

KRONANS KURS MOT EURON

Av alla utländska valutor är euron den som har störst betydelse för den svenska ekonomin. Euron utgör ca 56 procent av det konkurrensvägda TCW-indexet och omkring 40 procent av den svenska varuexporten går till euroområdet, som i sin tur står för ca 50 procent av den svenska varuimporten. Sveriges medlemskap i EU gör länkarna till euroområdet särskilt påtagliga. Skulle Sverige komma att träda in i EMU ersätts den svenska kronan av euron. Riksdagen har också konstaterat att ett medlemskap i ERM2 kan ses som ett förberedande steg före ett svenskt inträde i EMU. Regeringen bestämmer vilket växelkurssystem som ska gälla för kronan, men vid ett inträde i ERM2 har Riksbanken ett ansvar för till vilken kurs kronan knyts till euron. Kronans centralkurs mot euron är dock ytterst en förhandlingsfråga som kommer att avgöras tillsammans med regeringen i diskussioner med de andra EU-länderna.

Historisk utveckling

Det är inte möjligt att belysa hur kronan har utvecklats mot euron i ett längre perspektiv eftersom den nya valutan endast har existerat sedan januari 1999, då den monetära unionen bildades. Däremot går det att illustrera hur kronan har utvecklats relativt de valutor som konverterats till euro. I diagram R6 visas TCW-index, utvecklingen av eurokomponenten i TCW-index, och TCW-index rensat för de valutor som konverterats till

euro.

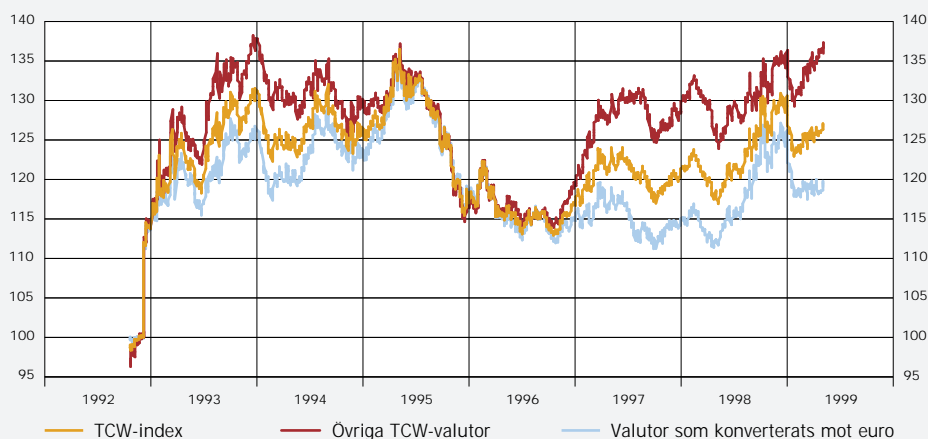
Kronan har sedan 1996, med undantag av andra halvåret 1998, varit mer stabil mot de valutor som konverterats till euro än mot de övriga valutorna i TCW-index. I början av 1999 inträffade en mycket snabb och kraftig appreciering av kronan mot både euron och TCW. Sedan februari har dock kronan varit tämligen stabil mot euron, men försvagats något mot de andra valutorna i TCW-index.

En anledning till att kronan har tenderat att utvecklas mer stabilt mot euron än mot övriga valutor är att den svenska konjunkturen under senare år har varit i nägorlunda samklang med den i euroområdet samtidigt som konjunkturen i länder som Storbritannien och USA varit starkare (se diagram R7). Denna utveckling har inneburit att svensk penningpolitik under senare år inte har skilt sig så mycket från den i euroområdet medan penningpolitiken i länder som Storbritannien och USA har haft en stramare inriktning. Detta har bidragit till att valutorerna i dessa länder har utvecklats starkt relativt både euron och kronan.

