

## KRONKURSENS LÅNGSIKTIGA UTVECKLING

I huvudscenariot förutsätts att kronan kommer att stärkas de kommande åren. Detta synsätt tar sin utgångspunkt i pris- och kostnadsutsikterna relativt omvärlden samt en bedömning av hur kronans reala växelkurs kommer att utvecklas mot bakgrund av det stigande kapacitetsutnyttjandet i ekonomin och överskotten i utrikeshandeln. Den reala växelkursen mäter ett lands kostnads- eller prisnivå jämfört med konkurrentländerna uttryckt i gemensam valuta och kan beräknas på olika sätt genom att olika pris- eller kostnadsmått används.

Sedan övergången till rörlig växelkurs och fram till andra kvartalet 1998 har kronans reala växelkurs försvagats med ca 27 procent i termer av relativa enhetsarbetskostnader per producerad enhet. Den relativa löne- och produktivitet utvecklingen har i sig stärkt konkurrenskraften med ca 13 procent, medan deprecieringen av kronans nominella kurs bidrar med den resterande delen.<sup>23</sup> I termer av relativa konsumentpriser är den reala deprecieringen också betydande, omkring 17 procent. Mätt med relativa exportpriser är dock försvagningen jämförelsevis liten. Detta beror bl.a. på att exportföretagen har utnyttjat det nominella kronfallet till att förbättra sina vinstmarginaler. Den svenska kon-

kurrenskraften har således förbättrats kraftigt under senare år. Löne-, pris-, och produktivitet utvecklingen har varit gynnsam samtidigt som den nominella växelkursen har försvagats. Denna utveckling återspeglas i överskotten i bytes- och handelsbalansen under senare år. Efter två decennier med bytesbalansproblem har det blivit möjligt för Sverige att inleda återbetalningar på utlandsskulden

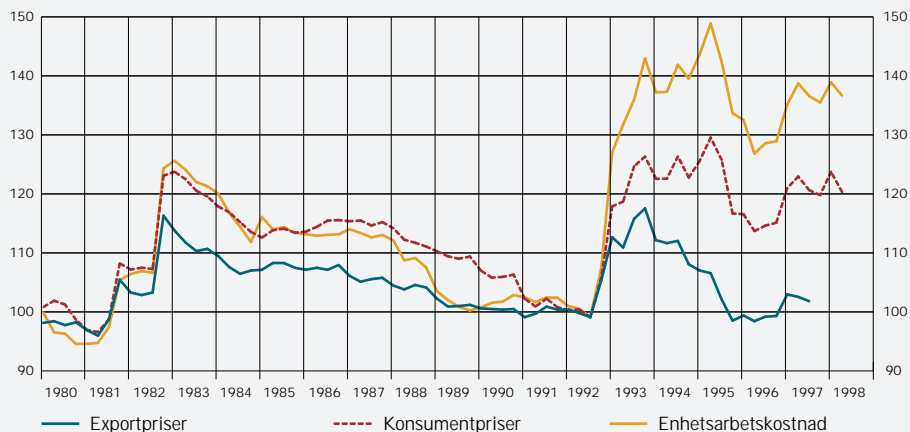
För att avgöra om en valuta är över- eller undervärderad, och därmed hur den kan förväntas utvecklas i framtiden, används ofta begreppet *real jämviktsväxelkurs*. Med real jämviktsväxelkurs avses en växelkursnivå som är förenlig med intern och extern balans i ekonomin.<sup>24</sup> Med intern balans avses fullt kapacitetsutnyttjande och prisstabilitet. Extern balans skulle i detta sammanhang kunna innebära att utlandsskulden, mätt som procent av BNP, är stabil över tiden. Denna förhållandevis strikta definition av extern balans förutsät-

23 Den nominella TCW-vägda växelkursen var 119,2 i genomsnitt andra kvartalet 1998. Kronan har sedan dess försvagats med 4 procent och TCW-index uppgick till 124,5 den 17 september.

24 En närmare beskrivning av denna ansats återfinns t.ex. i "Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Framework for Analysis", International Monetary Fund (1994), Occasional Paper No. 115.

