ANFÖRANDE

DATUM: 2010-01-12
TALARE: Vice riksbankschef Karolina Ekholm
PLATS: HQ Bank, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

Penningpolitiken och växelkursen

Jag tänker idag inleda med att berätta om bakgrunden till det penningpolitiska beslut som Riksbankens direktion fattade den 15 december förra året och hur jag såg på det ekonomiska läget. Huvuddelen av mitt anförande kretsar kring hur vi på Riksbanken bedömer utvecklingen av kronkursen. Jag tänker diskutera vilken roll växelkursen spelar för en liten öppen ekonomi som den svenska och svårigheterna med att göra prognoser för växelkursen.

Det aktuella läget och det penningpolitiska beslutet

Som ni säkert vet beslutade direktionen vid mötet den 15 december att behålla såväl reporäntan som prognosen för reporäntan oförändrade i förhållande till föregående möte i oktober. Jag ska inte här gå närmare in på den prognos som låg till grund för vårt beslut, utan fokusera på några specifika frågor som har varit viktiga för mitt ställningstagande.

Världsekonomin har förbättrats under den senaste tiden och det gynnar utvecklingen i den svenska ekonomin. I den senaste prognosen har vi reviderat upp tillväxten i BNP och sysselsättningen, både i omvärlden och i Sverige.

När det gäller den internationella utvecklingen framöver ser jag dock en del risker. Tillväxtekonomier ("emerging markets") i Asien och Latinamerika uppvisar nu ganska god tillväxt, medan tillväxten i industriländerna i Europa och Nordamerika fortfarande är låg. Det faktum att olika delar av världsekonomin utvecklas ganska olika skapar problem som har betydelse för penningpolitiken.

Med låga korta räntor och god tillgång till likviditet i Europa och Nordamerika blir det attraktivt att låna kortfristigt för att placera i tillgångar med hög förväntad avkastning. Det har rapporterats om stora kapitalinflöden till flera av tillväxtekonomierna. Dessa inflöden tenderar att pressa upp tillgångspriser – till exempel bostadspriser och aktiekurser – i flera asiatiska länder. Samtidigt talar erfarenheterna från det senaste årets finanskris och Asienkrisen på 1990-talet för att dessa flöden kan vända abrupt, vilket skapar risk för kraftiga fall i tillgångspriser i framtiden.

Vad de kapitalflöden som vi ser nu får för konsekvenser för hur världsekonomin utvecklar sig framöver är svårt att säga, men det finns en risk att obalanser byggs upp. Utvecklingen i de ekonomier som nu växer ganska snabbt kan komma att

påverkas framöver antingen av tendenser till tillgångsprisbubblor eller förstärkta valutor, som påverkar deras konkurrenskraft i negativ riktning. När det gäller utvecklingen framöver för industriländerna i Europa och Nordamerika så kan man förvänta sig att den påverkas negativt av behovet av att sanera statsfinanserna, som har försämrats mycket kraftigt under lågkonjunkturen. Sammantaget medför detta en del risker för utvecklingen i omvärlden framöver.

När det gäller direktionens penningpolitiska beslut är en fråga varför vi inte revi-derar upp räntebanan nu när konjunkturen ser ut att ha vänt uppåt, och förhållandena på finansmarknaderna är på väg att normaliseras. Liksom då vi fattade beslut om räntan i oktober så innefattar prognosen revideringar som har motverkande effekter på detta beslut. Å ena sidan har det skett en viss upprevidering av prognosen för Sveriges BNP och resursutnyttjande, vilket i sig skulle tala för en något stramare penningpolitik. Men samtidigt har det skett en nedrevidering av inflationsprognosen, vilket i sig talar för en mer expansiv penningpolitik. Frågan är då vad nettoeffekten blir av dessa motverkande tendenser när det gäller vad som är en välavvägd penningpolitik. Min uppfattning är att de i princip tar ut varandra och att det därför var motiverat att behålla den räntebana som vi har haft ända sedan det penningpolitiska beslutet i juli.

Nedrevideringen av inflationsprognosen beror på ett antal olika faktorer, däribland en ny bedömning av kronkursens utveckling. Jag kommer senare att förklara bakgrunden till Riksbankens allmänna bedömning att kronan väntas stärkas framöver. Denna bedömning ställer jag mig bakom. Men i den senaste prognosen i december ligger att förstärkningen väntas bli större än vad den väntades bli i prognosen i oktober. Bakom denna nya bedömning ligger ett antal faktorer, bland annat att omvärldens räntor nu förväntas bli något lägre. Just denna *revidering* fäste jag liten vikt vid i det penningpolitiska beslutet i december. Inflationen i Sverige beräknas sammantaget ändå bli lägre framöver än vad som bedömdes i oktober, bland annat på grund av lägre inflation i omvärlden.

Växelkursens effekter på ekonomin

Låt mig nu lämna det senaste penningpolitiska beslutet och tala om en fråga som ständigt är aktuell för Riksbanken, nämligen växelkursens utveckling. Jag tänkte först tala om varför växelkursens utveckling är viktig och sedan tala om prognoserna för växelkursen.

Varför är växelkursens utveckling viktig för en centralbank? Svaret är att växelkursens utveckling kan ha stora effekter både på inflationen och på den realekonomiska utvecklingen.

I samband med finanskrisen försvagades kronan med cirka 15 procent på mycket kort tid. Vilka effekter kan detta ha fått på Sveriges ekonomi?

Växelkursens effekter på inflationen

En av de viktigaste effekterna av växelkursförändringar, och speciellt viktig för en centralbank med inflationsmål, är hur inflationen påverkas. Vi har sett att kronans nominella växelkurs försvagades med cirka 15 procent på kort tid i samband med finanskrisen. Ett sätt att försöka fånga hur det påverkar inflationen är att studera prissättningsbeteendet på företagsnivå. Antag att ett företag importerar en produkt till Sverige. För att göra det hela konkret, antag att det handlar om ost som

importeras från Frankrike. När kronan försvagas mot euron måste det importerande företaget fatta beslut om hur detta ska påverka priset i kronor. Antag att kronan försvagas mot euron med 15 procent. Förmodligen har det importerande företaget avtalat om att köpa osten för ett visst pris i euro. Det innebär att osten nu i kronor kostar 15 procent mer för importören. Hur mycket av denna kostnadsökning ska sedan föras till konsumentpriset? På sikt, om kronförsvagningen håller i sig, kan importören eventuellt förhandla ner inköpspriset i euro något. Initialt har dock importören att välja mellan att höja priset i kronor för att kompensera för det höjda inköpspriset och att minska sina egna marginaler.

