

7 Fast växelkurs i små öppna ekonomier

Under en stor del av den moderna historien har västvärlden använt system för fasta växelkurser;

- Guldmyntfoten 1871-1914.
- Återgångsförsök mellankrigstiden.
- Bretton Woods 1945-73 - fasta växelkurser mot dollarn.
- Valutaormen 1973-77 (fasta kurser mot D-marken).
- ERM 1979-99 Växelkursband -2.25% runt centralkurs. Men flera realignments. 1993 vidare band 15% runt centralkurs.
- 1999 EMU

Sverige har också ensidigt använt fast växelkurs,

- 1977-91 mot valuta korg med handelsvikter, men upprepade devalveringar. 1977,81,82.
- 1991-92 mot ecun.
- 1992 Spekulative attacker, 500% ränta -> fast kurs övergavs.

7.1 N-1 problemet

Vid fasta växelkurser mellan N länder finns bara $N - 1$ växelkurser. Under valutaormen, med fasta växelkurser mot D-marken, kunde Tyskland bedriva sin egen penningpolitik, och alla andra tvingades till samma penningpolitik. Bland annat Frankrike föredrog en gemensam penningpolitik bestämd av ECB över en bestämd av BUBA (Tyska bundesbank).

7.2 Hur fixera växelkursen?

För att fixera växelkursen (utan att ransonera den som t.ex. i vissa utvecklingsländer) måste centralbanken se till att priset på valutan blir det fastställda på valutamarknaden. Antag att växelkursen fast och satt till \bar{E} . Om växelkursen är trovärdig uppstår jämvikt på de finansiella marknaden vid växelkursen \bar{E} om penningmängden sätts så att inhemsk ränta = utländsk ränta.

$$\begin{aligned}\bar{E} &= \frac{\bar{E}}{1 + (R_{\$} - R_S)} \rightarrow R_S = R_{\$} \\ &\rightarrow \frac{M^s}{P^d} = L(R_{\$}, Y).\end{aligned}\tag{92}$$

7.3 Valutakriser

En självpåtagen fast växelkurs, som Sverige förde 1977-1992, har en inneboende känslighet för förväntningar om dess kollaps. Antag att marknaden tror att med sannolikheten p blir det en devalvering med d nästa period, i.e., att kursen sänks från \bar{E} till $(1-d)\bar{E}$. Förväntad växelkurs är då

$$E^E = (1-p)\bar{E} + p(1-d)\bar{E} = (1-pd)\bar{E}.$$

Öppen ränteparitet kräver då

$$\bar{E} = \frac{(1-pd)\bar{E}}{1+(R_{\$}-R_S)} \rightarrow \quad (93)$$

$$R_S = R_{\$} + pd. \quad (94)$$

Om en eventuell devalvering är nära förstående kan detta leda till att höga annualiserade räntor krävs för att upprätthålla räntepariteten. Ex: $p = 10\%$ $d = 10\%$ för nästa dag. Räntan måste då vara 1% högre per dag för att upprätthålla växelkursen. Detta motsvarar en annualiserad årsränta på $(1.01)^{365} \approx 38$ d.v.s 3800%. Om riksbanken inte är villig att se till räntan blir så hög kommer riksbanken att förlora valutareserver (betalningsbalansunderskott) eftersom ingen vill hålla den inhemska valutan om man inte får kompensation för devalveringsrisken. Detta brukar kallas "kapital flykt" eller "valutakris". Om reserverna börjar ta slut måste

- räntan höjas så marknaden blir villig att hålla den inhemska valutan,
- en devalvering ske,
- valutan släppas fri,
- eller valutaransonering (-> svart marknad - dubbla växelkurser).