**Diagram R7.**

Real effektiv växelkurs baserad på exportpriser, konsumentpriser och enhetsarbetskostnader.  
Index: 18 november 1992=100



Anm. De reala växelkurserna är uttryckta som utländska priser/kostnader dividerade med svenska priser/kostnader i gemensam valuta. Ett högre index återspeglar följaktligen en depreciering av kronans reala växelkurs och en konkurrensförstärkning.  
Källor: IMF och Riksbanken.

ter att ekonomin nått en situation där de finansiella skuld- och tillgångsstockarna har stabiliserats i förhållande till BNP. Om så är fallet anses den reala växelkursen ha nått sin *långsiktiga* jämvikt.

En annan inte lika strikt definition av extern balans är att bytesbalansen utvecklas på ett sätt som ger jämvikt för utlandsskulden inom en viss specificerad tids-horisont. Så skulle exempelvis en hög utlandsskuld kunna motivera en svagare växelkurs med överskott i bytesbalansen under en viss tid så att skulden sjunker och till sist stabiliserar på en mer normal nivå. Under sådana omständigheter anses den reala växelkursen vara i *medelfristig* jämvikt om ekonomin samtidigt är i intern balans.

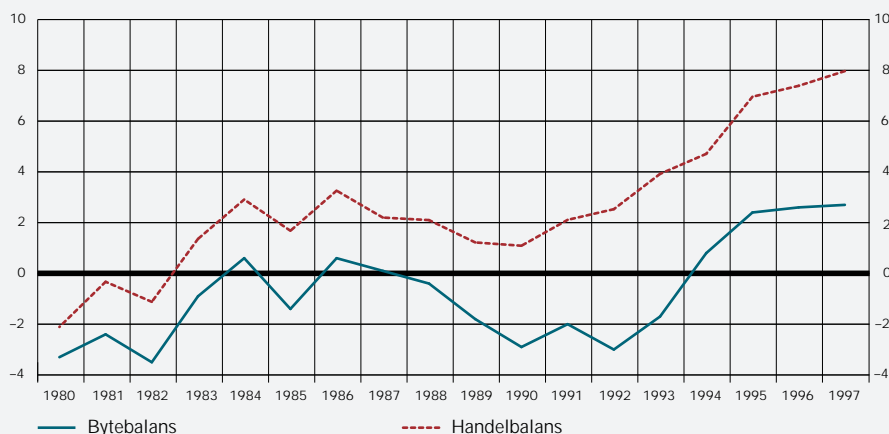
Jämviktsbegreppet kan även vidgas till att beakta de skillnader som föreligger mellan olika länders konjunkturläge och penningpolitik och den inverkan detta har på växelkursen. Den *kortsiktiga* reala jämviktskursen kan definieras som den växelkurs som är konsistent med att intern balans nås inom en viss tidsperiod och att bytesbalansen utvecklas på ett sätt som till sist ger jämvikt för utlandsskulden. Antag t.ex. att inflationsutsikterna är dämpade och efterfrågan i den inhemska ekonomin är svag relativt omvärlden. I så fall skulle penningpolitiken behöva vara expansiv och räntorna låga, vilket inledningsvis försvagar växelkursen. När ekonomin sedan närmar sig fullt kapacitetsutnyttjande med

prisstabilitet, dvs. intern balans, skulle penningpolitiken behöva föras i en mindre expansiv riktning och växelkursen stärkas.

Till saken hör naturligtvis att beräkningar av den reala jämviktskursen är osäkra och i viss mån också subjektiva beroende på den bedömning som måste göras av en rad strukturella faktorer i ekonomin som t.ex. det långsiktiga sparandet och den potentiella tillväxten. Dessutom kan den långsiktiga jämvikten förändras över tiden beroende på strukturella faktorer och förskjutningar i "terms of trade". Inte desto mindre kan beräkningar av den här typen ge en viss vägledning om hur kronan kommer att värderas i framtiden och ett första steg kan då vara att föra ett resonemang utifrån begreppen intern och extern balans.

Vad gäller den *interna balansen* i Sverige så har den svaga kronkursen inneburit att produktion och sysselsättning återigen har ökat i den konkurrensutsatta sektorn, medan den inhemska efterfrågan varit dämpad. Produktionsgapet är därför av allt att döma fortfarande negativt och det kan komma att finnas kvar en viss överskotts-kapacitet i ekonomin även mot slutet av 2000 (se diagram 30 i bilagan). Inflationstrycket i ekonomin är således svagt. Penningpolitiken är därför fortfarande expansiv och räntedifferensen mot utlandet därmed lägre än vad den annars skulle vara. Detta försvagar kronan.

