

KRONANS UTVECKLING

Sedan 1975 har kronans effektiva nominella växelkurs, mätt med TCW-index, försvagats med närmare 90 procent. Ungefär hälften av denna försvagning kan förklaras med att den svenska inflationen under en lång tidsperiod var högre än i vår omvärld. Den resterande delen av försvagningen beror på att den s.k. reala växelkursen deprecierat.

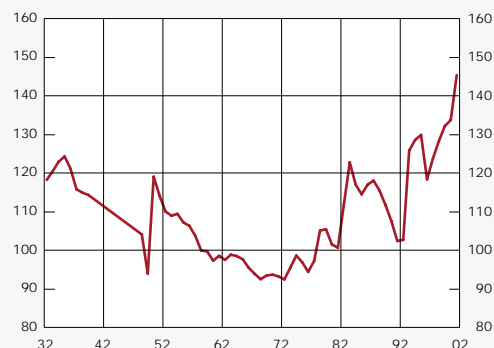
En real växelkurs mäter ett lands kostnads- eller prisnivå i förhållande till andra relevanta länder i gemensam valuta. För att avgöra om en valuta är över- eller undervärderad används ofta begreppet real jämviktsväxelkurs. Den reala jämviktsväxelkursen är den nivå som är förenlig med extern och intern balans. Vid intern balans råder fullt resursutnyttjande i hemlandet medan extern balans förutsätter att utlandsskulden inte växer under okontrollerade former.

Vad är det som påverkar den reala växelkursen och dess jämviktsnivå? Enligt teorin om köpkraftsparitet ska prisnivån i två länder vara densamma uttryckt i en gemensam valuta och den reala växelkursen kommer då att vara konstant över tiden. Skillnader i inflationstakt mellan länderna balanseras av rörelser i den nominella växelkursen. Historisk sett har dock den reala växelkursen tenderat att fluktuera (se diagram R6).²² Eftersom köpkraftsparitet bara tycks hålla på mycket lång sikt innebär detta att den reala växelkursen under långa perioder kommer att vara under- eller övervärderad.

Det finns flera olika teorier för att förklara den reala växelkursen. Enligt en av dessa bestäms den reala jämviktsväxelkursen av den relativa produktivitets-tillväxten mellan länder och av ett lands "terms of trade", dvs. relativpriset för ett lands varor på världsmarknaden. Det är lätt att se att också utvecklingen av bytesbalansen kan vara av betydelse.

"Terms of trade" - Försämrade "terms of trade" i förhållande till omvärlden innebär att landet ifråga får sämre betalt för sina exportvaror medan importerade varor blir dyrare. Ett annat sätt att uttrycka en "terms of trade" försämring är att importerade varor blir dyrare relativt inhemskt producerade. Landet måste

Diagram R6. Real växelkurs.

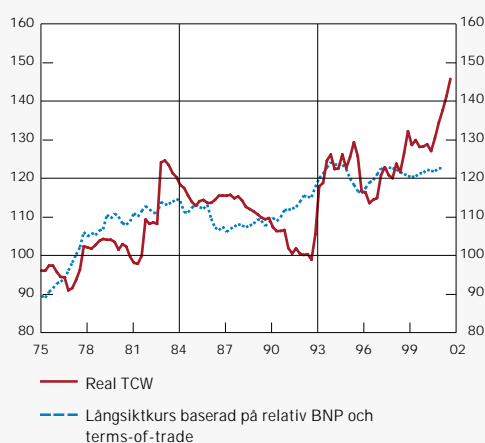


Anm. Observationerna 1940-1947 saknas och har ersatts med linjär interpolering. Se även fotnot 22. År 2001 inkluderar t.o.m. september månad 2001.

Källor: IMF och Riksbanken.

22 I diagrammet visas den effektiva reala växelkursen, dvs. en sammanvägning av de bilaterala reala växelkurserna mot Sveriges viktigaste handelspartners (årsgenomsnitt). I detta fall är det 13 länder (G10-länderna samt Danmark, Finland och Norge) som utgör "utlandet". De har sammanvägts med (relativa) TCW-vikter.

Diagram R7. Real TCW samt trendmässig TCW baserad på en enkel modell med relativ BNP och "terms-of-trade".



Källa: Riksbanken.

sälja fler exportvaror eller konsumera mindre inhemska varor för att kunna betala för en oförändrad importvolym. För att återställa jämvikten måste den reala växelkursen försvagas.

Produktivitetstillväxt - Om produktivitetstillväxten är starkare i hemlandet än i utlandet kommer den reala växelkursen att appreciera för att jämna ut konkurrensförhållandena mot utlandet. En hög produktivitetstillväxt brukar också gå hand i hand med en högre potentiell BNP-tillväxt. Ett land som har högre tillväxt än i omvärlden bör därför normalt ha en trendmässigt apprecierande real växelkurs. Sambandet mellan produktivitetstillväxt och växelkursen är dock inte entydigt enligt ekonomisk teori. Under vissa antaganden kan sambandet också vara det omvända.

Bytesbalansen och utlandsskulden - Ett land som har ett bestående underskott i bytesbalansen kommer att generera en växande utlandsskuld. Det betyder att landet får större och större räntebetalningar. Den reala växelkursen måste försvagas för att landet ska kunna öka sin export och finansiera räntebetalningarna. Ett land som har en nettoskuld mot utlandet kan därför under perioder komma att ha en svag växelkurs. Bytesbalansen och utlandsskulden kan också påverkas av andra faktorer, exempelvis demografiska förhållanden.