Kronans framtida utveckling mot euron

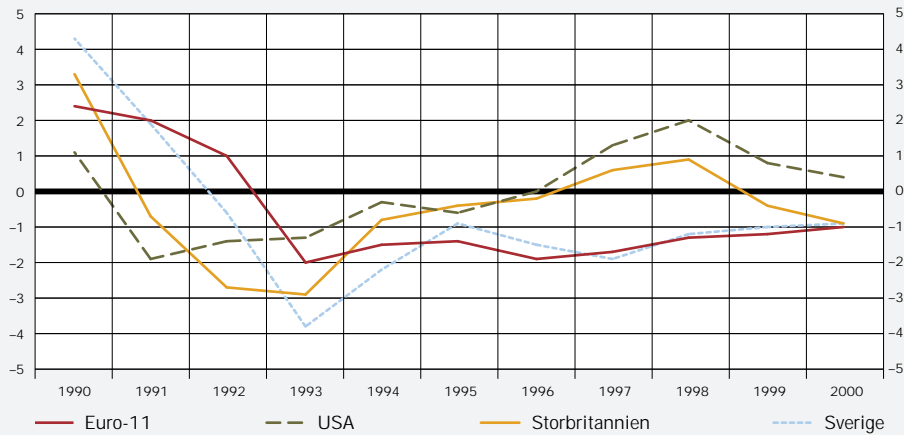
I inflationsrapportens huvudscenario förutsätts att kronan ska förstärkas med ungefär 7 procent de kommande åren i förhållande till TCW-index. En naturlig följdfråga är hur kronan bedöms utvecklas mot euron. För

Diagram R6.
Kronans nominella växelkurs i förhållande till euroområdet och övriga valutor i TCW-index. Index: 18 november 1992 = 100



Källa: Riksbanken.

Diagram R7.
Konjunkturläge enligt OECD:s mått på produktionsgap i Euro-11, Sverige, Storbritannien och USA. Procent av potentiell BNP



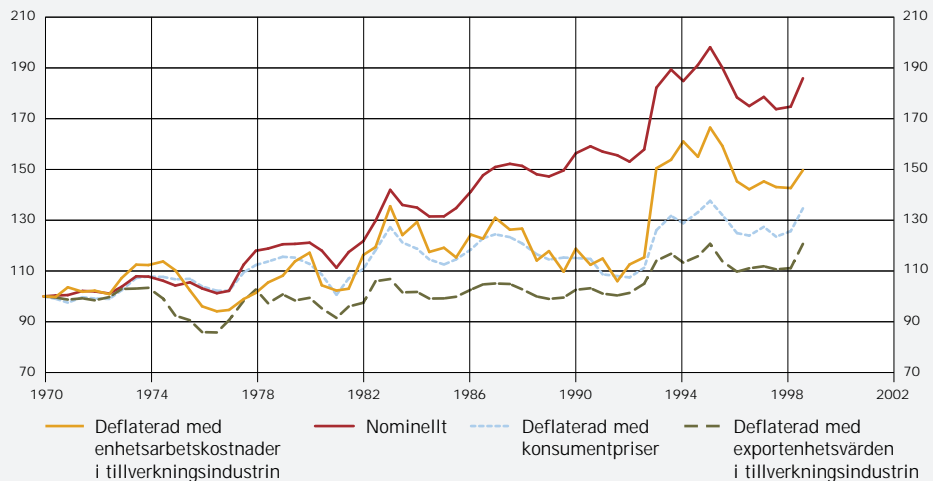
Anm. Produktionsgap för 1999 och 2000 baseras på prognoser.
Källa: OECD.

att belysa denna fråga bör man undersöka vilka interna och externa obalanser som finns i Sverige och i euroområdet. Intern balans definieras i detta sammanhang som fullt kapacitetsutnyttjande och prisstabilitet. Extern balans råder då utlandsskulden har stabiliserats som andel av BNP.

Om ekonomin befinner sig i både intern och extern balans anses den reala växelkursen vara i *långsiktig jämvikt*. Växelkursen sägs vara i *medelfristig jämvikt* om ekonomin

är i intern balans och utlandsskulden är på väg att anpassa sig mot sin långsiktiga nivå med hjälp av över- eller underskott i bytesbalansen. Om utlandsskulden som andel av BNP exempelvis är större än vad den kommer att vara på lång sikt krävs det en period av bytesbalansöverskott och en svagare växelkurs än den långsiktiga jämviktskursen till dess skuldanpassningen har slutförts, givet att intern balans råder. Den *kortsiktiga jämviktsväxelkursen* bestäms av landets relativa konjunkt-

Diagram R8.
Kronans reala växelkurs mot euroområdet 1970–1998. Halvårsdata, index: 1:a halvåret 1970 = 100