**Diagram R8.**  
Utrikeshandel.  
Procent av BNP



Källor: Riksbanken och SCB.

Hur förhåller det sig då med den *externa balansen*? De senaste åren har exporten utvecklats stark och överskotten i bytesbalansen har uppgått till 2 à 3 procent av BNP. Dessa överskott förefaller rimliga med tanke på att utlandsskulden är hög i ett historiskt perspektiv samt att andelen av befolkningen i arbetsför ålder minskar en bit in på 2000-talet. Å andra sidan kan inte överskotten i bytesbalansen förväntas vara av den storleksordningen i längden. När väl den inhemska efterfrågan tar fart och importen ökar kommer överskotten också att minska. De beräkningar som Riksbanken gjort indikerar dock att bytesbalansen vid rådande växelkurs skulle ge ett överskott även om den inhemska efterfrågan ökade så pass att ekonomin nådde fullt resursutnyttjande. Beräkningarna är naturligtvis osäkra men de stödjer intrycket att det finns ett visst apprecieringsutrymme även när ekonomin når intern balans.

I det längre perspektivet gör andra krafter sig gällande. Med de överskott som är att vänta de närmaste åren kommer utlandsskulden att minska. Lägre utlandsskuld betyder lägre räntebetalningar och om räntebetalningarna minskar kommer det inte att behövas lika stora överskott i handelsbalansen för att finansiera dessa. Utlandsskulden kan i så fall stabiliseras med en svagare handelsbalans. Ett lägre handelsbalansöverskott i den långsiktiga jämvikten förutsätter i sin tur en starkare växelkurs. Med dessa utgångspunkter är

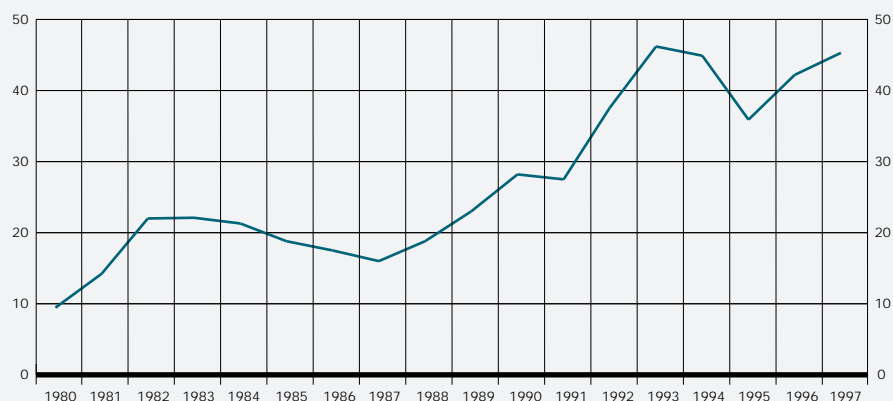
kronan undervärderad ur ett långsiktigt perspektiv.

En real appreciering av kronan under de närmaste åren förfaller således rimlig, men vad kommer att hända med den nominella kronkursen? Den reala förstärkningen kan i princip ske på två sätt. Antingen genom att pris- och kostnadsutvecklingen i Sverige överstiger den i omvärlden eller genom att den nominella kronkursen förstärks. De bedömningar som nu föreligger pekar samstämmigt mot att prisutvecklingen i Sverige kommer att ligga väl i linje med våra viktigaste konkurrentländer. Detta innebär att den reala apprecieringen i huvudsak kommer att äga rum genom en förstärkning av den nominella kronkursen.

Sammantaget förefaller därför den realekonomiska situationen tillsammans med penningpolitikens nuvarande expansiva inriktning tala för att kronan kommer att stärkas under de närmaste åren. Hur stor apprecieringen till sist blir är osäkert, men de beräkningar som Riksbanken tidigare har presenterat ger en viss vägledning.<sup>25</sup> Kronans långsiktiga anpassning påverkas dock från tid till annan av olika störningar på de finansiella marknaderna, som temporärt försvagar kronan. Detta har också varit fallet under de senaste månaderna.

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

**Diagram R9.**  
Utlandsskuld, netto.  
Procent av BNP



Anm. Med utlandsskuld avses nettot av samtliga inhemska sektors tillgångar och skulder mot utlandet.  
Källa: Riksbanken.