

Kronans långsiktiga utveckling

Björn Lagerwall och Marianne Nessén¹

Författarna är verksamma på avdelningen för penningpolitik.

Riksbanken har inget mål för kronans värde, men följer löpande dess utveckling. Inför varje penningpolitiskt möte görs en ny prognos av växelkursutvecklingen under prognoshorizonten i och med att detta påverkar inflationsprognosen. I de senaste penningpolitiska rapporterna har Riksbanken bedömt att kronan torde stärkas på längre sikt, och att försvagningen under den senaste tiden hänger samman med finanskrisen. Denna kommentar förklarar varför Riksbanken bedömer att kronan torde stärkas. För att kunna göra detta behöver vi börja med att reda ut vad som menas med reala respektive nominella växelkurser.

Nominell och real växelkurs

När man till vardags talar om kronans växelkurs är det oftast den nominella växelkursen som avses, till exempel 8 kronor per dollar eller 10 kronor per euro. När ekonomer talar om växelkursen – och de samhällsekonomiska effekterna av att kronans värde varierar – talar de vanligen om den reala växelkursen, det vill säga den svenska kronans köpkraft. Mer exakt är en real växelkurs den nominella växelkursen korrigerat med den relativa prisnivån hemma respektive utomlands:

$$\text{real växelkurs} = \frac{\text{nominell växelkurs} \times \text{utländsk prisnivå}}{\text{inhemsk prisnivå}}$$

Den reala växelkursen visar alltså förhållandet mellan prisnivåerna i olika länder eller valutaområden, där prisnivåerna mäts i samma valuta. Om prisnivåerna är desamma mätta i samma valuta är den reala växelkursen lika med 1. Tidskriften "The Economist" redovisar regelbundet priset på Big Mac-hamburgare i olika länder mätt i amerikanska dollar och det visar sig att priset kan skilja sig påtagligt mellan olika länder. Man kan se sådana beräkningar som reala växelkurser i "miniatyr" eftersom de mäter prisnivån i olika länder i samma valuta, men endast för en enskild vara. När ekonomer beräknar reala växelkurser använder de i stället oftast olika prisindex, till exempel konsumentprisindex (KPI), för att mäta prisnivån i de olika länderna.

Den reala växelkursen förstärks antingen när den nominella växelkursen förstärks eller när prisnivån ökar snabbare hemma än utomlands.² Ekonomer är oftast mer intresserade av den reala växelkursen än den nominella i och med att det är den reala växelkursen som bestämmer – och speglar – ett lands konkurrenskraft och dess köpkraft. Ju starkare real växelkurs desto högre köpkraft har en svensk krona i utlandet. Samtidigt blir dock den svenska konkurrenskraften svagare. Och ju svagare real växelkurs desto starkare är konkurrenskraften, men svenskar som åker utomlands märker att deras svenska kronor inte är värda så mycket. Hur fungerar detta?

Antag att en svensktillverkad vara kostar 500 kronor i Sverige och att kronans kurs mot dollarn är 8 kronor. I USA kostar en inhemskt tillverkad vara av motsvarande kvalitet 50 dollar, vilket motsvarar $50 \times 8 = 400$ kronor. Varupriset är alltså högre i Sverige

¹ Författarna vill tacka Charlotta Edler, Joanna Gerwin, Jesper Hansson, Ulf Söderström och Anders Vredin för synpunkter på tidigare utkast.

² Observera att en förstärkning av den reala växelkursen innebär att värdet enligt formeln i texten och i diagrammen *sjunker*. Det är samma princip som att det går färre kronor på exempelvis en dollar när den nominella växelkursen förstärks. Man bör dock vara medveten om att reala och nominella växelkurser kan definieras på omvänt sätt, så att värdet stiger när växelkursen stärks.

Sedan finanskrisen bröt ut i september 2008 har värdet på den svenska kronan svängt kraftigt. Det är då naturligt att fråga sig vad som kan vara en långsiktigt rimlig utveckling av kronkursen. I de senaste penningpolitiska rapporterna har Riksbanken bedömt att kronan kommer att förstärkas på längre sikt, och att den senaste tidens försvagning hänger samman med finanskrisen. Den här ekonomiska kommentaren beskriver bakgrunden till Riksbankens långsiktiga växelkursbedömning. Varför tror Riksbanken att kronan ska stärkas? Författarna förklarar detta genom att dels reda ut viktiga begrepp såsom nominell och real växelkurs, dels kort sammanfatta de viktigaste teorierna för den reala växelkursens långsiktiga utveckling. De beskriver också den historiska utvecklingen av kronkursen i ett längre perspektiv.

i kronor räknat. Om vi använder uttrycket för den reala växelkursen ovan och låter priset på varan utgöra prisnivån i Sverige respektive USA blir den reala växelkursen $400/500=0,8$. Den reala växelkursen är alltså lägre än 1, vilket betyder att 500 kronor "kan köpa" en vara i Sverige men mer än ett exemplar av motsvarande vara i USA. På så vis avspeglar en stark real kronkurs att den svenska kronans köpkraft är hög i utlandet.

Om vi betraktar ovanstående exempel med den svenska varutillverkarens ögon ser vi istället att konkurrenskraften är sämre i Sverige än i USA vid en stark real kronkurs. Om den svenska varan exporterades till USA och såldes i dollar till den nominella växelkursen skulle priset bli $500/8=62,50$ dollar, vilket inte ter sig särskilt konkurrenskraftigt jämfört med den amerikanska varans pris på 50 dollar. Konkurrenskraften för svenska exportföretag blir alltså svagare när den reala växelkursen förstärks.

Den reala växelkursens utveckling – några teorier

Köpkraftsparitet

Vad bestämmer då den reala växelkursens utveckling på lång sikt? Den mest kända (och enklaste) teorin går under benämningen köpkraftsparitet (på engelska *Purchasing Power Parity*), ett begrepp som lanserades av den svenske nationalekonomen Gustav Cassel för snart hundra år sedan.³ Grundprincipen för denna teori är att en enhet valuta ska ha samma köpkraft i olika länder. Exempelen ovan med Sverige och USA och The Economists Big Mac-undersökningar är alltså motsägelser av köpkraftsparitet. Om en specifik vara avses talar man om lagen om ett pris. Enligt denna lag ska till exempel ett kilo guld kosta lika mycket i Sverige som i USA när man räknar om priset till kronor. Anledningen är att man annars skulle köpa varan i det land som är billigt och sälja den i ett land med högre pris. På så sätt utjämnas priset mellan länder.

När man undersöker köpkraftsparitet jämför man prisnivåer generellt, som normalt mäts med olika prisindex som KPI.⁴ Sammantaget innebär alltså köpkraftsparitet följande: prisnivån uttryckt i gemensam valuta ska vara densamma i olika länder, vilket innebär att den reala växelkursen är lika med 1. Detta kallas ibland också *absolut* köpkraftsparitet.

Det är emellertid svårt att direkt jämföra prisindex i olika länder. Ett alternativt begrepp är då *relativ* köpkraftsparitet som innebär att skillnader i prisökningstakt – dvs inflation – länder emellan motsvaras av lika stora förändringar i den nominella växelkursen. Då hålls den reala växelkursen konstant, men inte nödvändigtvis lika med 1. På så sätt behålls köpkraften i olika länder på samma nivå.

I praktiken använder nationalekonomer normalt begreppet köpkraftsparitet i en annan bemärkelse, nämligen att den reala växelkursen inte ska ha någon trend i en speciell riktning.⁵ Olika statistiska test kan användas för att påvisa eller förkasta köpkraftsparitet. Om den reala växelkursen uppfyller köpkraftsparitet kommer den på lång sikt att återgå till medelvärdet enligt ett visst mönster. En rimlig långsiktig prognos för den reala växelkursen är i så fall lika med dess medelvärde.

I diagram 1 visas hur den svenska reala växelkursen utvecklats sedan 1970, tillsammans med den nominella växelkursutvecklingen. Linjerna visar sammanfattande mått på den svenska kronans utveckling som man får genom att lägga samman valutor och utländska prisnivåer i enlighet med strukturen på Sveriges handel med omvärlden, ett så kallat TCW-index.⁶ I diagrammet är växelkurserna uttryckta i termer av index med värdet 100 satt till tidpunkten precis innan den fasta växelkursen övergavs i november 1992.

Som vi sett i nyhetsrapporteringen sker förändringar i den nominella växelkursen varje dag. Företag kan dock inte ändra priserna lika ofta. Detta brukar beskrivas som att

³ G. Cassel (1921): "The World's Money Problems", New York: E.P. Dutton and Co. och G. Cassel (1922): "Money and Foreign Exchange after 1914", New York: MacMillan.

⁴ Observera att köpkraftsparitet kan gälla utan att lagen om ett pris gäller för enskilda varor; olika prisskillnader kan alltså "ta ut varandra". Om lagen om ett pris gäller för alla varor gäller givetvis köpkraftsparitet också.

⁵ I statistisk mening ska den reala växelkursen vara stationär om relativ köpkraftsparitet håller, vilket bland annat innebär att medelvärde och standardavvikelse ska vara konstanta över tiden.

⁶ En god approximation av TCW-vikterna ges av euro 65 procent, amerikanska dollar och brittiska pund 12 procent vardera, norska kronor 6 procent och japanska yen 5 procent. En grov approximation är euro 84 procent och dollar 16 procent. För en noggrann beskrivning av TCW-index, se J. Alsterlind (2006): "Effektiva växelkurser – i teori och praktik", Penning- och valutapolitik, 2006:1.

priser är trögrörliga. Därför ger förändringar i den nominella växelkursen – som t.ex. kronförsvagningen 1992 efter det att kronan tilläts flyta – upphov till motsvarande kortsiktiga förändringar i den reala växelkursen och därigenom konkurrenskraften och den relativa köpkraften. Men även skillnader i inflationstakt ger upphov till förändringar i den reala växelkursen. Så var t.ex. fallet under 1980-talets fasta växelkursregim, då inflationen var påtagligt högre i Sverige än i omvärlden. Detta ledde till en real kronförstärkning på cirka 25 procent mellan 1983 och 1992, trots en stabil nominell växelkurs.

Som framgår av diagram 1 har den svenska reala växelkursen uppvisat perioder med både förstärkningar och försvagningar, men sett som helhet över perioden 1970-2009 har den försvagats med över 50 procent. Om köpkraftsparitet hade varit en bra beskrivning av den svenska reala växelkursens utveckling hade den uppvisat ett mer "oscillerande" mönster, alltså uppvisat långa cykler runt ett konstant genomsnitt. Nu uppvisar den reala växelkursen snarare en trend i svagare riktning, åtminstone fram till mitten av 1990-talet. Annorlunda uttryckt har prisnivån i Sverige sjunkit relativt omvärlden under denna period. Konkurrenskraften har alltså stärkts medan köpkraften har sjunkit.

Köpkraftsparitet kan möjligen sägas vara en bra beskrivning av hur kronan mätt med TCW-index har utvecklats under perioden med flytande växelkurs. Om man endast undersöker perioden från 1993 – då kronan började flyta – och framåt med statistiska metoder finner man nämligen ingen tydlig trend i den reala växelkursen.⁷ Ökad ekonomisk integration och handel talar också för ökad priskonvergens mellan länder inom till exempel EU. Genomsnittet för den reala växelkursen sedan 1993 skulle då kunna vara en rimlig långsiktig prognos. Detta talar i så fall för att det kommer att ske en långsiktig förstärkning av reala TCW-index på i storleksordningen 15 procent från vårens nivåer.

Avvikelser från köpkraftsparitet: "Priser är högre i rikare länder"

För att förstå utvecklingen av den svenska handelsvägda reala växelkursen sedan 1970-talet räcker inte köpkraftsparitet, utan vi måste söka stöd i teorier som kan förklara varaktiga förändringar, eller trender, i reala växelkurser.

Ett gemensamt tema för teorier om trender i reala växelkurser är att prisnivån är högre – och därmed den reala växelkursen starkare – i "rika" länder. Det är i definitionen av "rika" länder som teorierna skiljer sig åt. Nedan går vi igenom tre olika mått på länders ekonomiska "rikedom": relativ BNP-utveckling, utvecklingen av utlandsställningen respektive det så kallade bytesförhållandet ("terms of trade").

Den så kallade Balassa-Samuelsoneffekten (nedan kallad BS-teorin) är kanske den mest välkända teorin för avvikelser från köpkraftsparitet och tar sin utgångspunkt i att prisnivån mätt i gemensam valuta tenderar att vara högre i länder med hög BNP ("rika" länder).⁸ Hur uppkommer denna effekt?

