

KRONANS UTVECKLING MOT EURON

En folkomröstning om ett svenskt inträde i valutaunionen kommer att hållas den 14 september 2003. Frågan om ERM2-deltagande är i Sverige nära kopplat till frågan om ett inträde i valutaunionen. Enligt den nya valutapolitiska lagstiftningen, som tillkom 1999, är det regeringen som fattar beslut om växelkurssystem. Regeringen har gett uttryck för att en anslutning till ERM2 kan bli aktuell efter att beslut fattats om ett svenskt deltagande i valutaunionen. Riksbankens ansvar enligt riksbankslagen är att fatta beslut om tillämpningen av växelkurssystemet, bl.a. centralkursen. I praktiken är utformningen av en svensk position om lämplig centralkurs dock något som Riksbanken har starka skäl att resonera sig fram till gemensamt med regeringen. Det är viktigt inte minst inför överläggningarna med de andra EU-länderna inför ett inträde i ERM2. Beslut om deltagande i ERM2 och om centralkursen fattas gemensamt av finansministrarna i euroländerna, ECB samt centralbankschefer och finansministrar i ERM2-länderna, dvs. f.n. Danmark. Mot denna bakgrund är det naturligt att Riksbanken bedriver ett analysarbete som kan ligga till grund för en bedömning av en rimlig centralkurs i ERM2.

En viktig del i en sådan analys är en bedömning av kronans utveckling under de närmaste åren. Detta kräver i sin tur en förståelse av de viktigaste drivkrafterna bakom kronans långsiktiga utveckling.

Sedan 1970 har den svenska kronan deprecierat med ca 90 procent mot den korg av valutor som sedan 1999 tillsammans bildar euron.¹ Enligt en flitigt utnyttjad teori för växelkursbestämning, principen om köpkraftsparitet, motsvaras förändringar i nominella växelkurser fullt ut av skillnader i inflationstakt. Förklaringen till kronans svaga utveckling under dessa decennier skulle alltså enbart vara att svensk inflation överstigit den genomsnittliga inflationstakten i euroområdet. Av tabell R1 framgår att så inte varit fallet och att endast hälften av kronförsvagningen kan förklaras av att Sverige haft högre inflation än euroområdet sett i genomsnitt över hela denna

1 När det gäller stora förändringar i växelkursen kan det finnas olika åsikter om hur den procentuella deprecieringen bör beräknas. Det som här avses är följande. Värdet på en syntetisk euro var i början av 1970 ca 4,95 kronor. Idag kostar en euro ca 9 kronor, dvs. en ökning med ca 90 procent. Alternativt kan man säga att kronans värde i termer av euro var ca 0,202 i början av 1970, och ca 0,11 idag. Med detta synsätt har värdet på kronan sjunkit med ca 45 procent.

period. Resten av kronförsvagningen avspeglar att Sveriges s.k. reala växelkurs mot euroområdet försvagats. En analys av kronans utveckling framöver förutsätter alltså inte bara en bedömning av inflationstakten i Sverige och i euroområdet, utan även en bedömning av den reala växelkursens framtida utveckling.

REALA VÄXELKURSER – TEORI OCH TOLKNINGAR

Den reala växelkursen är ett relativpris mellan brett sammansatta varukorgar i olika länder, till skillnad från den nominella växelkursen som är relativpriset mellan ländernas valutor. När man i praktiken räknar ut värdet på den reala växelkursen är detta en kvot, där täljaren är produkten mellan den nominella växelkursen och ett lämpligt prisindex på utländska varor och nämnaren motsvarande inhemska prisindex. Ofta används konsumentprisindex för sådana beräkningar men andra prisindex (varukorgar) kan också vara av intresse.

Det är den reala växelkursen – och inte den nominella – som spelar den viktigaste rollen för ekonomiska beslut och resursfördelningen inom och mellan ekonomier. Därför bör intresset inte ägnas så mycket åt kronans nominella försvagning, som alltså till stor del förklaras av en relativt sett högre svensk inflation, utan till att förstå varför Sveriges reala växelkurs mot euroområdet har deprecierat med ca 40 procent sedan 1970 (se diagram R4). En vanlig tolkning av den reala växelkursen är att den är ett mått på ett lands internationella *konkurrenskraft*. Ju svagare den reala växelkursen är, dvs. ju fler inhemska varor det går åt i utbyte för en given mängd utländska varor, desto billigare är det för utländska företag och konsumenter att köpa svenska varor – vår konkurrenskraft förstärks. Samtidigt är den reala växelkursen ett mått på ett lands *köpkraft*: ju svagare real växelkurs, desto färre antal utländska varor kan köpas för en given mängd inhemska varor. Dessa tolkningar av den reala växelkursen är viktiga att beakta vid bedömningar av t.ex. en lämplig anslutningskurs i ERM2. En relativt sett svag kurs kan ge konkurrensfördelar, men innebär samtidigt att värdet i euro av tillgångar denominerade i svenska kronor är lägre.

Vad säger ekonomisk teori om den reala växelkursens huvudsakliga bestämningsfaktorer? Med tanke på att den reala växelkursen i grund och botten är ett relativpris är de viktigaste förklarande variablerna grundläggande utbuds- och efterfrågeförhållanden i den inhemska ekonomin relativt utlandet. *Relativ BNP-utveckling*, alternativt *relativ produktivitetsutveckling* används ofta.

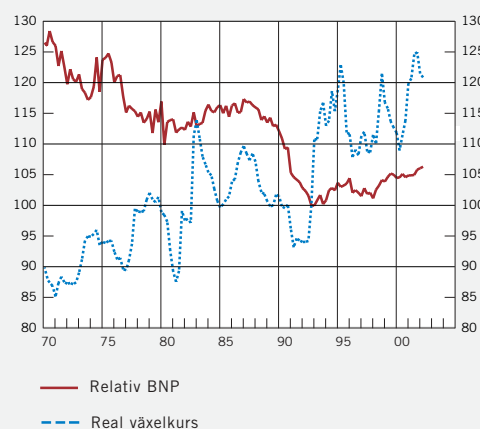
Hypotesen är att länder med högre tillväxt och en högre produktivtetsutveckling har högre prisnivåer och därmed starkare reala växelkurser. Även om de exakta mekanismerna bakom detta samband kan variera tycks det ha ett empiriskt stöd.² Sverige har haft en trendmässigt lägre tillväxt under de senaste tre decennierna jämfört med länderna i euroområdet, vilket är en viktig del-förklaring till kronans långsiktiga reala depreciering. Diagram R4 visar två kurvor, dels den reala växelkursen, dels Sveriges relativa BNP-utveckling jämfört med euroområdet sedan 1970. Den reala deprecieringen under denna period uppgår, som nämnts tidigare, till ca 40 procent. Samtidigt är den relativa BNP-nivån i Sverige ca 20 procent lägre än för tre decennier sedan.

Ytterligare en viktig förklaringsvariabel för den reala växelkursen är *terms of trade*, dvs. priset på exporterade varor dividerat med priset på importerade varor. Terms of trade är också ett relativpris mellan grupper av varor, men i detta fall är jämförelsen mellan mer begränsade varukategorier än vad som är fallet när man beräknar den reala växelkursen. Diagram R5 visar hur Sveriges terms of trade utvecklats de senaste decennierna. Vid flera tillfällen har stora förändringar i terms of trade lett till stora förändringar i den reala växelkursen. Oljeprischockerna under 1970- och 1980-talen är exempel på detta, likaså den oväntade och tydliga försämringen i Sveriges terms of trade som inträffade i slutet av 1990-talet, vilket delvis berodde på IKT-sektorns svaga prisutveckling.

Andra förklaringsvariabler som ofta betonas i ekonomisk teori och som delvis sammanhänger med varandra är *nettoställningen mot utlandet*, *relativ demografi*, och *offentliga utgifter*. Ett land med en nettoskuld mot omvärlden behöver ha en svagare real växelkurs för att kunna uppbära överskott i handeln med omvärlden som i sin tur ska finansiera räntor och amorteringar på skulden. Sveriges nettoställning mot omvärlden försämrades till mitten av 1990-talet och detta kan ha bidragit till den reala deprecieringen. Under senare år har emellertid nettoställningen förbättrats. Den relativa demografiska utvecklingen och förändringar i statens budgetöverskott är också ofta båda förknippade med förändringar i nettosparandet i ekonomin, och därmed med bytesbalansens saldo. Ofta är en förbättring i bytesbalansen förknippad med en svagare real växelkurs.

2 Ett vanligt sätt att beskriva detta är att om produktiviteten i den konkurrensutsatta sektorn stiger, ökar reallöneutrymmet i denna sektor. Om denna sektor är löneledande stiger även lönerna i den skyddade sektorn, varpå priset på dessa varor stiger. Då stiger prisnivån i hela ekonomin, och den reala växelkursen stärks.

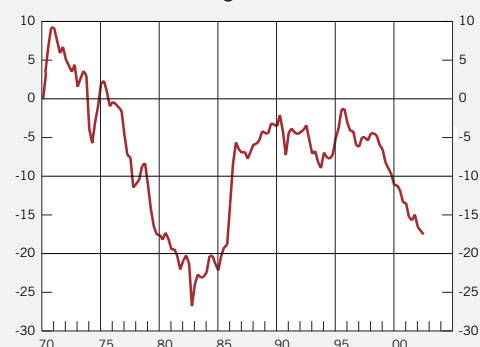
Diagram R4. Real växelkurs och relativ BNP-utveckling mot euroområdet.
Index 1992:Q4 = 100



Anm. Den reala växelkursen är ett geometriskt genomsnitt av de bilaterala reala växelkurserna mellan Sverige och respektive land i euroområdet. Vikterna är relativa TCW-vikter.

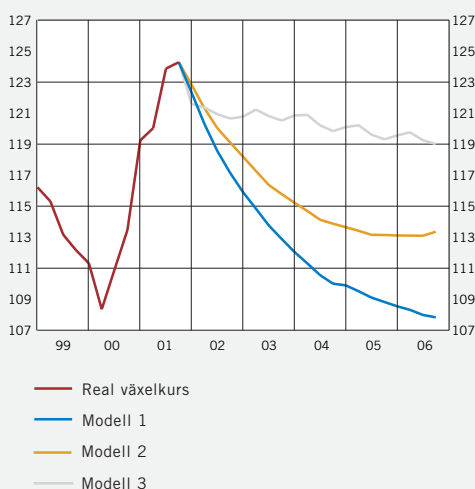
Källa: Riksbanken.

Diagram R5. Terms of trade.
Procentuell förändring sedan 1970



Källa: Riksbanken.

Diagram R6. Modellprognoser av den reala växelkursen mot euroområdet 2003-2006. Index 1992:Q4=100



Anm. De tre olika prognosbanorna kommer från olika s.k. felkorrigeringsmodeller av den reala växelkursen. De förklarande variablerna är: (1) relativ BNP-utveckling mot euroområdet (BNP), nettoställningen mot utlandet (NFA), terms of trade (TOT); (2) relativa BNP-gap, TOT, kvoten mellan andelen 45 till 59 åringar i Sverige och i euroområdet (DEM), och relativa strukturella budgetöverskott, Sverige mot euroområdet (BUS); (3) relativ produktivitet mätt som kvoten mellan KPI/PPI i Sverige och i euroområdet, DEM, BUS, och en regimskiftsvariabel från 1993.

Källa: Riksbanken.

En slutsats från ekonomisk teori är att den reala växelkursen varierar i takt med att utbuds- och efterfrågeförhållanden m.m. i Sverige och i vår omvärld förändras. Vidare talar såväl teori som empiri för att länder med en relativt sett snabbare ekonomisk tillväxt har apprecierande reala växelkurser. Sambandet kan sammanfattas som ”Varor är dyrare i rika länder”.

MODELLBASERADE PROGNOSE AV DEN REALA OCH DEN NOMINELLA VÄXELKURSEN MOT EUROOMRÅDET

Prognoser av hur Sveriges reala växelkurs mot euroområdet torde utvecklas de kommande åren kan göras med hjälp av ekonometriska modeller. I detta sammanhang kan det vara viktigt att komma ihåg att olika ekonomiska teorier förespråkar lite olika samband vilket också måste beaktas i den slutliga bedömningen. På Riksbanken bedrivs därför ett analysarbete med hjälp av flera olika modeller och angreppssätt. I denna fördjupningsruta redovisas prognoserna från några av dessa modeller. Dessa modeller uppfyller dels ekonomiska kriterier i bemärkelsen att de innehåller variabler som ges av etablerad ekonomisk teori, dels statistiska kriterier vilket bl.a. innebär att de fångar en stor del av den historiska variationen i den reala växelkursen.

Diagram R6 visar prognoser av den reala växelkursen som ges av dessa modeller. Prognoserna bygger i sin tur på prognoser av de förklarande variablerna under de närmaste fyra åren, vilket bör beaktas vid en känslighetsanalys. Alla modeller tyder på att den reala växelkursen kommer att appreciera, men storleken varierar mellan några få procent till drygt 10 procent.

Vad dessa förväntade reala apprecieringar innebär i termer av kronans utveckling mot euron beror på en bedömning av den framtida inflationsutvecklingen i Sverige relativt euroområdet. Mycket tyder dock på att inflationstakterna i Sverige och i euroområdet under de kommande åren kommer att ligga på ungefär samma nivå. Med denna bedömning innebär de reala prognoserna att den nominella kron/eurokursen kommer att ligga i intervallet mellan ca 8,50 och något över 9 kronor under 2004, och mellan ca 8,20 och 9 kronor under 2006. Med andra antaganden om den relativa inflationsutvecklingen ändras intervallen: Ju högre den svenska inflationstakten är i förhållande till inflationstakten i euroområdet under de kommande åren, desto svagare kron/eurokurs kommer intervallen att peka på.

EN SAMLAD BEDÖMNING
AV LÄMPLIG ANSLUTNINGSKURS

Prognoser av den reala växelkursens utveckling på sikt är en viktig ingrediens i en samlad bedömning av en lämplig anslutningskurs i ERM2. Prognoserna kan användas för att ringa in ungefärliga intervall för den reala och den nominella växelkursen som är förenliga med övriga bedömningar av den makroekonomiska utvecklingen. Men det finns också skäl att understryka att det inte bara är utvecklingen på lång sikt som är intressant i detta sammanhang. Det är väsentligt att säkra en stabil utveckling under ERM2 och stabil anpassning in i valutaunionen. Därför är det i praktiken av stor betydelse att den centralkurs som väljs fungerar väl i förhållande till den konjunktur som råder, den finanspolitik som bedrivs osv. En för svag centralkurs innebär en stimulans för svensk ekonomi och ett inflationstryck som kan behöva mötas med en finanspolitisk åtstramning. En för stark centralkurs, å andra sidan, kan verka för åtstramande med negativa följder för svensk tillväxt, sysselsättning och statsfinanser.

**Tabell R1. Nominell och real depreciering samt inflationsskillnad mot euroområdet 1970 - 2001.
Procent, årsgenomsnitt**

Nominell depreciering	2,05
Inflationsskillnad, (Sverige – euroområdet)	0,94
Real depreciering	1,11

Anm. Den nominella SEK/EUR växelkursen är framtagen som ett geometriskt genomsnitt av de nominella växelkurserna mellan Sverige och respektive land i euroområdet. Vikterna är relativa TCW vikter.

Källa: Riksbanken.