Antag att det pris som den svenska ostimportören får betala är satt till 10 euro per kilo och att priset i butik till kund i Sverige är 120 kronor. Växelkursen är från början 10 kronor/euro. Inköpspriset motsvarar då 100 kronor per kilo. Den svenska importören har alltså en vinstmarginal på 20 procent av inköpspriset.[1]

Om kronan försvagas med 15 procent, till 11,50 kronor per euro, blir importpriset 15 procent högre eller 115 kronor per kilo. För att behålla en vinstmarginal på 20 procent av inköpspriset behöver priset till kund i Sverige då också höjas med 15 procent, från 120 till 138 kronor per kilo. I detta fall blir växelkursens genomslag på ostpriset fullständigt, eftersom både växelkursen och ostpriset förändras med 15 procent. Detta kan dock förväntas leda till minskad försäljning eftersom konsumenterna kan välja att köpa till exempel svensk ost istället för fransk. Det är därför inte nödvändigtvis den mest lönsamma prissättningsstrategin.

Ett annat alternativ för importören är att hålla priset i kronor helt oförändrat. Empiriska studier tyder på att företagen endast ändrar priset på varor någon gång per år i genomsnitt.[2] Detta kan bero på olika kostnader förknippade med att ändra priset, till exempel att trycka upp nya prislistor. Det kan också bero på en rädsla att förlora marknadsandelar om priset höjs.[3] Om priserna inte ändras alls blir effekten av den försvagade kronkursen mot euron att vinstmarginalen för den svenska ostimportören sjunker. [4] Försäljningen kan i detta fall hållas uppe, men vinsten faller.

Företaget kan också välja något mellanting av dessa två fall, det vill säga höja försäljningspriset med mellan 0 och 15 procent. Vad utfallet blir kan antas bero på flera olika faktorer, till exempel i vilken valuta inköpspriset sätts, i vilken utsträckning det finns närliggande substitut vars inköpspris inte påverkas och huruvida växelkursförändringen kan förväntas vara bestående eller tillfällig. Dessa faktorer påverkar *växelkursens genomslag på inflationen*.

Vad kan man då förvänta sig för effekter på prisnivån i ekonomin i sin helhet av en förändrad växelkurs? Den nominella växelkursens genomslag (på engelska "pass-through") på priserna är ett stort forskningsområde. Man har framförallt studerat hur mycket en förändring av den nominella växelkursen påverkar importpriserna.[5] Resultaten skiljer sig en del mellan olika studier, men den samlade bedömningen baserad på forskning inom detta område är att en växelkursförändring på kort sikt ger en ungefär hälften så stor förändring av importpriserna.

---

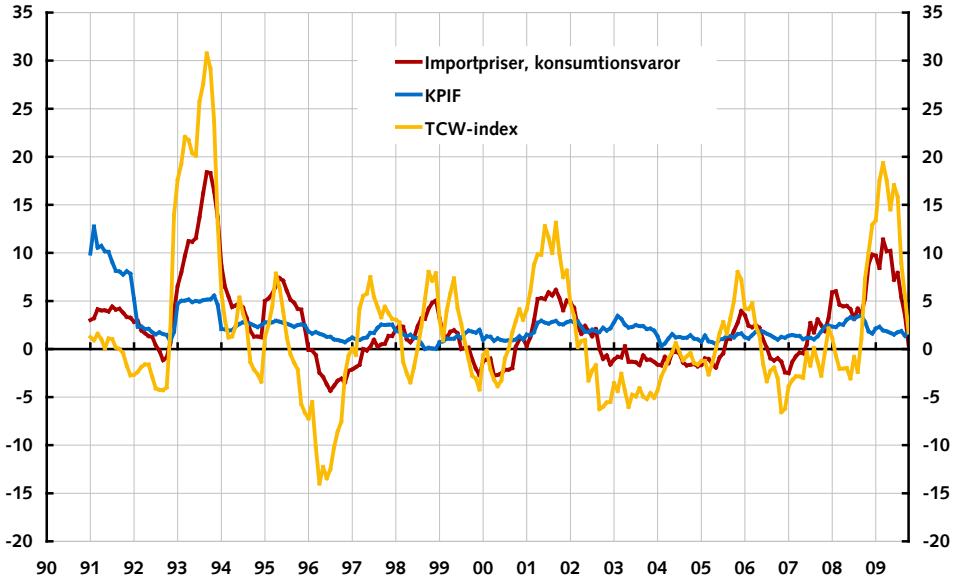
[1] Exemplet gör inte anspråk på att ge en korrekt beskrivning av den svenska ostmarknaden, utan tjänar endast som en illustration av effekterna på inflationen av växelkursförändringar.
[2] Se till exempel Apel, Friberg och Hallsten (2004).
[3] Så kallad pricing to market är en avspegling av detta: i exemplet skulle detta betyda att den franska exportören bestämmer olika priser till olika exportmarknader, till exempel Sverige. Detta kan medföra en minskad benägenhet att ändra priset i Sverige på grund av växelkursvariationer.
[4] Den nya vinstmarginalen blir (120-115)/115, vilket är drygt 4 procent av inköpspriset.
[5] Goldberg och Knetter (1997) sammanfattar forskningsresultaten. Adolfson (2004) ger också en utmärkt översikt tillsammans med nya resultat.

Forskningen har också visat att genomslaget från växelkursförändringar till konsumentpriser är betydligt mindre än till importpriser.[6] Den mest uppenbara förklaringen till detta är att importpriser inte utgör hela konsumentprisindex (KPI), utan bara ungefär en tredjedel.[7] Att andelen är så pass låg beror bland annat på att flera inhemska faktorer (transporter, tjänster av olika slag med mera) påverkar det slutgiltiga priset på importerade varor till konsument.[8] Som exemplet med ostimportören visade kan det dessutom finnas olika strategiska skäl att inte låta importprisökningar slå igenom fullt ut i konsumentledet.

Diagram 1 illustrerar en del av slutsatserna om växelkursens genomslag. Det visar den nominella växelkursen tillsammans med import- och konsumentpriser i Sverige. Vi ser att importpriser på konsumtionsvaror tydligt samvarierar med den nominella växelkursen, även om det inte är ett perfekt samband. Det verkar alltså som om förändringar i växelkursen ändå har en relativt stor effekt på dessa priser.

Diagram 1. Konsumentpriser, importpriser på konsumtionsvaror och nominell handelsvägd växelkurs (TCW-index) i Sverige

Årlig procentuell förändring



Anm. Importpriserna avser konsumtionsvaror i producentledet. Konsumentpriser är KPI med fast ränta (KPIF).

Källor: SCB och Riksbanken.

Vi ser också att sambandet med växelkursen är betydligt svagare för konsumentpriserna än för importpriserna.

En enkel överslagsberäkning kan ge en uppfattning om effekterna på priserna av en 15-procentig kronförsvagning. Låt oss anta ett genomslag på importpriserna med hälften av växelkursförändringen. Det betyder att de stiger med 7,5 procent.[9] Om man antar att dessa priser utgör 30 procent av konsumentprisindex (KPI) betyder det att konsumentpriserna stiger med drygt 2 procent som en kon-

[6] Se till exemple McCarthy (2000) och Bachetta och van Wincoop (2003).
[7] Det finns dock vissa komplikationer med att dela upp KPI i importpriser och övriga priser. Se Hansson och Johansson (2007).
[8] Se Burnstein, Eichenbaum och Rebelo (2002).
[9] Vi antar här att priser på importerade varor i konsumentledet stiger med 7,5 procent.

sekvens av växelkursförändringen. Enligt denna överslagsberäkning är alltså genomslaget från den nominella växelkursen till KPI cirka 15 procent.[10] Eftersom växelkursen uppvisar stora variationer, kan det ändå handla om ganska stora effekter på inflationen, även om beräkningarna i exemplet får tas med en nypa salt.[11]

Växelkursens effekter på realekonomin

Vanligtvis kan man förvänta sig att en försvagning av växelkursen leder till att nettoexporten påverkas i positiv riktning. Erfarenheterna visar dock att det kan ta tid innan växelkursförändringar ger utslag i utrikeshandeln. På kort sikt anpassar sig värdet på importen genom att importpriserna i kronor stiger på grund av försvagningen av växelkursen. Den initiala effekten på nettoexporten av en försvagning av växelkursen kan alltså bli negativ. På lite sikt anpassar sig dock producenter och konsumenter så att export- och importvolymerna påverkas. Vid en försvagning av växelkursen ökar exporten medan importen minskar eftersom inhemskt tillverkade varor och tjänster blir relativt sett billigare. Effekten av en växelkursförsvagning kan därför bli att nettoexporten uppvisar en så kallad J-kurva: först försvagas den för att sedan förbättras.[12] På sikt kan man alltså förvänta sig att en växelkursförsvagning leder till ökad nettoexport, vilket i sin tur har en positiv effekt på den totala produktionen (BNP).

Helhetssyn är viktig

Även om det kan vara informativt att fundera över de isolerade effekterna av växelkursförändringar på ekonomin, är det svårt att veta vad som orsakar vad. Samtidigt som kronan försvagades i samband med finanskrisen sjönk produktionen kraftigt, delvis till följd av ett kraftigt fall i exportefterfrågan. I ett sådant scenario är det svårt att isolera effekten av kronförsvagningen från effekten av andra förändringar. En väg ur denna problematik är att basera analysen på en teoretisk modell där "allt hänger ihop", en så kallad allmän jämviktsmodell. Analyser i Riksbankens allmänna jämviktsmodell Ramses tyder på att försvagningen av kronan har haft stora effekter främst på inflationen, men även på produktionen. Beräkningar tyder på att kronförsvagningen bidrog till att kvartalstillväxten i BNP blev någon procentenhet högre, medan inflationen blev flera procentenheter högre än vad den hade blivit utan kronförsvagningen.[13] Att inflationen blev så pass mycket högre hade i normala fall lett till en penningpolitisk respons i form av höjd reporänta. Men i det läge som vi då befann oss i var inflationen på väg under noll och var alltså på väg att hamna långt under inflationsmålet. Under denna speciella period bidrog alltså försvagningen av kronan till att föra inflationen närmare målet.

[10] 50 procents genomslag på importpriser som utgör ca 30 procent av KPI ger 15 procents växelkursgenomslag på KPI.
[11] Se även fördjupningen "Kronans utveckling och inflationen" i IR06:1.
[12] Rose och Yellen (1989) är en klassisk studie inom området.

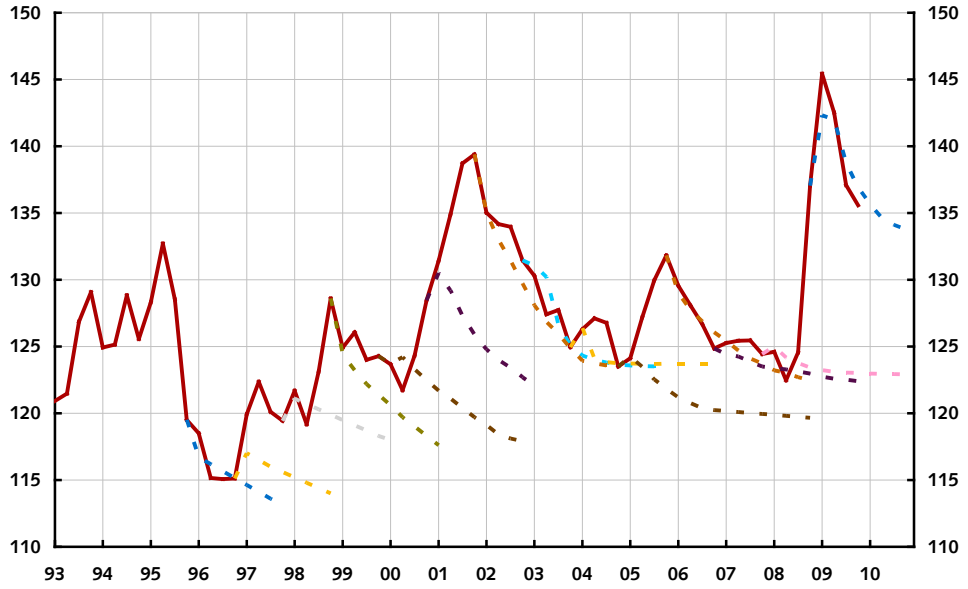
[13] Effekter på Sveriges ekonomi av en svagare krona redovisades även som ett alternativscenario i PPR08:3.

Den svårprognostiserade kronan

Växelkursens utveckling är alltså viktig för utvecklingen av produktionen och inflationen i Sverige. Riksbankens penningpolitiska beslut och räntebanan grundar sig på prognoser för den ekonomiska utvecklingen i Sverige de kommande åren. Prognosen för kronan spelar i det sammanhanget en viktig roll. Men att göra bra växelkursprognoser är något av det svåraste som finns inom makroekonomin. Diagram 2 visar Riksbankens prognoser i början av varje år sedan 1996 för kronans händelsvägda växelkurs, mätt med TCW-index.[14] Vi ser att de inte har varit helt träffsäkra. De prognoser som vi har gjort för kronkursen sedan växelkursen blev rörlig har oftast involverat en förstärkning. Typiskt sett har dock denna förstärkning endast materialiserats i perioder som föregåtts av en kraftig försvagning av kronkursen, som perioden 2002-2003 och 2006-2007.

Diagram 2 Riksbankens prognoser för kronans utveckling (TCW-index)

Index, 1992-11-18=100



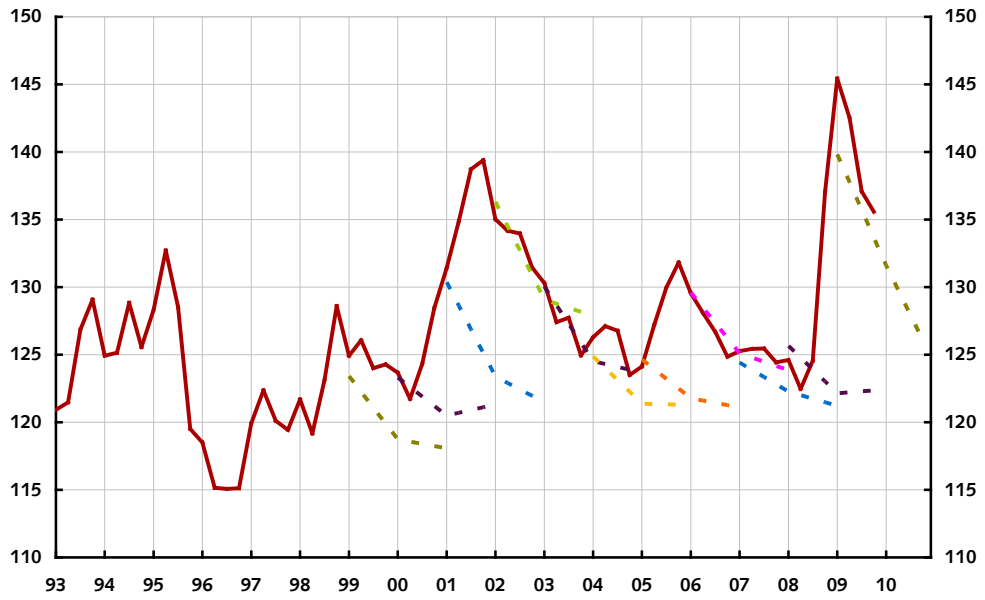
Källa: Riksbanken

Riksbanken har dock varit långt ifrån ensam om bilden av att kronan ska stärkas. Diagram 3 visar prognoserna enligt "Consensus forecast" för ett approximativt TCW-index.[15] Detta kan sägas representera genomsnittet av övriga bedömares prognoser vid samma tidpunkt. Vi ser att även andra bedömare har förutspått att kronan ska stärkas mer än vad den sedan gjort.

[14] TCW-index är en sammanvägning av kronans kurs mot olika valutor efter ländernas andel i Sveriges handel med omvärlden. Riksbankens prognoser i diagrammet är från den första rapporten (penningpolitisk rapport eller inflationsrapport) för året, som typiskt sett har publicerats i februari.

[15] Consensus forecasts är genomsnittet av prognoser från en rad olika prognosmakare som redovisas månadsvis av Consensus Economics. De visade prognoserna är från februari respektive år. I undersökningen finns inte prognoser för TCW-index. I stället har prognoserna för kronans kurs mot euron och de implicita prognoserna ("cross-kurserna") för kronan mot dollarn, brittiska pundet, japanska yenen och norska använts. Dessa valutor motsvarar cirka 95 procent av TCW-indexet. Prognoserna för respektive valuta innebär en procentuell förändring jämfört med den aktuella valutakursen vid undersökningen. Dessa procentuella förändringar har sedan vägts ihop med TCW-vikter till en procentuell förändring av TCW-index jämfört med indexets värde vid undersökningen.

Diagram 3. Consensus-prognoser för kronans utveckling (approximativt TCW-index)
Index, 1992-11-18=100



Källor: Consensus Economics och Riksbanken

Svårigheterna med att göra prognoser för den nominella växelkursen på kort sikt är inte något som är specifikt för kronan, utan gäller även mer generellt. I utvärderingar av olika prognosstrategier har det visat sig vara mycket svårt att göra bättre prognoser än att bara ta det senaste utfallet av växelkursen.[16]

För utvecklingen i en liten öppen ekonomi som den svenska spelar samtidigt växelkursen stor roll. För att kunna göra en bedömning av det ekonomiska läget framöver är det därför viktigt att bilda sig en uppfattning om växelkursens utveckling. Hur ska man då gå tillväga?

Ränteskillnader och växelkurser – ett bräckligt samband

Ett sätt är att utgå från räntenivåerna i olika länder. Terminspriserna på växelkurser sätts utifrån skillnaden i räntor. Ett förenklat exempel visar hur det fungerar: om ettårsräntan är 2 procentenheter lägre i Sverige än i USA, är terminskursen om ett år för kronan mot dollarn 2 procent starkare än dagens växelkurs. På så vis utjämnas avkastningen mellan placeringar i olika valutor.[17]

Forskningen har dock visat att terminspriser är dåliga som prognoser för den framtida växelkursutvecklingen, framförallt på kort sikt.[18] Tvärtemot vad terminspriserna tyder på så stärks ofta växelkursen för valutor med relativt högre rän-

[16] En klassisk studie är Meese och Rogoff (1983). Se även Cheung, Chinn och Pasqual (2005).
[17] Detta kallas på engelska covered interest parity, och innebär att terminsprisets relation till den aktuella valutakursen motsvaras av ränteskillnaden mellan länderna. Tankegången är följande: Om man växlar kronor till dollar, placerar i en amerikansk ettårsobligation och om ett år växlar över dem till kronor enligt dagens terminskurs innebär placeringen ingen valutarisk. Därför är avkastningen den samma som den som ges av att placera i en svensk ettårsobligation. Öppen ränteparitet (uncovered interest parity) innebär att ränteskillnaden motsvaras av en lika stor *förväntad* förändring av växelkursen. I exemplet innebär detta att man växlar över pengarna till kronor om ett år till den då *aktuella* växelkursen, vilket innebär en valutarisk.
[18] Se till exempel Froot och Thaler (1990).

tor.[19] Den så kallade carry-handeln, som uppstår när placerare lånar pengar i länder med låg ränta och placerar i länder med hög ränta, tar fasta på just detta och kan sägas vara direkt spekulation mot terminspriserna. Man "hoppas" då på att växelkursen ska vara antingen stabil eller att valutan förstärks för landet med hög ränta. Ett exempel på sådan spekulation har varit att låna i Japan, där räntan har varit låg sedan länge, och placera i Australien eller Nya Zeeland, där räntan har varit betydligt högre. Det har dock visat sig att detta är riskabla strategier. Finansiella kriser har vid upprepade tillfällen lett till en kraftig nedgång i carry-handeln, till exempel i samband med Asienkrisen 1997-98, då "högräntevalutorna" i Asien försvagades drastiskt mot dollarn och yenen, och carry-positionerna avvecklades snabbt. Under den senaste krisen försvagades valutorna i "högränteländer" som Australien och Nya Zeeland kraftigt mot "lågränteländer" som Japan och USA, vilket återigen ledde till att carry-positioner avvecklades i snabb takt.

En bidragande faktor till inflödena av kapital till tillväxtekonomierna i Asien och Latinamerika, som jag tog upp tidigare, är de jämförelsevis låga räntenivåerna i de "gamla" industriländerna i Nordamerika och Europa. De låga räntorna i bland annat USA gör det lönsamt att låna i dollar för att placera i valutor som ger högre avkastning, vid en given växelkurs. Flera av de länder som nu får inflöden av kapital är ovilliga att låta sina valutor förstärkas mot den amerikanska dollarn, trots att kapitalinflödet skapar ett förstärkningstryck. Det är begripligt i ljuset av erfarenheterna från bland annat Asienkrisen. Växelkursen kan bli mycket volatil om den anpassas fullt ut till mycket volatila kapitalflöden. Men samtidigt förstärker troligtvis oviljan att låta växelkursen förstärkas tendenserna till kapitalinflöden, eftersom det ger möjlighet till spekulation i carry-handel, som jag beskrev tidigare.

Låt mig nu lämna det "spekulativa" inslaget på valutamarknaden och tala om den mer långsiktiga utvecklingen av växelkursen. Samtidigt som det är erkänt svårt att prognostisera utvecklingen på kort sikt finns det vissa resultat att ta fasta på inom forskningen när det gäller utvecklingen på längre sikt. Det är främst dessa resultat som Riksbankens prognoser har baserats på.[20]

Nominella och reala växelkurser

Medan den *nominella* växelkursen visar antal svenska kronor per enhet utländsk valuta visar den *reala* växelkursen relationen mellan svensk och utländsk prisnivå. Förenklat kan man säga att den reala växelkursen visar hur mycket en given varukorg kostar i Sverige jämfört med utlandet när priset på varukorgen uttrycks i samma valuta. Den reala växelkursen kan förändras antingen genom att den nominella växelkursen förändras eller genom att inflationen skiljer sig åt mellan länder. En förstärkt real kronkurs kan alltså åstadkommas antingen genom en förstärkt nominell växelkurs eller genom att prisnivån ökar snabbare än i omvärlden. Vi kan använda tidningen the Economists Big Mac-index som exempel. Detta index visar hur mycket en Big Mac kostar i olika länder i samma valuta. Under 2001 var kronans kurs mot dollarn på sin hittills svagaste nivå och pendlade mellan 10 och 11 kronor. I USA kostade då en Big Mac 2,60 dollar, vilket motsvarade 26,70 kronor. I Sverige kostade en Big Mac 24 kronor. I kronor var alltså en Big Mac cirka 10 procent dyrare i USA än i Sverige. I början av 2008 hade kronan förstärkts så mycket att en dollar kostade 6 kronor. I USA kostade då en Big Mac

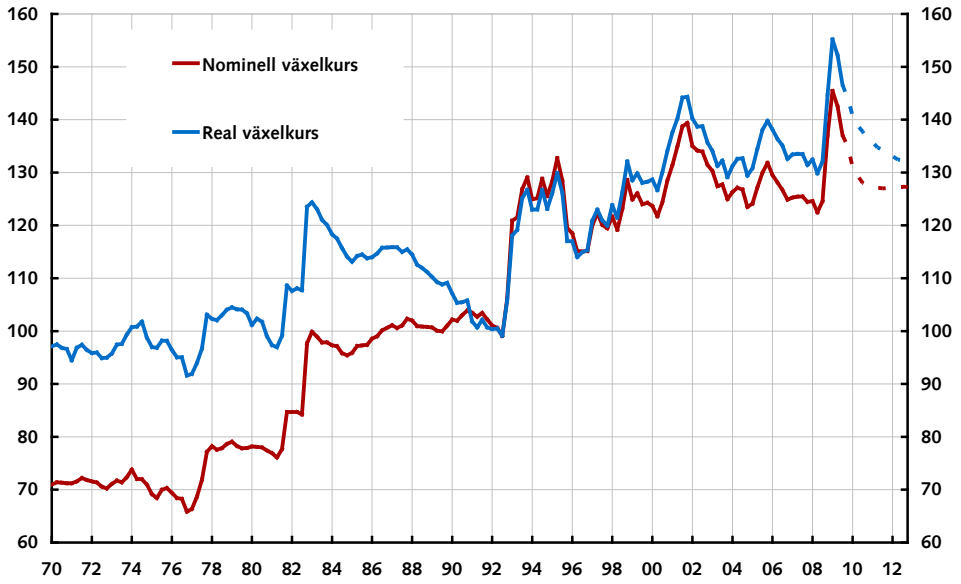
[19] Detta fenomen har kallats forward premium puzzle.
[20] Se även Lagerwall och Nessén (2009).

3,60 dollar, vilket motsvarade drygt 21,30 kronor, medan den i Sverige kostade 38 kronor. I kronor var nu var i stället en Big Mac mer än 40 procent billigare i USA än i Sverige. I termer av Big Mac hade alltså den reala kronkursen stärkts kraftigt, både på grund av att den nominella kronkursen stärkts mot dollarn och på grund av att prisnivån ökat snabbare i Sverige.[21]

Diagram 4 visar den nominella och reala handelsvägda kronkursen sedan 1970. Det är denna handelsvägda kronkurs som Riksbanken försöker analysera och prognostisera. Om man betraktar perioden med flytande växelkurs (sedan november 1992) kan man dra slutsatsen att den nominella och reala växelkursen är starkt korrelerade. Det hänger samman med att växelkurser, som ju översätter priser till en gemensam valuta, förändras snabbt, medan prisnivåer förändras långsamt. Nominella växelkurser bestäms vid handlarborden dagligen medan det tar tid att ändra priser.

Diagram 4. Nominell och real TCW-vägd växelkurs

Index, 1992-11-18=100



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. Real växelkurs har beräknats med svensk och TCW-vägd KPI.

Källor: SCB och Riksbanken.

Hur får vi ihop genomslaget från nominell växelkurs till inflation, som jag tog upp tidigare, med diagram 4, som visar ett starkt samband mellan den nominella och reala växelkursen? Enligt det tidigare exemplet är det endast cirka 15 procent av en nominell växelkursförändring som "spiller över" i inhemsk inflation. Det betyder att 85 procent av den nominella växelkursförändringen inte ger någon effekt på inflationen och att den reala växelkursen påverkas med 85 procent av den nominella växelkursförändringen. Det finns alltså ett starkt, men inte fullständigt, samband på kort sikt mellan den nominella och reala växelkursen.

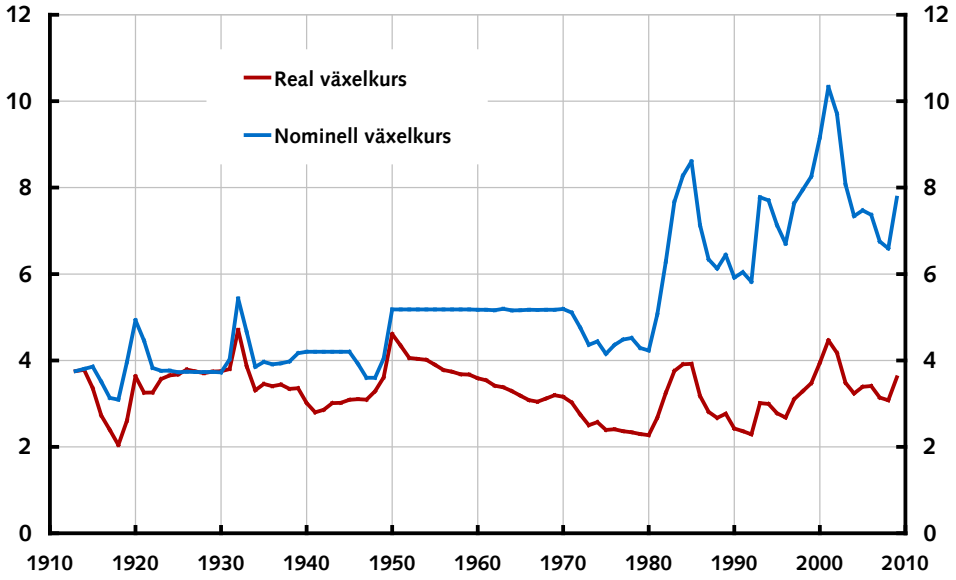
[21] Priset i USA har ökat från 2,60 till 3,60 dollar, vilket motsvarar knappt 40 procent, medan priset i Sverige ökat från 24 till 38 kronor, vilket motsvarar knappt 60 procent. Man brukar definiera den reala kronkursen som ExP*/P, där E är nominell växelkurs (till exempel antal kronor per dollar), P* är prisnvån i i omvärlden och P är prisnivån i Sverige. Den visar alltså prisnivån i kronor i omvärlden i förhållande till i Sverige. En förstärkt real växelkurs för kronan innebär alltså att den *sjunker*. I exemplet har den reala växelkursen rört sig från 26,7/24=1,11 till 38/21,3=0,56.

Köpkraftsparitet och den mycket långa sikten

Enligt teorin om relativ köpkraftsparitet ska det relativa priset på en varukorg vara konstant över tiden och den reala växelkursen alltså inte uppvisa någon särskild trend. Som den reala växelkursen mätt med Bic Mac visar har dock den reala växelkursen mellan kronan och dollarn uppvisat stora svängningar.[22] Samtidigt är det faktiskt svårt att urskilja någon särskilt trend i den reala växelkursen på riktigt lång sikt.

Diagram 5 visar den nominella och reala kronkursen mot den amerikanska dollarn under en period på nästan 100 år. Här ser vi ett annat mönster än i diagram 4. På lång sikt har den nominella kronkursen försvagats mot dollarn, men detta har kompenserats av att inflationen varit högre i Sverige än i USA, så att den reala växelkursen i princip är densamma mot slutet av perioden som i början av perioden. Detta stämmer med vad forskningen har visat: över riktigt långa perioder verkar reala växelkurser "plana ut" och inte ha någon speciell trend. På mycket lång sikt verkar alltså teorin om relativ köpkraftsparitet hålla.[23] Om den reala växelkursen inte har någon trend, återgår den till sitt medelvärde på lång sikt.

Diagram 5. Nominell och real växelkurs, SEK/USD, 1913-2009



Anm. Den reala växelkursen har beräknats med KPI för Sverige och USA. Real växelkurs har satts lika med nominell 1913.

Källor: Bureau of Labour Statistics, SCB och Riksbanken.

Det finns alltså resultat i forskningslitteraturen som tyder på att reala växelkurser uppfyller relativ köpkraftsparitet på mycket lång sikt.[24] Men dessa resultat är av ringa värde för den som försöker prognostisera växelkursens utveckling på kort och medellång sikt. Som jag nämnde tidigare är det dessutom den handelsvägda kronkursen som Riksbanken försöker prognostisera. Diagram 5 visade endast utvecklingen för kronan mot *dollarn*. Om vi återgår till diagram 4 ser vi att den rea-

[22] Intressant nog finns forskning som tyder på att prisskillnader mellan länder på Big Mac jämnas ut över tiden i enlighet med relativ köpkraftsparitet. Se till exempel Cumby (1996) och Parsley och Wei (2007).
[23] Se till exempel Froot och Rogoff (1995) och Rogoff (1996) för vetenskapliga översikter av forskningen kring köpkraftsparitet.
[24] Se till exempel Taylor (2002)

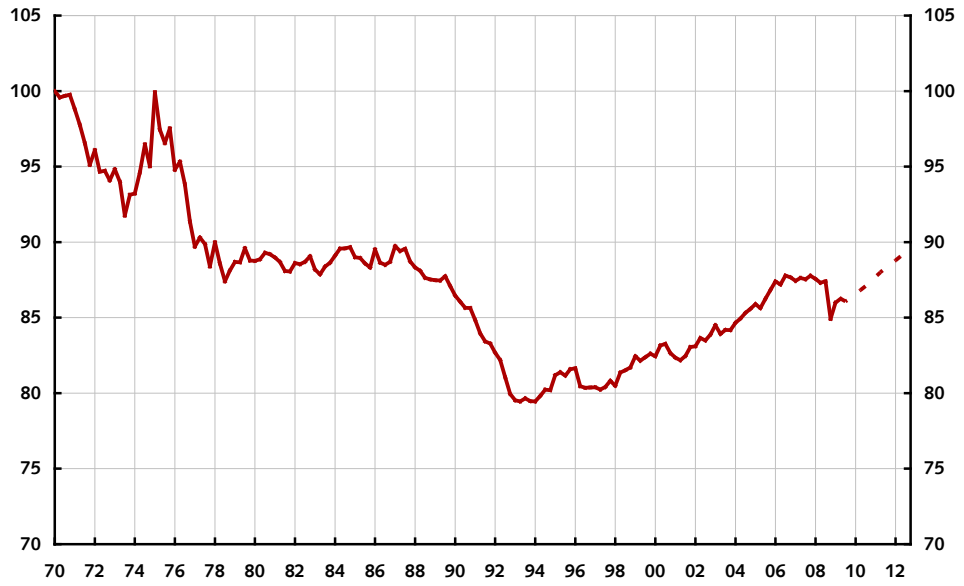
la handelsvägda kronkursen uppvisar stora variationer under ganska långa perioder.[25] Kronan är betydligt svagare i reala termer i slutet av perioden än i början av perioden. Vad förklarar detta förhållande? I stora drag har det att göra med utvecklingen av Sveriges realekonomi i förhållande till omvärlden. Riksbankens prognoser för växelkursen utgår från att den reala växelkursens förändring dels avspeglar skillnader i tillväxt i förhållande till omvärlden, dels är konsistent med en på sikt balanserad utrikeshandel.

Relativ tillväxt och bytesbalans förklarar förändringar i den reala växelkursen

Länder som har en högre BNP-tillväxt än sina handelspartners får vanligtvis en förstärkt real växelkurs.[26] Den reala handelsvägda kronkursen har under perioden sedan 1993 varit i genomsnitt 30 procent svagare än den var under 1970-talet. Diagram 6 visar Sveriges BNP i förhållande till TCW-vägd omvärlds-BNP.

Diagram 6. Sveriges BNP i förhållande till omvärlden

Index, 1970=100



Anm. Serien i diagrammet visar kvoten mellan Sveriges BNP och TCW-vägd BNP för omvärlden. Streckad linje visar Riksbankens prognos.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken.

Vi ser att Sveriges BNP i förhållande till omvärlden sjönk kraftigt från 1970-talet fram till början av 1990-talet. Riksbankens bedömning är att den försvagade växelkursen från 1970- till 1990-talet hänger samman med en lägre tillväxt än omvärlden. Som vi ser i diagram 6 har Sverige de senaste 15 åren tagit igen en del av den relativa BNP-nivån och haft en högre tillväxt än omvärlden. Denna ten-

[25] Tyvärr saknas riktigt långa tidsserier över kronans handelsvägda utveckling, bland annat på grund av problem med brott i tidsserier i samband med världskrigen för till exempel nominell växelkurs och KPI i Tyskland, som historiskt har varit den viktigaste handelspartnern för Sverige.

[26] Den vanligaste förklaringen är den så kallade Balassa-Samuelson-effekten. Förenklat uppstår denna effekt av att länder med hög tillväxt tenderar att ha en hög produktivitetstillväxt i varusektorn, vilket resulterar i prisökningar i tjänstesektorn där produktivitetstillväxten är lägre. Därmed får länder med hög tillväxt typiskt sett en förstärkning av den reala växelkursen. För en beskrivning av denna effekt med empiriska resultat, se Lothian och Taylor (2008).

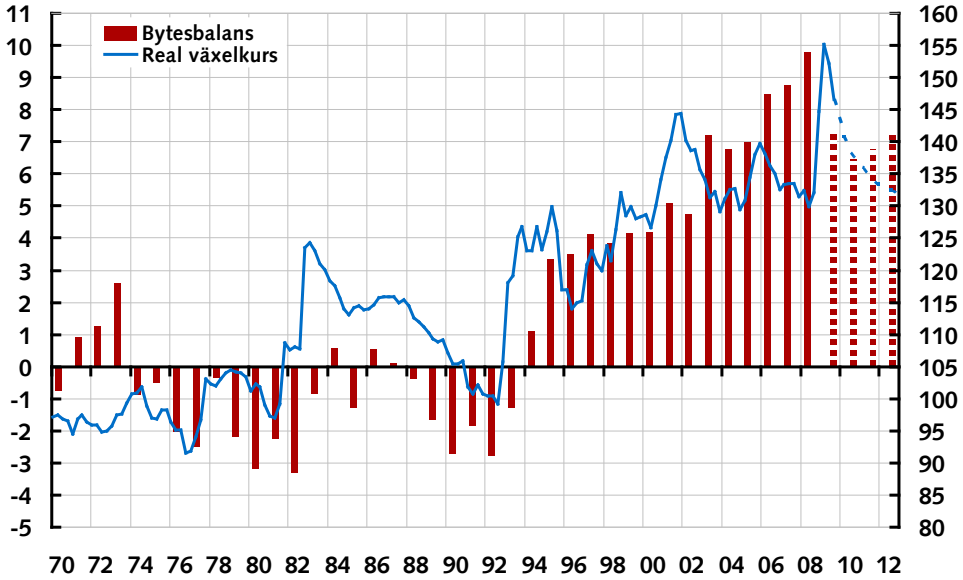
dens beräknas fortsätta de kommande åren, vilket i så fall skulle tala för en starkare real växelkurs.

En faktor som ofta diskuteras i samband med växelkursen är bytesbalansens utveckling. Bytesbalansen består huvudsakligen av differensen mellan export och import av varor och tjänster, alltså nettoexporten. En positiv bytesbalans innebär att ekonomin som helhet producerar mer än vad som förbrukas. Detta överskott representerar sparande som används för att investera i utländska tillgångar snarare än inhemska tillgångar. Ett överskott i bytesbalansen innebär alltså en situation där det inhemska sparandet överstiger de inhemska investeringarna.

Diagram 7 visar utvecklingen av Sveriges bytesbalans och den reala växelkursen i Sverige. Som vi ser finns det ett tydligt samband. Devalveringarna i slutet av 1970- och början av 1980-talen medförde endast kortvariga överskott i handeln. Devalveringarna följdes istället av en högre inflation än i omvärlden, vilket ledde till att den reala växelkursen stärktes. Underskottet i handeln med omvärlden återkom. När kronan släpptes i november 1992 försvagades dock den reala växelkursen omedelbart med cirka 25 procent och har sedan dess varit fortsatt svag. Sverige har också i stort sett haft stora överskott i utrikeshandeln sedan dess.

Diagram 7. Sveriges bytesbalans och reala växelkurs

Procent av BNP respektive index, 1992-11-18=100



Anm. Streckad stapel och linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Vad ska man då tro om utvecklingen framöver? Vår bedömning är att bytesbalansens överskott kommer att minska från knappt 10 procent 2008 till cirka 7 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 7). En viktig faktor i denna bedömning är att hushållen väntas minska sitt sparande framöver. I samband med finanskrisen visade förtroendeindikatorer en mycket pessimistisk lägesbild hos hushållen, vilket troligen ökade försiktighetssparandet. I takt med att ekonomin återhämtar sig och förtroendet återställs hos hushållen, som barometerdata nu visar, är det rimligt att sparandet sjunker.

Som vi har sett i diagram 7 förknippas minskade överskott i bytesbalansen typiskt sett med en real växelkursförstärkning.

Mycket talar för en fortsatt kronförstärkning

Låt mig nu sammanfatta Riksbankens bedömning av den mer långsiktiga växelkursutvecklingen framöver. Vår bedömning är att bytesbalansens överskott kommer att minska de närmaste åren, och en sådan utveckling hänger samman med en förstärkt real växelkurs. Tillväxten har varit relativt hög i Sverige jämfört med omvärlden de senaste åren och vår bedömning är att denna tendens står sig. Det finns alltså goda argument för en förstärkning av den reala växelkursen framöver. Den reala växelkursen kan dock förstärkas inte bara genom att den nominella växelkursen apprecierar, utan också genom att inflationen i Sverige blir högre än i omvärlden. Vi har dock ingen anledning att tro att inflationen i Sverige skulle skilja sig nämnvärt från omvärldens de kommande åren. Förändringen i den reala och nominella växelkursen kan därför förväntas bli ungefär lika stor (se diagram 3).

Utöver de mer långsiktiga drivkrafterna som jag tagit upp finns en till faktor som talar för en förstärkning av kronan framöver. Den kraftiga försvagningen av kronan i samband med finanskrisen hörde sannolikt samman med den finansiella oro som uppstod. I takt med normaliseringen av finansmarknaderna har kronan stärkts, och det finns anledning att tro på en fortsatt förstärkning om normaliseringen fortsätter. Men samtidigt kan förnyad oro leda till ytterligare perioder med försvagningar av kronkursen. Bedömningen av växelkursens utveckling den närmaste tiden är som alltid förknippad med osäkerhet.

Avslutning

För en liten öppen ekonomi som den svenska är växelkursens utveckling av stor betydelse. Växelkursens effekter på ekonomin kan delas in i effekter på inflationen och realekonomiska effekter, som främst går via handeln med omvärlden.

Växelkursprognoser är mycket svåra att göra på ett träffsäkert sätt, men det finns goda skäl att åtminstone på lite längre sikt förvänta sig en förstärkning av kronkursen. Samtidigt visar erfarenheten att kronkursen är känslig för oro på de finansiella marknaderna. Förhållandena på de finansiella marknaderna har normaliserats och kronan har stärkts i år. En fortsatt normalisering av de finansiella förhållandena talar för en fortsatt kronförstärkning. Skulle oron tillta igen kan kronan åter försvagas på kort sikt. Denna händelseutveckling finns dock inte i Riksbankens huvudscenario.

Om kronan stärks framöver, som våra prognoser pekar på, kan man förvänta sig att det dämpar tillväxten i BNP något samt håller ner inflationen. Till detta kommer att resursutnyttjandet är lågt i utgångsläget och bedöms vara lågt framöver. Det är därför motiverat med den expansiva penningpolitik som vi nu bedriver för att uppnå inflationsmålet och stabilisera resursutnyttjandet.

Referenser

Apel, M., Friberg, R. och Hallsten, K. (2004): "Prissättningsbeteendet i svenska företag", Penning- och valutapolitik nr 4, 2004:4, Sveriges riksbank.

Adolfson, M. (2004), "Exchange Rate Pass-Through – Theory, Concepts, Beliefs and Some Evidence", opublicerad uppsats, Sveriges riksbank

Bachetta, P. och van Wincoop, E. (2003), "Why Do Consumer Prices React Less than Import Prices to Exchange Rates?", *Journal of the European Economic Association* 1, 662-670.

Burnstein, A., Eichenbaum, M. och Rebelo, S. (2002), "Why Are Rates of Inflation So Low after Large Devaluations?", NBER Working Paper 8748.

Cheung, Y-W, Chinn, M.D och Pascual, A. G., "Empirical Exchange Rate Models Of The Nineties: Are Any Fit To Survive?," *Journal of International Money and Finance*, 2005, 1150-1175.

Cumby, R.E. (1996): "Forecasting Exchange Rates and Relative Prices with the Hamburger Standard: Is What You Want What You Get With McParity?", NBER working paper 5675.

Froot, K. och Rogoff, K. (1995), "Perspectives on PPP and Long-run Real Exchange Rates", G. M. Grossman och K. Rogoff (red.): *Handbook of International Economics* 3.

Froot, K.A. och Thaler, R (1990): "Anomalies: Foreign exchange", *Journal of Economic Perspectives* 4: 179-92.

Goldberg, P.K. och Knetter, M.M. (1997), "Goods Prices and Exchange Rates: What Have We Learned?", *Journal of Economic Literature* XXXV, 1243-1272.

Hansson, J. och Johansson, J. (2007): "Alternativa inflationsmått för penningpolitisk analys", Penning- och valutapolitik nr 3, 2007, Sveriges riksbank.

Lagerwall, B. och Nessén, M. (2009): "Kronans lånsiktiga utveckling", Ekonomisk kommentar nr 6, 2009, Sveriges riksbank.

Lothian, J.R. och Taylor, M.P. (2008): "Real Exchange Rates Over the Past Two Centuries: How Important is the Harrod-Balassa-Samuelson Effect?", *Economic Journal* 118.

McCarthy, J. (2000), "Pass-Through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrial Economies", *Federal Reserve Bank of New York Staff Report* 3.

Meese, R. och Rogoff, K. (1983), "Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample?", *Journal of International Economics* 14 , 3-24.

Rogoff K. (1996), "The Purchasing Power Parity Puzzle", Journal of Economic Perspectives, s. 647–668.

Parsley, D.C. och Wei, S-J. (2007): "A Prism into the PPP Puzzles: The Microfoundations of Big Mac Real Exchange Rates" *Economic Journal* 117, 1336-1356.

Rose, A.K. och Yellen, J.L. (1989), "Is There a J-curve?", *Journal of Monetary Economics* 24, 53-68.

Taylor, M. P. (2002): "A Century of Purchasing Power Parity", *Review of Economics and Statistics* 84, 139-150.