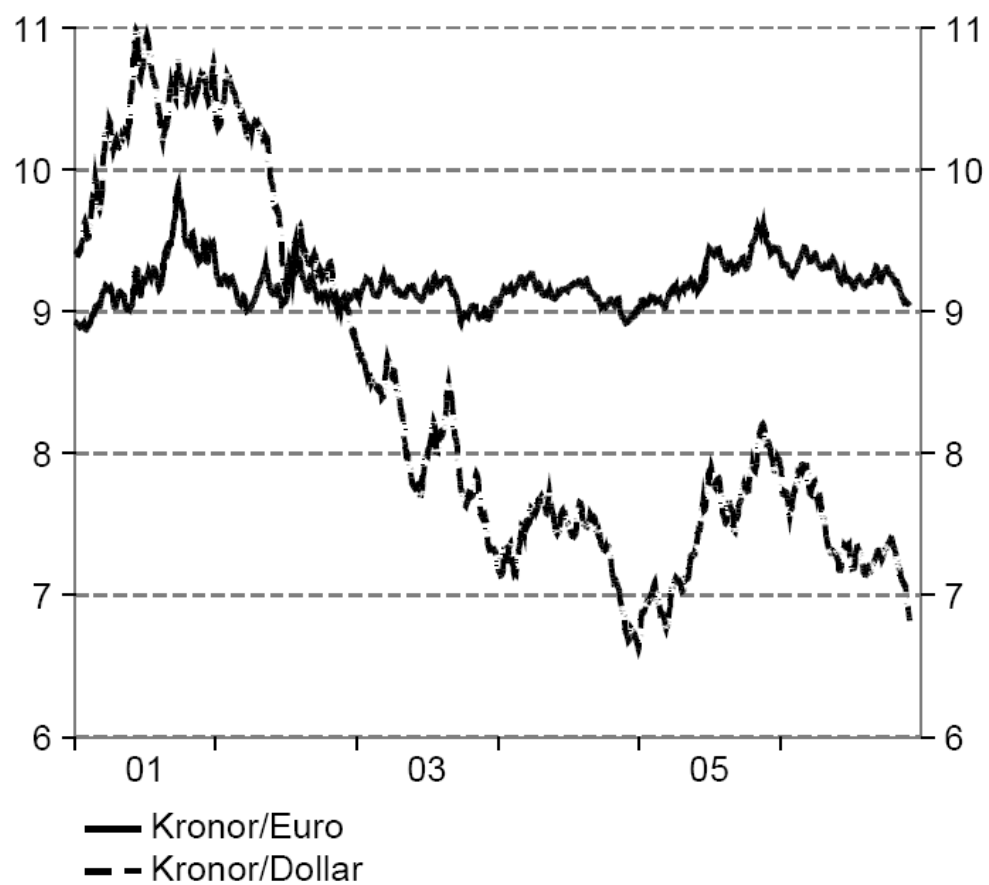
Fig. 2.5

Share in world merchandise exports in volume terms



Source: Banca d'Italia (2006b).

Diagram 63 Nominella växelkurser
5-dagars centrerat glidande medelvärde



Källa: Reuters EcoWin.

Table 1.3

Decomposition of country stress level

	Structural	Cyclical								RMSE
	99–06	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Austria	0.24	0.42	0.67	0.21	0.20	0.05	0.27	-1.27	-0.48	0.65
Belgium	0.12	0.39	0.18	0.24	0.39	0.57	-0.02	-0.96	-0.63	0.57
Finland	0.19	-0.18	-0.90	-0.83	0.77	0.16	0.96	0.07	0.08	0.72
France	0.36	0.27	0.19	0.60	-0.03	-0.15	-0.52	-0.46	0.12	0.40
Germany	0.37	-0.15	-0.27	-0.13	0.18	0.69	-0.08	0.17	-0.35	0.35
Greece	-1.08	0.52	1.72	0.49	-0.68	-1.70	-0.78	0.06	0.09	1.10
Ireland	-1.20	-1.88	-2.36	-2.07	0.81	0.41	2.74	1.08	1.31	1.88
Italy	-0.16	0.27	0.14	-0.09	-0.41	-0.83	-0.30	0.41	0.72	0.54
Netherlands	-0.29	-0.72	-1.35	-1.92	-0.68	0.83	1.94	1.64	0.27	1.39
Portugal	-0.65	-1.93	-0.21	-0.45	-0.46	-0.12	0.62	0.40	1.80	1.04
Spain	-0.92	0.16	0.95	0.80	0.41	-0.66	-0.04	-0.77	-0.86	0.74
Denmark	-0.19	0.06	0.86	0.96	-0.28	-0.79	0.13	-0.57	-0.43	0.68
Sweden	0.29	1.07	0.08	0.73	-0.55	-0.68	0.21	0.05	-0.75	0.75
United Kingdom	-0.44	1.24	1.08	1.18	-0.25	-1.26	-1.36	-0.62	-0.03	1.10