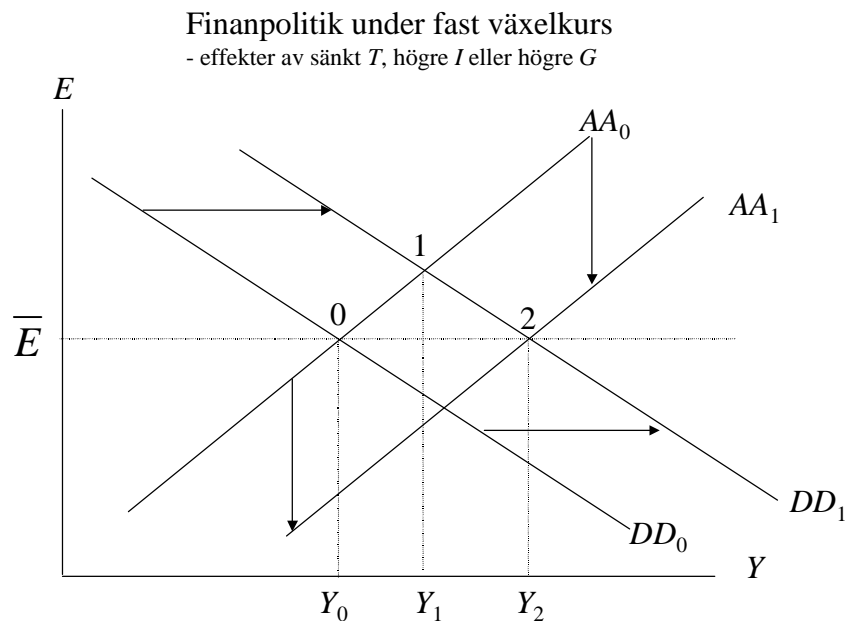
Ett sätt att minimera risken för valutakriser och öka förtroendet för en självpåtagen fast växelkurs är att använda en sedelfond (Currency board). Under en sådan har centralbanken lika mycket utländsk valuta i sin ägo som den utestående penningmängden (M_0). Centralbankens reserver kan då inte ta slut utan räcker till alla som skulle vilja växla till sig utländsk valuta för den inhemska.

7.4 Stabiliseringspolitik under en trovärdig fast växelkurs – effekter på kort sikt

7.4.1 Finanspolitik

Våra jämviktsvillkor, dvs AA och DD kurvorna, måste vara uppfyllda också under fast växelkurs. Nu har vi också restriktionen $E = E^E = \bar{E}$, vilket som vi sett innebär att inhemska ränta måste vara densamma som utländsk $R_S = R_{\$}$. Penningpolitiken måste därför inriktas på att se till att $R_S = R_{\$}$ och kan inte användas till stabiliseringspolitik. Finanspolitiken blir istället desto effektivare.

En expansion av aggregerad efterfrågan D leder till ökad produktion Y . DD -kurvan skiftar utåt från DD_0 till DD_1 . Detta leder till ökad efterfrågan på pengar, som ökar räntan och tenderar att appreciera växelkurs och output – jämvikten skiftar från punkt 0 till 1 i figuren om växelkursen hade varit flytande. Under fast växelkurs måste centralbanken expandera penningutbudet – dvs skifta AA -kurvan nedåt från AA_0 till AA_1 , vilket ytterligare förstärker de positiva effekterna på output som ökar till Y_2 i den nya jämviktspunkten 2.



7.4.2 Devalvering

Som vi tidigare noterat kan man under fast växelkurs inte använda penningpolitiken för att via en räntenedgång depreciering expandera output. Vid många tillfällen har dock devalveringar skett.

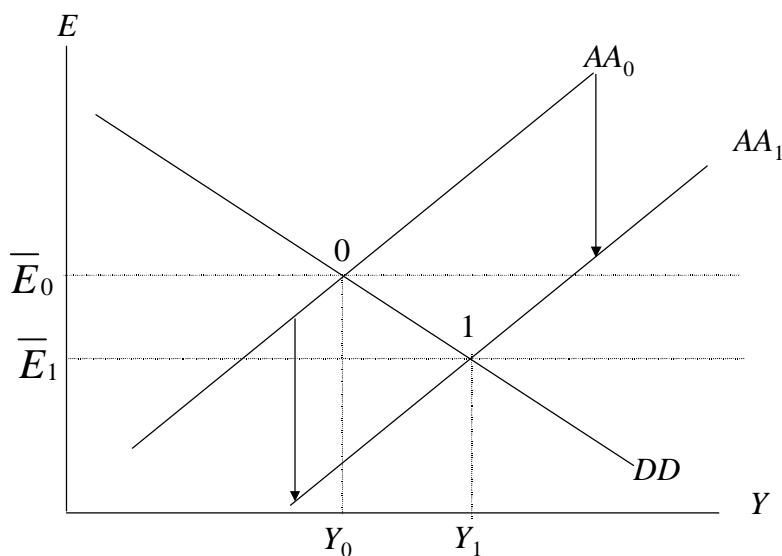
En devalvering från \bar{E}_0 till \bar{E}_1 ökar efterfråan