Anm. Exportenhetsvärden mäter det genomsnittliga priset på en exporterad varuenhet.
Källor: IMF, OECD och Riksbanken.

rella läge och hur penningpolitiken utformas i förhållande till omvärldens. Kortsiktig jämvikt råder när penningpolitiken är förenlig med att uppnå intern balans inom en viss tidsperiod, samtidigt som bytesbalansutvecklingen är förenlig med att uppnå extern balans på lång sikt.²²

Det svagare konjunkturläget i Sverige jämfört med USA och Storbritannien, och därmed den relativt mer expansiva inriktningen på penningpolitiken, indikerar att kronan kan väntas förstärkas mot TCW på sikt. Kronan kommer sannolikt att förstärkas mot den amerikanska dollarn och det brittiska pundet på sikt när svensk ekonomi närmar sig fullt kapacitetsutnyttjande och då konjunkturen i USA och Storbritannien mattas av. Konjunkturläget i Sverige skiljer sig däremot inte nämnvärt mot det som råder i euroområdet. Det finns inga indikationer på att Sverige har, eller förväntas ha, en mer expansiv inriktning på penningpolitiken än i euroområdet. Förväntningarna om den framtida penningpolitiken, såsom de kommer till uttryck i svenska och tyska terminsräntor, bekräftar väsentligen denna bedömning (se diagram 12 i bilagan).²³ Sammantaget talar detta för att kronan inte kommer att förstärkas lika mycket mot euron som mot TCW-index.

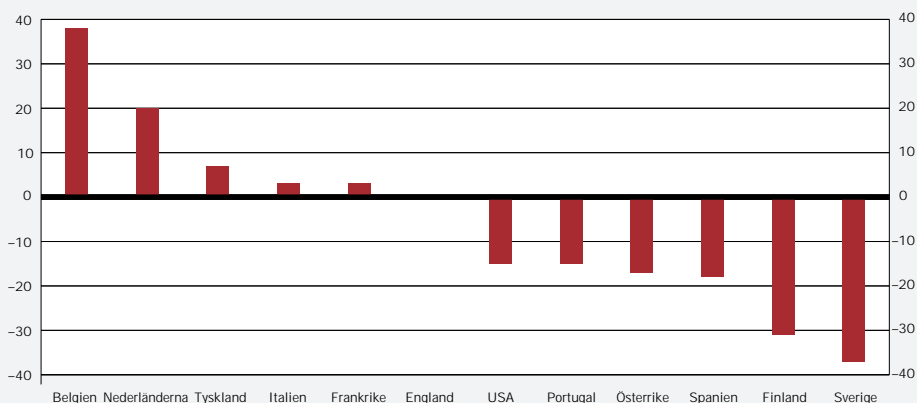
Vad talar då för en långsiktig förstärkning av kronan i förhållande till euron? Enligt traditionella konkurrenskraftsmått framstår kronan i nuläget som förhållandevis svag, åtminstone i ett historiskt perspektiv (se diagram

R8). Detta borde i sig påverka kronans kurs. Ett argument för en förhållandevis svag värdering av kronan relativt euron i nuläget, och en appreciering på sikt, är dock att Sverige jämfört med euroområdet har en större utlandsskuld och att kronan de närmaste åren bör vara långsiktigt undervärderad relativt euron för att understödja en utveckling mot extern balans.

Diagram R9 visar att Sverige har en betydligt större nettoskuld mot utlandet än många euroländer, inklusive de stora (Tyskland, Frankrike och Italien).²⁴ Även om mätproblem gör att den svenska utlandsskulden blir överdrivet stor i diagram R9 så finns det skäl som talar för att det är önskvärt att reducera den svenska utlandsskulden.²⁵ Bland annat innebär utvecklingen mot en större andel pensionärer en bit in på 2000-talet ett ökat motiv för ett större sparande i det svenska samhället och därmed en mindre utlandsskuld. I takt med att utlandsskulden som andel av BNP faller och närmar sig sin långsiktiga nivå minskar behovet av bytesbalansöverkort och kronan apprecierar.

Sammantaget bedöms kronan appreciera mot euron under de kommande åren, men förstärkningen bedöms bli mindre än mot TCW.²⁶ Detta beror på att minskade skillnader i konjunkturläge talar för en fallande korträntedifferens mot USA och Storbritannien, samtidigt som korträntedifferensen mot euroområdet bedöms vara tämligen liten framöver. Samstämmigheten i inflationsutsikterna i förhållande till euroområdet

Diagram R9.
Olika länders tillgångar och skulder, netto, gentemot utlandet 1998. Procentuell andel av BNP



Källa: Riksbanken.

torde innebära en fortsatt stabil utveckling av kronans kurs mot euron. På sikt kommer dock sannolikt kronan att förstärkas mot euron allt eftersom den svenska utlandsskulden närmar sig de nivåer som råder i euroområdet. Detta synsätt finner också visst stöd i de enkätundersökningar som genomförs för att fånga marknadsaktörernas förväntningar om den framtida växelkursutvecklingen. Enligt en undersökning utförd av SCB i maj förväntar sig aktörerna på penningmarknaden i genomsnitt att kronan ska förstärkas till 8,70 mot euron på två års sikt.

22 En utförligare redogörelse för begreppen långsiktig, medelfristig och kort-siktig jämvikt återfinns i rutan "Kronkursens långsiktiga utveckling" i Inflationsrapport 1998:3.

23 Skillnaden mellan terminsräntor kan inte ses som ett rent mått på skillnaden i penningpolitiska förväntningar eftersom terminsränteskillnaden också avspeglar en svensk riskpremie, tidigare uppskattad till ca 0,3 procentenheter.

24 Det finns inget tillgängligt mått på euroområdets externa position.

25 Preliminära beräkningar tyder på att svensk utlandsskuld utgjorde ca 20 procent av BNP 1998, se Blomberg, Gunnar och Johan Östberg (1999), "Marknadsvärderad utlandsställning – En ny bild av Sveriges utlandsberoende", kommande uppsats i *Penning- och valutapolitik* 1999:2, Sveriges riksbank.

26 Denna utveckling stämmer väl överens med de kronförväntningar som råder hos placerare på de finansiella marknaderna (se tabell 1 i bilagan).

Importpriser

Importprisutvecklingen påverkar inflationen såväl direkt som indirekt. Förändringar i internationella exportpriser och i kronkursen får en *direkt* inverkan på konsumentprisutvecklingen eftersom en stor del av KPI består av importvaror och importsubstitut. Den *indirekta* effekten på inflationen uppstår genom att den internationella prisutvecklingen tillsammans med växelkursutvecklingen påverkar efterfråge- och utbudsförhållandena i Sverige. I detta avsnitt diskuteras den direkta effekten.

Förhållandet mellan den internationella prisutvecklingen på råvaror och bearbetade varor och den svenska producent- och konsumentprisutvecklingen är komplicerat. Växelkursen är av stor betydelse för priserna i producentledet men genomslaget, i synnerhet för bearbetade varor, kan både vara fördröjt och begränsat. Detsamma gäller i ännu högre grad för effekten i konsumentledet där genomslaget kan ta åtskilliga år.²⁷ För råvaror är genomslaget mer omedelbart, vilket hänger samman med varornas homogena karaktär och att prissättningen sker på världsmarknaden.

Råvarupriserna antas öka framöver.

Utvecklingen av de internationella exportpriserna på bearbetade varor har jämförts med föregående prognos justerats upp något under 1999, bl.a. till följd av ett starkare utfall hittills i år och stigande råvarupriser. Exportprisprognosen för 2000 har dock sänkts något eftersom utväxlingen mellan tillväxt och inflation bedöms bli marginellt lägre än vad som tidigare antagits. Riksbankens bedömning av utväxlingen ligger därmed i linje med den som t.ex. OECD och IMF gör. Den svenska kronan har förstärkts långsammare än väntat under varen, men antas appreciera över prognoshorizonten i likhet med bedömningen i föregående inflationsrapport. Råvarupriserna antas öka ytterligare något utöver de senaste månadernas uppgång. Prognosen på två års sikt för de internationella oljepriserna har justerats upp från 15 till 16,5 US-dollar per fat. Priserna på övriga råvaror bedöms också fortsätta att stiga något (se ruta "Råvaruprisernas inflationspåverkan").

De internationella exportpriserna på bearbetade varor bedöms på ett till två års sikt stiga något långsammare jämfört med föregående prognos.

Den något starkare internationella prisutvecklingen 1999, till följd av stigande råvarupriser, i kombination med ett svagare växelkursantagande resulterar i en