Faktorer som påverkar den stabiliseringspolitiska kostnadens storlek

- **Omfattningen av utrikeshandeln**
 - **Rose & Frenkel:** mer omfattande utrikeshandel innebär konjunkturspridningseffekter som ökar sannolikheten för synkroniserade konjunkturer (gemensamma störningar)
 - **Krugman:** mer handel leder till mer specialisering och därför till mindre synkroniserade konjunkturer om störningarna drabbar enskilda branscher
 - **Mest empiriskt stöd för den första hypotesen**
- **Hur diversifierat är näringslivet?**
 - **ett väldiversifierat näringsliv minskar genomslaget av branschstörningar i hela ekonomin**
- **Arbetskraftens rörlighet mellan länderna**
 - **arbetslösa i ett land kan flytta till ett land med efterfrågeöverskott på arbetskraft**
 - **Irland är exempel på det**
 - **men immigration ökar också efterfrågan (inte minst på bostäder och i byggsektorn)**
- **I vilken utsträckning kan den reala växelkursen, $q = EP^*/P$, ändras genom relativa prisförändringar (av P/P^*) i stället för genom nominella växelkursförändringar (av E)?**
 - **möjligheterna till relativa prisförändringar styrs i huvudsak av nominallönernas flexibilitet**

- vid asymmetrisk lågkonjunktur måste nominallönerna sjunka i förhållande till andra euroländer om den reala växelkursen ska deprecieras
- litet utrymme dra ner den nominella lönestegrings-takten under andra länders om låg inflation (2% inflation och 4 % löneökningar i normalsituation)
- starkt motstånd mot sänkningar av den nominella lönenivån
- har fungerat i Tyskland men inte i Italien
- **Finanspolitiskt stöd från andra länder (inkomsttransfereringar)**
 - **fiscal federalism**
 - många existerande valutaområden (stora länder som USA eller Kanada) har federal budget som verkar som automatisk stabilisator (20 – 40 % dämpning av konjunkturörelserna)
 - EUs budget (ca 1.2 % av BNP) är för liten för att verka på detta sätt och dessutom olämplig för stabiliseringsändamål (jordbruks- och regionalstöd)
- **Nationell finanspolitik i stället för penningpolitik**
 - mindre lämpligt medel (längre tid fatta beslut, fördelnings- i stället för stabiliseringshänsyn, risk för budgetunderskott)
 - EUs Stabilitets- och tillväxtpakt lägger restriktioner (?) på den nationella finanspolitiken (max 3 % av BNP i underskott om inte mycket speciell situation)

Unit labour cost (kostnad per producerad enhet)

- $\frac{WL}{Q} = \frac{W}{(Q/L)} = \text{Lön/Produktivitet}$
- **Procentuell ökning av ULC = Procentuell löneökning - Produktivitetsökning**
- **Prisökningstakt \approx Ökningstakt för ULC**
- **Relative unit labour cost = RULC = Egen unit labour cost / unit labour cost i resten av världen**

$$- \frac{P\varepsilon}{P^*} = \frac{ULC \cdot \varepsilon}{ULC^*}$$

Table 1.1

The development of various measures of wages and wage costs
Average annual changes in percent

		Nominal wage ^{a)}	Real wage ^{b)}	Labour productivity ^{c)}	Unit labour costs ^{c)}	Relative unit labour costs ^{d),e)}	Export performance ^{f)}
EURO	2003-05	1.6	-0.4	0.6	1.3	5.1	na
	2006	1.9	0.2	1.2	0.9	-1.1	na
DE ^{g)}	2003-05	0.6	-0.2	0.8	-0.5	-0.6	-1.1
	2006	0.6	-0.1	2.0	-1.5	-4.0	1.0
FR	2003-05	3.2	1.4	1.2	1.6	3.6	-4.9
	2006	3.0	1.3	1.3	1.7	0.2	-1.4
IT	2003-05	2.0	-0.7	-0.3	3.5	4.6	-6.8
	2006	3.4	1.3	0.2	3.7	2.7	-4.6
FIN	2003-05	3.1	2.8	2.1	1.1	3.0	-3.6
	2006	2.6	1.8	3.7	-0.6	-1.9	0.3
NETH	2003-05	1.6	0.1	1.7	0.6	2.9	-1.3
	2006	1.6	0.3	1.9	-1.0	-1.6	-0.7
IRE	2003-05	4.8	2.1	1.4	4.2	5.1	-2.3
	2006	4.5	1.7	0.9	5.0	-0.3	-3.7
ESP	2003-05	3.2	-0.9	0.5	2.9	2.0	-2.7
	2006	2.9	-0.7	0.7	2.5	0.7	-2.3
UK	2003-05	3.0	0.4	1.6	2.6	0.2	-2.5
	2006	3.6	1.3	1.7	2.9	1.6	3.8
SWE	2003-05	3.2	1.8	2.8	0.8	-1.6	0.0
	2006	2.9	1.7	2.6	0.0	0.1	-1.9
POL	2003-05	1.4	-1.0	3.4	0.2	-5.8	3.7
	2006	4.7	4.1	2.2	2.9	-0.5	3.6
HUN	2003-05	8.0	4.0	4.2	3.9	1.2	3.8
	2006	5.8	2.5	3.7	3.4	-4.2	3.9
USA	2003-05	3.6	0.9	2.4	1.6	-5.9	-2.1
	2006	7.1	4.2	1.9	4.3	-1.2	-1.0
JAP	2003-05	0.0	1.4	2.1	-2.6	-2.5	0.6
	2006	0.3	1.3	2.5	-1.0	-11.4	0.9

^{a)} Business sector = Total economy less the public sector. – ^{b)} Nominal wage deflated by GDP Deflator. – ^{c)} Total economy. – ^{d)} Manufacturing sector. – ^{e)} Competitiveness- weighted relative unit labour costs in dollar terms. – ^{f)} Difference between growth rates of export volumes and export markets for total goods and services. A positive number indicates gains in market shares and a negative number indicates a loss in market shares. – ^{g)} The figures for Germany are compensations per employee and not wages.

Source: OECD Economic Outlook 80 database.

Mer integration tenderar att minska den stabiliseringspolitiska kostnaden

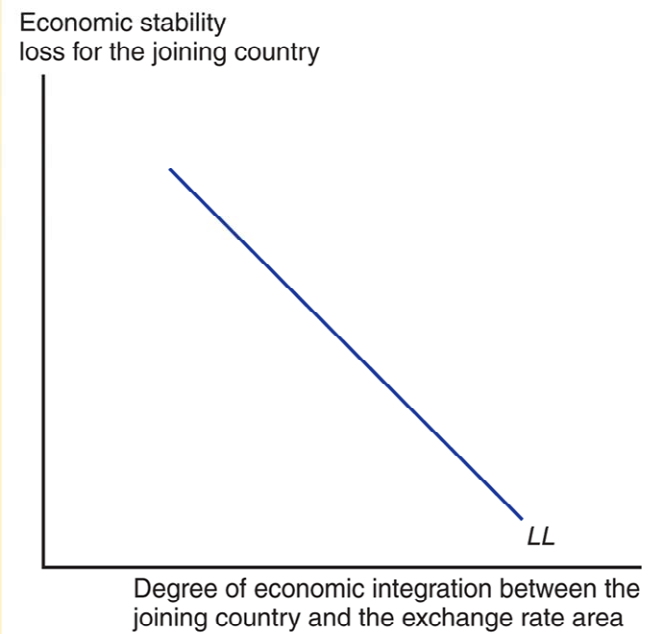
- **Mer arbetskraftsrörlighet**
- **Mer utrikeshandel innebär att det krävs mindre förändringar av den reala växelkursen för att påverka handelsflödena**
- **Mycket utrikeshandel innebär att nominella växelkursförändringar är ett mindre effektivt medel för att ändra den reala växelkursen:**
 - **om importen väger tungt i KPI, kommer importprisstegringarna till följd av en nominell depreciering att leda till stora prisstegringar som utlöser kompenserande löneökningar och därmed inhemska prisstegringar: då liten effekt på den reala växelkursen**
 - **$q = EP^*/P$. Både $E \uparrow$ och $P \uparrow$.**

Theory of Optimum Currency Areas (cont.)

Figure 20-4

The *LL* Schedule

The downward-sloping *LL* schedule shows that a country's economic stability loss from joining a fixed exchange rate area falls as the country's economic integration with the area rises.

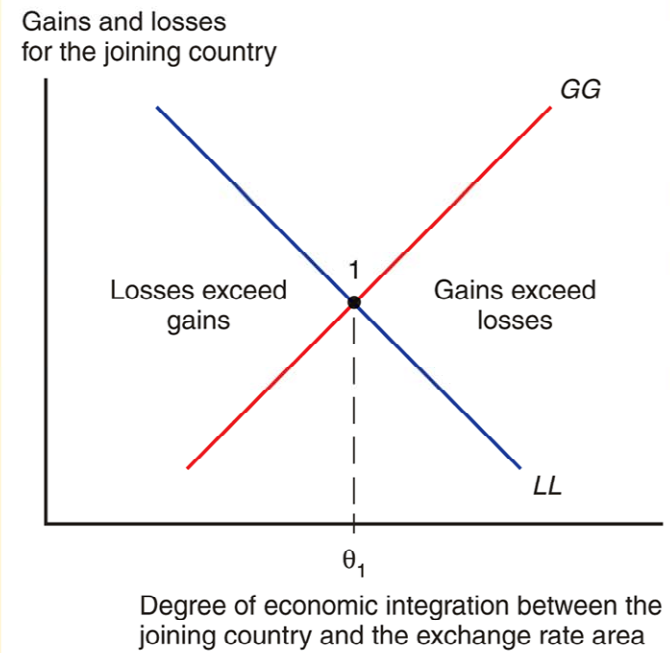


Theory of Optimum Currency Areas (cont.)

Figure 20-5

Deciding When to Peg the Exchange Rate

The intersection of *GG* and *LL* at point 1 determines a critical level of economic integration θ_1 between a fixed exchange rate area and a country considering whether to join. At any level of integration above θ_1 , the decision to join yields positive net economic benefits to the joining country.



Större fördelar med en övergång till euron för de nya EU-länderna än för t ex Sverige och Storbritannien

- Tillväxthänsyn viktigare än stabiliseringspolitiska hänsyn
- Större flexibilitet på arbetsmarknaden minskar behovet av egen penningpolitik
 - högre löneökningstakt ger större möjligheter att förändra det relativa kostnadsläget
 - svagare fack och mindre betydelse för kollektivavtal
 - svängningar i migrationsströmmarna som anpassningsmekanism
- Nuvarande situation med egen valuta innebär stora risker för valuta- och finansiella kriser
 - typiska “emerging markets”
 - störst risk för ERM-2-länder, mindre risker för dem med flytande växelkurs (Polen, Tjeckien, Ungern)
 - risk för “capital flow reversals”
 - valutakursfall - upplåning i utländsk valuta ökar i värde - om “currency mismatch” insolvens och konkurser
- Större behov av att skapa trovärdighet för låginflationspolitik

Box 3.1**Criteria for EMU entry**

- The deficit of the general government must be below three percent of GDP. Gross debt of the general government must be below 60 percent of GDP or declining toward 60 percent of GDP at a satisfactory rate.
- Inflation must not exceed the average rate of inflation in the three EU countries with the lowest inflation rate by more than 1.5 percentage points.
- The long-term interest rate must not exceed the average rate in the three EU countries with the lowest interest rate by more than two percentage points.
- Two years of participation in the Exchange Rate Mechanism II (ERM II)^{a)} without major tensions in the foreign exchange market are required.

a) ERM II replaced the earlier ERM when the euro was introduced. It is a multilateral exchange rate arrangement with a fixed, but adjustable, central parity for the exchange rate of the currency of a member country to the euro and a fluctuation band around the parity.

Table 3.7**Inflation rate (harmonised index of consumer prices), percent, 2003–2006**

	2003	2004	2005	2006
Czech Republic	-0.1	2.6	1.6	2.5
Estonia	1.4	3	4.1	4.4
Cyprus	4	1.9	2	2.4
Latvia	2.9	6.2	6.9	6.7
Lithuania	-1.1	1.2	2.7	3.8
Hungary	4.7	6.8	3.5	3.9
Malta	1.9	2.7	2.5	3.0
Poland	0.7	3.6	2.2	1.4
Slovenia	5.7	3.7	2.5	2.5
Slovakia	8.4	7.5	2.8	4.5
Euro area	2.1	2.1	2.2	2.2
EMU criterion^{a)}	2.7	2.6	2.9	3.1

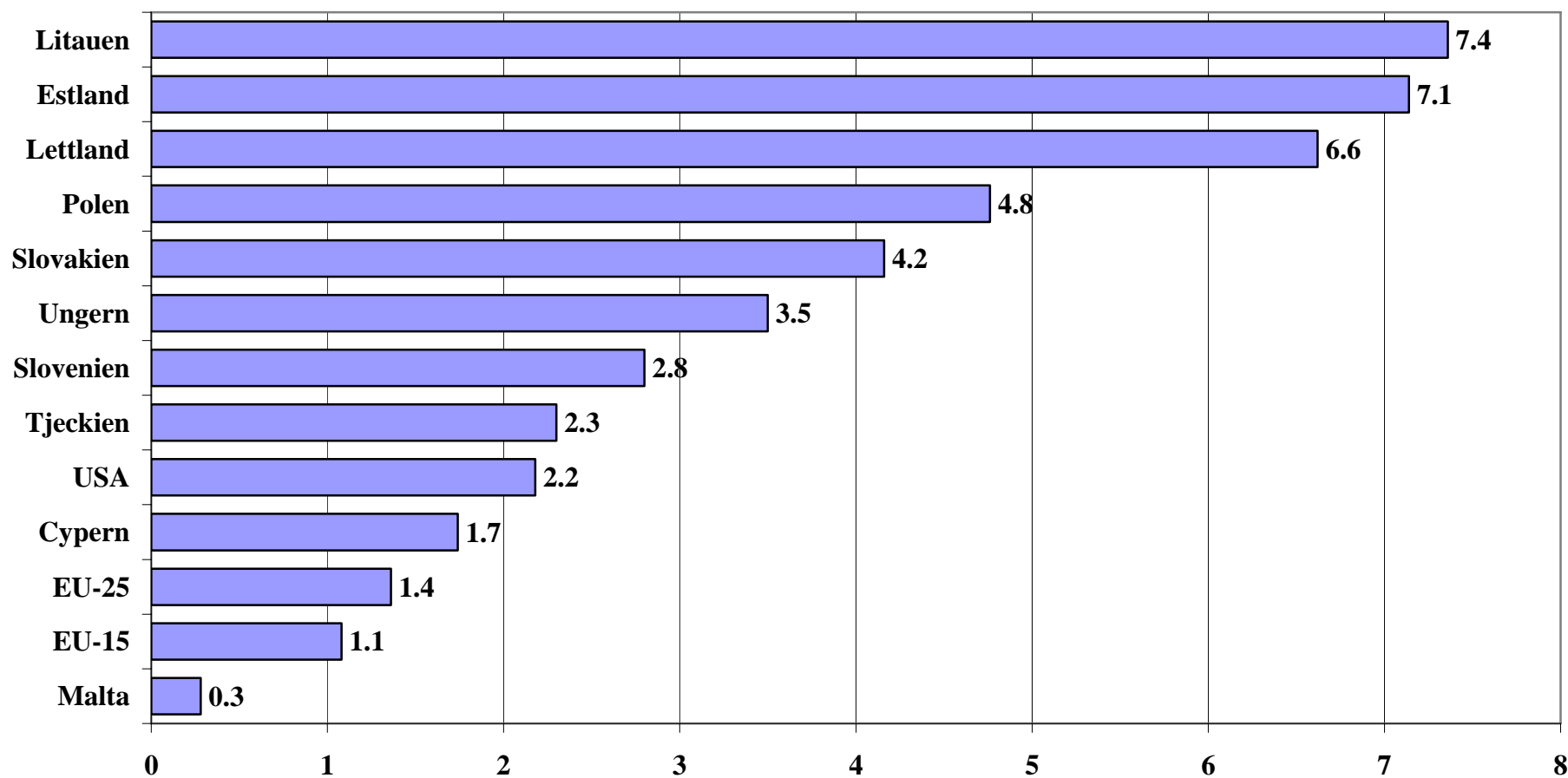
^{a)} The numerical values of the EMU criterion differ slightly between different publications, as somewhat different twelve-month periods are used to calculate the reference value.

Source: Eurostat and European Commission (2006b).

Inflationskriteriet för EMU-medlemskap

- Inflationen får inte överstiga inflationen i de tre länderna med lägst inflation med mer än 1,5 procentenheter
- Snabbt växande länder har högre inflation (Balassa-Samuelson-effekten)
- Hög produktivitetsstegring i den sektor som producerar “tradables” (utrikeshandelsvaror)
- Höga löneökningar sprider sig till den sektor som producerar “non-tradables” (tjänstesektorn) med lägre produktivitetsökning, dvs industrin
- Högre prisökningar för “non-tradables” och därmed för KPI: 1-2,5 procentenheter
- Risk onödigt åtstramande politik tvingas fram
- Starka motiv för att omformulera inflationskriteriet: Balassa-Samuelson-rabatt

Produktivitetsökning i procent (genomsnitt per år 2000-2004)



Källa: Europeiska kommissionen