Vid sidan av dessa förklaringar finns det andra faktorer som kan tänkas påverka kronan som mer eller mindre tar sin utgångspunkt i de flöden som sker på valutamarknaden. Den mest generella flödesrelaterade förklaringen är korträntedifferensen. En annan faktor som från tid till annan påverkat nominella växelkurser är det statsfinansiella läget. En växande statskuld kan skapa förväntningar om högre inflation.

Alla bedömningar av kronans framtida kursutveckling är osäkra. Enkla skattningar tyder på att sambandet mellan real växelkurs, relativ BNP-utveckling och "terms of trade" kan ge en vägledning i tolkningen av kronans utveckling. Utvecklingen av den reala växelkursen under 1970- och 1980-talet kan t.ex. till stor del förklaras med den relativt sämre tillväxten i Sverige och med försämrade "terms-of-trade". Diagram R7 visar real TCW samt en skattning med en sådan modell. Under vissa perioder har emellertid utvecklingen varit svårförklarad, bl.a. 1990-1993 och de senaste två åren. Den relativa BNP-utvecklingen under de senaste åren skulle snarast tala för en starkare växelkurs medan den under senaste året försvagade "terms of trade" bara kan förklara en mindre del av kronans lägre värde.

Vilka andra faktorer är det då som har påverkat kronutvecklingen de senaste åren? Eftersom långräntedifferensen mot Tyskland i stort sett varit oförändrad finns det inte anledning att tro att osäkerhet kring den ekonomiska politiken ha varit en viktig faktor. Inte heller är det troligt att skillnaden i de korta räntorna spelat någon större roll, även om effekter periodvis inte kan uteslutas.

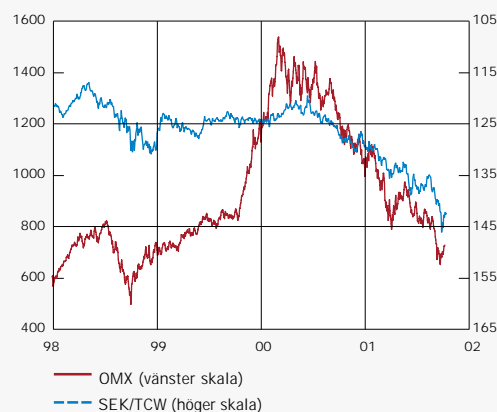
Diskussionen rörande växelkursen har den senaste tiden i stället kommit att handla om effekterna av specifika flöden. Det har under de senaste åren t.ex. förelegat en nära relation mellan Stockholmsbörsens och kronans utveckling (se diagram R8). Det förefaller som om kronan tenderar att falla när utländska placerare har lämnat börsen. De omfattande köp av utländska värdepapper som svenskar genomfört, bl.a. till följd av ändrade placeringsregler inom det nya pensions-systemets ram, synes ha haft liknande effekt. Stockholmsbörsens utveckling speglar också den realekonomiska utvecklingen och det kraftiga fallet av IT- och telekomaktier beror dessutom på försämrade "terms-of-trade". Samtidigt har problemen för dessa delar av industrin resulterat i lägre exportintäkter.

En svaghet med den här typen av förklaringar av kronans utveckling är att effekterna inte tycks vara systematiska eller symmetriska. Under perioder när börsen har varit stark har detta exempelvis inte föranlett någon kraftig förstärkning av kronan. Före 1999 tycks det heller inte finnas någon tydlig relation mellan Stockholmsbörsen och kronans utveckling (se diagram R8). I andra länder såsom Storbritannien, Schweiz eller Japan, där börserna också har fallit, har växelkursen inte deprecierat. Då det inte finns någon stabil grund för att anta att flödenas effekter på växelkursen är systematiska har de ett begränsat värde som prognosvariabler.

Vid en samlad bedömning av den svenska växelkursutvecklingen framstår tre slutsatser som centrala:

- En viktig förklaring till att kronan försvagats i nominella termer de senaste decennierna är att inflationen varit högre än i andra länder. Ungefär hälften av den nominella deprecieringen sedan 1970-talet beror på högre inflation. Återstoden av kronförsvagningen, dvs. deprecieringen av den reala växelkursen, beror huvudsakligen på att Sverige under lång tid haft en lägre BNP-tillväxt än de viktigaste konkurrentländerna.
- Under 1990-talet har politiken i Sverige lagts om. Inflation och tillväxt har sedan dess varit i linje med omvärldens. Det finns mot denna bakgrund inte

Diagram R8. OMX samt TCW.



Källa: Riksbanken.

anledning att tro att tillväxten och inflationen kommer att avvika markant från omvärlden framöver. Att dessa faktorer skulle förklara kronförsvagningen är därför inte troligt. Även om "terms of trade" försämrats just det senaste året finns det knappast skäl att se detta som något som kommer att tynga kronan i framtiden.

- Antagligen sammanhänger de senaste årens depreciering till viss del med faktorer, såsom portföljflöden och finansiell oro. Till bilden har också hört en konjunkturell nedgång i exportintäkterna. Detta är faktorer som i hög grad bör vändas till sin motsats när återhämtningen inleds.

I den allmänna diskussionen om kronans försvagning har också ett antal förklaringar av mer strukturell art lyfts fram. Exempel på sådana är skattesystemets utformning, företagens internationalisering och den följande utlokaliseringen av vissa funktioner, kronans ställning i ett Europa där euron får ökande betydelse osv. Inom Riksbanken bedrivs ett arbete för att öka förståelsen också om hur aspekter av detta slag kan tänkas påverka kronan.²³

23 Mitlid, K., "Kronans roll i EMU", *Penning- och Valutapolitik 1*, 1998, Sveriges riksbank.