$$D \equiv C(Y - T) + I + G + CA \left(E \frac{P^d}{P^f}, Y - T \right),$$

eftersom vi antar att priserna är oförändrade och Lerner-Marshall villkoret är uppfyllt. Y ökar därmed längs DD kurvan från Y_0 till Y_1 . Om växelkursen idag och i morgon är \bar{E}_1 så är den räntan efter devalveringen densamma som omvärldsräntan (om devalveringen var förväntad, så måste dock inhemska räntan ha varit högre innan devalveringen skedde). Eftersom output ökat, så måste dock penningmängden ökas, för dvs AA kurvan skiftas nedåt från AA_0 till AA_1 .

$$\rightarrow L(R_{\$}, Y_1) = \frac{M_1^s}{P^d} > \frac{M_0^s}{P^d}. \quad (95)$$

Devalvering



7.4.3 Devalveringscykel

Den svenska fastkurspolitiken 1977-92 kännetecknades av återkommande kriser som resulterade i devalveringar. På grund av bland annat höga lönekostnadsökningar steg P^d fortare än P^f . Vid fast växelkurs det leder till att DD kurvan successivt skiftar inåt – från $DD_0 \rightarrow DD_1 \rightarrow DD_2$ med fallande produktion $Y_0 \rightarrow Y_1 \rightarrow Y_2$ vid jämvikterna 0, 1 och 2.

För att ha jämvikt på finansmarknaderna vid \bar{E}_0 och motverka deprecierings tendenserna måste också AA kurvan följa, vilket delvis sker automatiskt genom att högre priser minskar real penningmängd.

Högre P^d/P^f vid fast växelkurs betyder högre real växelkurs, $\cdot \varepsilon = \frac{P^d}{P^f} \cdot E$, dvs, dyrare svenska varor jämfört med omvärldens. Till slut nåddes vad som brukade kallas "kostnadskris" eller lite felaktigt "konkurrenskraftskris" vilken rättades till med en devalvering till \bar{E}_1 och så var output tillbaka på Y_0 vid jämvikten 3. Så länge inte de grundläggande orsakerna till de för höga inflationstendenserna undanröjts inleddes dock bara en ny cykel.

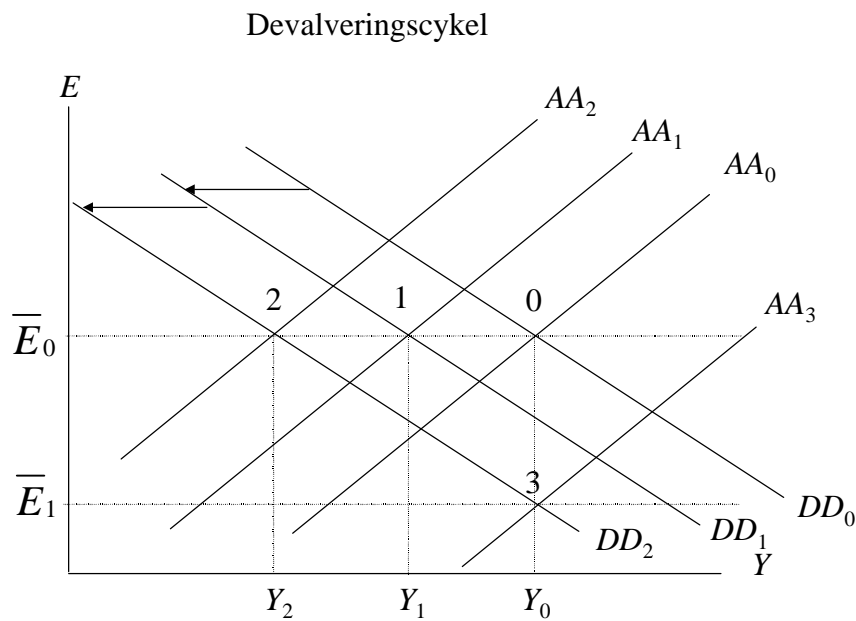


Figure 11: