

## VÄXELKURSENS BESTÄMNINGSFAKTORER

Från början av oktober 1996 till slutet av maj 1997 försvagades kronan med 7,5 procent i effektiva termer (TCW). Här diskuteras faktorer som bedöms ha varit av betydelse för kronans värde, med inriktning på den senaste tidens utveckling.

Allmänt sett kan sägas att den nominella växelkursen bestäms av skillnaden i inflation mot utlandet och av den reala växelkursen.<sup>17</sup> Den reala växelkursen är ett uttryck för relativpriset mellan varor och tjänster i omvärlden och i Sverige. Den påverkas därför av faktorer som styr efterfrågan och utbud på varor och tjänster i Sverige och utlandet, t.ex. produktivitet, sparande och utlandsskuld. En högre svensk inflation än i omvärlden måste kompenseras av att kronan deprecierar i motsvarande mån för att den reala växelkurs ska vara stabil. Även förväntningar om den framtida kronutvecklingen påverkar växelkursen. En förväntad depreciering av kronan, t.ex. till följd av förväntningar om expansiv penningpolitik, leder till minskad efterfrågan på kronor och fallande kronkurs redan idag. Förtroendet för en ekonomisk politik inriktad på långsiktig prisstabilitet är i detta sammanhang en viktig faktor för växelkursens utveckling.

Den reala växelkursen är i jämvikt när både den svenska ekonomin och ekonomierna hos Sveriges viktigaste handelspartners befinner sig i intern och extern balans. Intern balans innebär full sysselsättning och fullt förtroende för en ekonomisk politik inriktad på långsiktig prisstabilitet, medan extern balans innebär att utlandsskulden utvecklas på ett kontrollerbart sätt. Det finns i en sådan situation inga motiv för permanenta resursöverföringar mellan länderna via relativprisförändringar. Den faktiska reala växelkursen kan dock avvika från den reala jämviktskursen under en anpassningsperiod. Om den reala tillväxten trendmässigt avviker mot omvärldens kan det dessutom finnas

en långsiktig trend i den reala jämviktskursen.

I en studie gjord inom Riksbanken bedöms kronans *reala* jämviktskurs i TCW-termer ligga mellan 109 och 118, med tyngdpunkt på den undre delen av intervallet.<sup>18</sup> Svensk ekonomi har under senare år, bortsatt från sysselsättningen, närmast sig en situation med intern och extern balans; förtroendet för den ekonomiska politiken har ökat och bytesbalansöverskotten är stora. En fortsatt disciplinerad ekonomisk politik – inriktad mot sunda statsfinanser och prisstabilitet – bör på sikt leda till en förstärkning av kronan i riktning mot jämviktsväxelkursen.

Utöver de ovan nämnda anpassningsmekanismerna finns det faktorer av mer tillfällig karaktär som kan påverka kronans värde och som varit mer betydelsefulla för utvecklingen under senare tid.

För det första kan *konjunkturella* faktorer spela en roll. Länder i en starkare konjunkturfas kan ha anledning att föra en stramare penningpolitik, vilket normalt leder till en appreciering av den inhemska valutan.<sup>19</sup> För närvarande har penningpolitiken i USA och Storbritannien en relativt stram inriktning jämfört med många europeiska länder. Detta har bidragit till att dollarn och pundet apprecierat kraftigt i förhållande till europeiska valutor inklusive kronan (se figur 10). Förstärkningen av dollarn respektive pundet förklarar ungefär hälften av försvagningen av kronan sedan oktober 1996.

För det andra kan *trovärdighetseffekter* påverka växelkursen. Under senare tid har kronan försvagats bl.a. mot den tyska marken, samtidigt som den långa (termins)räntedifferensen till Tyskland stigit

17 Real växelkurs (RV) definieras här som  $RV = NVP^*/P$ , där NV är nominell växelkurs, P och P\* är inhemska respektive utländska prinsnivåer.

18 Alexius, A. och H. Lindberg "Kronans reala jämviktskurs", Penning- och valutapolitik 1996:1.

19 Ny information som föranleder en penningpolitisk åtgärd i form av ändrade styrräntor i ett land leder till en ändrad korträntedifferens, vilket i sin tur leder till en ökad efterfrågan på placeringar i landet med den högre räntan. Högräntevalutan stärks därmed tills dess att det uppstår deprecieringsförväntningar som motsvarar korträntedifferensen, så att det blir likvärdigt att placera i de olika valutorna.

(se bilagan figur 21). Bakom detta ligger osäkerhet dels kring EMU-processen, som särskilt tenderat att få effekter i länder med tidigare hög inflation och statsfinansiella problem, dels kring den framtida inhemska ekonomiska politiken, vilket bl.a. sammanhänger med den fortsatt höga arbetslösheten.

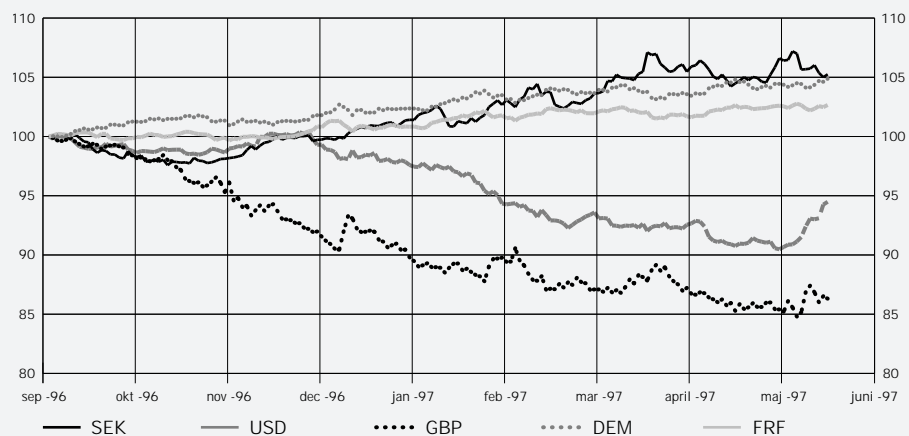
Vid sidan av konjunkturella faktorer och trovärdighetseffekter kan växelkursen för det tredje påverkas av *övergående efterfråge- och utbudsförändringar på valutamarknaden*. De kan vara en följd av portfölj-anpassningar och kortsiktigt positionstagande. De svenska försäkringsbolagen har exempelvis sedan en tid tillbaka viktat om sina värdepappersportföljer mot ett större inslag av utländska värdepapper.<sup>20</sup> Dessa mekanismer kan periodvis bidra till att förstärka växelkursrörelser, även om ekonomiska fun-

damentala faktorer talar för en motsatt utveckling. Efter en tid ska dock normalt en anpassning ske till mer fundamentalt motiverade nivåer.

Det är svårt att peka ut en enskild faktor bakom den senaste tidens kronförsvagning. Det förefaller snarare vara en kombination av konjunkturella faktorer, trovärdighetseffekter och kortsiktiga marknadsreaktioner. Riksbanken har inget mål för växelkursen och penningpolitiken inriktas på att uppnå prisstabilitetsmålet. Växelkursen ska i detta sammanhang ses som en av flera faktorer som är av betydelse för den framtida inflationen.

<sup>20</sup> En del av dessa värdepappersköp kan bero på en ändrad syn på förtroendet för svensk ekonomi och politik, medan en del av köpen kan vara relaterade till mer liberala placeringsregler.

**Figur 10.**  
Effektiv nominell  
växelkurs; SEK, USD,  
GBP, DEM och FRF.  
Index: 2 september  
1996=100



Källa: Riksbanken.