En grundläggande utgångspunkt är att dela upp ekonomin i en varu- och tjänstesektor och anta att köpkraftsparitet gäller för varor men inte för tjänster.⁹ Det som orsakar avvikelser från köpkraftsparitet är alltså förändringar av prisnivån på tjänster. Länder med hög ekonomisk tillväxt tenderar att ha en stark produktivitet utveckling i varusektorn. I BS-teorin antas arbetskraften ha perfekt rörlighet inom landet men inte internationellt. En stark produktivitet utveckling i varusektorn leder till att reallönerna och de nominella lönerna stiger i denna sektor. Den perfekta rörligheten av arbetskraften inom landet gör att nominallönerna stiger i hela ekonomin, alltså även i tjänstesektorn. Eftersom produktiviteten normalt utvecklas långsammare i tjänstesek-

⁷ I internationella studier som använder riktigt långa tidsserier över reala växelkurser har man ofta funnit stöd för köpkraftsparitet. Se till exempel M. P. Taylor (2002): "A Century of Purchasing Power Parity", *Review of Economics and Statistics* 84. För översikter av litteraturen kring köpkraftsparitet se till exempel K. Froot och K. Rogoff (1995), "Perspectives on PPP and Long-run Real Exchange Rates", G. M. Grossman och K. Rogoff (red.) *Handbook of International Economics* och A.M. Taylor and M.P. Taylor (2004): "The Purchasing Power Parity Debate", *Journal of Economic Perspectives* 8.

⁸ Denna kallas ibland även Harrod-Balassa-Samuelsoneffekten. Se B. Balassa (1964): "The purchasing power parity doctrine: a reappraisal", *Journal of Political Economy* 72 och P. A. Samuelson (1964): "Theoretical notes on trade problems", *Review of Economics and Statistics* 46.

⁹ Tjänsterna betraktas som "icke handlad vara" eller "nontradable".

torn kan reallönerna inte stiga lika snabbt där.¹⁰ Priserna måste därför stiga i tjänstesektorn för att kompensera för ökningarna i nominallöner. Därmed stiger priserna i hela ekonomin, och den reala växelkursen förstärks.¹¹

En empirisk slutsats av BS-teorin är alltså att länder med hög tillväxt typiskt sett får starkare reala växelkurser, medan länder med svag tillväxt får svagare reala växelkurser. Ett känt exempel på detta fenomen är Japan under efterkrigstiden fram till början av 1990-talet. Då stärktes yenen i reala termer kraftigt mot dollarn, samtidigt som tillväxten i Japan var betydligt högre än i USA. Detta hängde till stor del samman med att produktiviteten i Japans exportinriktade varusektor utvecklades starkt.¹²

Diagram 2 visar BNP i Sverige och omvärlden, där länderna i omvärlden är sammanvägda med TCW-vikterna. Sverige hade från 1970 till mitten av 1990-talet en förhållandevis låg BNP-tillväxt jämfört med andra industrialiserade länder, och blev på så sätt relativt "fattigt". Detta skulle alltså kunna förklara den svaga utvecklingen av den reala kronkursen. Sedan mitten av 1990-talet har dock gapet mellan BNP-nivån i Sverige och i vår omvärld krympt, då tillväxten har varit högre i Sverige än i omvärlden. Detta skulle kunna förklara att den försvagande trenden i kronkursen verkar ha upphört sedan 1990-talet. Detta är också ett huvudskäl till att Riksbanken bedömer att kronan torde stärkas. Detta återkommer vi till nedan.

En annan vanligen förekommande förklaringsfaktor på temat "priser är högre i rikare länder" tar fasta på ett lands nettoutlandsställning. Denna visar ett lands samlade fordringar eller skulder gentemot omvärlden. Grundidén här är att länder med stark utlandsställning har starka reala växelkurser. Omvänt får länder med stora utlandsskulder svagare reala växelkurser. Den vanligaste förklaringen till detta är en så kallad transfereringseffekt, som innebär att en utlandsskuld ger upphov till räntebetalningar och amorteringar, och för att finansiera dessa krävs överskott i bytesbalansen.¹³ Därför måste den reala växelkursen försvagas.¹⁴ Förenklat kan man säga att förändringar i den reala växelkursen krävs för att åstadkomma långsiktig balans i utrikeshandeln. Sambandet mellan reala växelkurser och utlandsställning samband finner stöd i data, åtminstone när grupper av länder studeras i så kallade panelstudier.¹⁵

Hur ser sambandet mellan utlandsställning och real växelkurs ut för Sverige? Först måste ett mått på utlandsställningen tas fram och det kan göras på flera sätt. Ett är att summera ihop bytesbalanser över tiden. Bytesbalanserna visar saldot i utrikeshandeln (nettoexporten) tillsammans med kapitalinkomster och olika avgifter till och från utlandet. Diagram 3 visar den reala växelkursen tillsammans med bytesbalansens utveckling sedan 1980. Fram till början av 1990-talet hade Sverige underskott i bytesbalansen, och mycket riktigt följdes detta av en period med en real försvagning av kronan, helt enligt teorin.

Diagram 3 visar dock också att Sverige nu haft ett överskott i bytesbalansen under snart femton år och att utlandsställningen mätt på detta sätt blivit allt starkare. Detta talar för en förstärkning av den reala växelkursen, men någon väsentlig sådan har inte inträffat. Vad kan detta bero på?

En möjlig förklaring har att göra med att det är svårt att mäta utlandsställningen, och att summerade bytesbalanser helt enkelt inte ger rätt bild av Sveriges samlade fordringar och skulder gentemot omvärlden.¹⁶ Diagram 4 visar dels måttet på ut-

¹⁰ Enligt den så kallade Baumol-Bowen-teorin är produktivitetstillväxten högre i varusektorn än i tjänstesektorn, vilket i sin tur innebär att tjänstepriserna stiger snabbare än varupriserna. Baumol och Bowen (1966), "Performing Arts, the Economic Dilemma", använder som exempel produktiviteten hos konstnärer, till exempel symfoniorkestrar, som inte är märkbart högre idag än för 200 år sedan. Lönerna har dock stigit, vilket gjort att relativpriset har stigit jämfört med tillverkningsindustrin, som har blivit allt mindre arbetskraftsintensiv.

¹¹ Liknande tankegångar låg till grund för den svenska så kallade EFO-modellen för lönebildningen, som lanserades på 1970-talet av ekonomer vid LO, SAF och TCO: löneökningstrycket i hela ekonomin bestäms på lång sikt av produktivitetstillväxten i den internationellt konkurrensutsatta sektorn. Se Gösta Edgren, Karl-Olof Faxen och Clas-Erik Odhner (1973): "Wage Formation and the Economy", Allen and Unwin.

¹² En ingående genomgång av den empiriska forskningen kring Balassa-Samuelson-teorin ges av J.R. Lothian och M.P. Taylor (2008): "Real Exchange Rates Over the Past Two Centuries: How Important is the Harrod-Balassa-Samuelson Effect?", *Economic Journal* 118.

¹³ Begreppet "the transfer effect" kan härledas tillbaka till en diskussion mellan Bertil Ohlin och J. M. Keynes på 1920-talet om de ekonomiska effekterna av Tysklands krigsskadestånd. För en empirisk undersökning av denna effekt, se P.R. Lane och G.M. Milesi-Ferretti (2000): "The Transfer Problem Revisited: Net Foreign Assets and the Real Exchange Rate", *Review of Economics and Statistics* 86.

¹⁴ En annan förklaring till sambandet mellan utlandsställningen och den reala växelkursen skulle kunna vara att en förmögenhetseffekt av en stark utlandsställning gör att folk "känner sig rikare" och därmed arbetar mindre. Vid oförändrad arbetskraftsefterfrågan stiger lönerna och därmed priserna i ekonomin.

¹⁵ Se till exempel P.R. Lane och G.M. Milesi-Ferretti (2002): "External wealth, the trade balance, and the real exchange rate", *European Economic Review* 46.

¹⁶ Se G. Blomberg och M. Falk "Stora bytesbalansöverskott och svag utlandsställning – hur hänger det ihop?", Penning- och valutapolitik, nr 1, 2006.

landsställningen i form av ackumulerade bytesbalanser, dels den marknadsvärderade utlandsställningen.¹⁷ Mellan 1975 och 2000 gav dessa båda mått en kvalitativt likartad bild av Sveriges utlandsställning, även om metoden med marknadsvärdering visar en kraftigare försämring av utlandsställningen fram till mitten av 1990-talet. De senaste åren ger dock de två måtten helt olika bilder av utvecklingen. Denna skillnad mellan de olika måtten för utlandsställningen bidrar till en osäkerhet om prognoser av den reala växelkursen med hjälp av denna "förmögenhetsteori". Bytesbalansöverskott talar rätt tydligt för en real växelkursförstärkning, men detta stöds inte av den marknadsvärderade beräkningen av utlandsställningen.¹⁸

Till sist kan det så kallade bytesförhållandet, som är förhållandet mellan export- och importpriser, påverka ett lands grad av "rikedom". Bytesförhållandet brukar beräknas enligt följande formel:

$$\text{bytesförhållande i Sverige} = \frac{\text{inhemsk prisnivå på exportvaror från Sverige}}{\text{utländsk prisnivå på importvaror till Sverige} \times \text{nominell växelkurs}}$$

Bytesförhållandet liknar alltså en real växelkurs men med dels omkastat förhållande mellan prisnivåerna, dels prisnivåer som avser export- och importvaror. Ett försvagat bytesförhållande innebär alltså att exportpriser sjunker i förhållande till importpriser. Om till exempel oljepriset stiger kraftigt får Sverige betala mer för sin import samtidigt som exporten kan antas generera lika stora intäkter som tidigare, och bytesförhållandet sjunker. Sverige har då blivit "fattigare" till följd av att oljepriset har stigit. När bytesförhållandet sjunker borde alltså den reala växelkursen försvagas. Stämmer detta i verkligheten?

Diagram 5 visar Sveriges bytesförhållande tillsammans med samma handelsvägda reala kronkurs som i Diagram 1. Under 1970-talet sjönk mycket riktigt bytesförhållandet kraftigt samtidigt som den reala växelkursen försvagades. Omvänt steg bytesförhållandet under resten av 1980-talet samtidigt som den reala växelkursen stärktes. Däremot har bytesförhållandet försämrats kraftigt de senaste 10 åren – ett resultat av att världsmarknadspriset på olja steg kraftigt mellan 2003 och 2008 och att priset på exporten av telekomvaror från Sverige sjunkit – samtidigt som den reala växelkursen både har försvagats och sedan förstärkts. Det verkar alltså inte finnas något enkelt samband mellan utvecklingen av den reala kronkursen och bytesförhållandet i Sverige. Försämringen av bytesförhållandet sedan mitten av 1990-talet innebär dock att Sveriges "rikedom" i förhållande till omvärlden inte har stärkts såsom den relativa BNP-tillväxten indikerar, vilket skulle kunna förklara frånvaron av en förstärkande trend i kronkursen sedan mitten av 1990-talet.

Sammanfattning och slutsatser kring kronans långsiktiga utveckling

Vad ska man då säga om kronkursens rimliga nivå på lång sikt mot bakgrund av ovanstående resonemang? Två olika teorigrunder finns för den reala växelkursens långsiktiga bestämning. För det första: Köpkraftsparitet innebär att den reala växelkursen inte har någon trend, och på sikt återgår den till sitt medelvärde. För det andra finns olika teorier som förklarar trender i reala växelkurser, dvs. avvikelser från köpkraftsparitet. Dessa teorier kan sammanfattas med att "rikare länder har starkare reala växelkurser".

Möjligen är köpkraftsparitet en bra beskrivning av kronans utveckling under perioden med flytande växelkurs de senaste 15 åren, eftersom en tydlig trend i den reala kronkursen saknas, och då är det genomsnittliga värdet en långsiktigt rimlig prognos. Vårens nivåer av den reala kronkursen är cirka 15 procent över sitt medelvärde sedan 1993, och bör i så fall stärkas. Det är emellertid svårt att statistiskt avgöra rimligheten i detta antagande även med data över en så pass lång period som drygt 15 år.

¹⁷ Med en marknadsvärderad utlandsställning menas att tillgångar och skulder upptas till marknadsvärde, vilket ger en värderingseffekt på utlandsställningen vid till exempel börskrascher och växelkursförändringar. Värdet på tillgångar som svenskar äger utomlands och tillgångar som utlänningar äger i Sverige kan utvecklas olika.

¹⁸ Samma problematik, fast i omvänd riktning, finns för USA. Den amerikanska bytesbalansen har uppvisat betydande underskott under lång tid, men detta avspeglas inte helt i USA:s marknadsvärderade utlandsställning. Se ytterligare beskrivning av detta i G.M. Milesi-Ferretti (2008): "Fundamentals at Odds? The U.S. Current Account Deficit and the Dollar", IMF Working Paper 08/260.

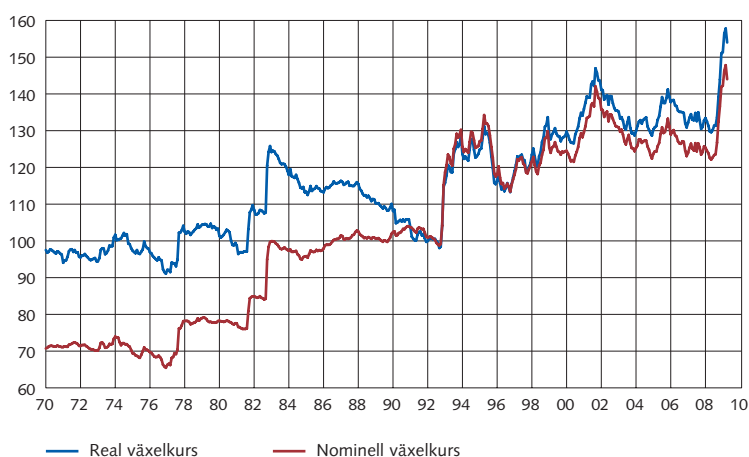
Om man betraktar hela perioden sedan 1970 verkar det finnas en försvagande trend i den reala kronkursen, som måste förklaras med den andra typen av teorier. Hypotesen är då att "rikare länder har starkare reala växelkurser". Fram till mitten av 1990-talet var den genomsnittliga tillväxttakten i Sverige lägre än i vår omvärld, vilket kan förklara en stor del av den kraftiga försvagningen sedan början av 1970-talet av den reala växelkursen. Men från mitten av 1990-talet har Sveriges tillväxt varit högre än i omvärlden, vilket talar för en förstärkning av den reala växelkursen. Att en sådan förstärkning uteblivit kan möjligen förklaras av att bytesförhållandet under denna period försämrats, vilket i sig skulle tala för en svagare real växelkurs. Samtidigt har bytesbalansen uppvisat stora överskott under lång tid, vilket talar för en förstärkning. Dock ger utlandsställningen till marknadsvärde inte samma bild av Sveriges "rikedom" som summerade bytesbalanser; denna utlandsställning är kring minus 4 procent av BNP, men har inte uppvisat någon tydlig trend det senaste decenniet.

De finns alltså inget enskilt mått på "rikedom" som ensamt kan förklara den reala kronkursens utveckling. När Riksbanken gör prognoser av den reala växelkursens utveckling används därför statistiska modeller där den reala växelkursen skattas tillsammans med alla de mått på "rikedom" som just diskuterats, det vill säga relativ BNP, bytesförhållande och utlandsställning. Sådana skattningar tyder på att den reala handelsvägda kronkursen ska stärkas på lång sikt med 10-15 procent, det vill säga ungefär samma slutsats om man antar att köpkraftsparitet är en god beskrivning av kronans utveckling de senaste 15 åren.

Vad innebär detta för prognosen av den nominella växelkursen? I och med att den reala växelkursen är den relativa prisnivån i olika länder uttryckt i samma valuta kan en förstärkning av den reala växelkursen åstadkommas via en starkare nominell valutakurs eller genom att Sverige har högre inflation än omvärlden. Riksbankens prognos för den nominella växelkursen på sikt beror alltså på hur svensk inflation bedöms utvecklas jämfört med inflationstakten i vår omvärld. Inflationsprognosen påverkas också av förändringar i den nominella växelkursen.¹⁹ I den senaste prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i april i år bedömdes inflationen i Sverige och omvärlden bli ungefär lika höga de kommande tre åren. De prognostiserade reala och nominella förstärkningarna av växelkursen är därför ungefär lika stora under denna period, i storleksordningen 10-15 procent på några års sikt. Diagram 6 visar prognoserna från den penningpolitiska uppföljningen i april.

Diagram

Diagram 1. Real och nominell växelkurs, TCW-index, 1970 - 2009
Index, 1992-11-18=100.



¹⁹ Ett aktuellt exempel på detta ges i fördjupningen "Den senaste tidens kronförsvagning" i Penningpolitisk rapport 2009:1.

Diagram 2. BNP i Sverige och TCW-vägd omvärld 1970-2008.
Logaritmerade data, index, 1970-01-01=1

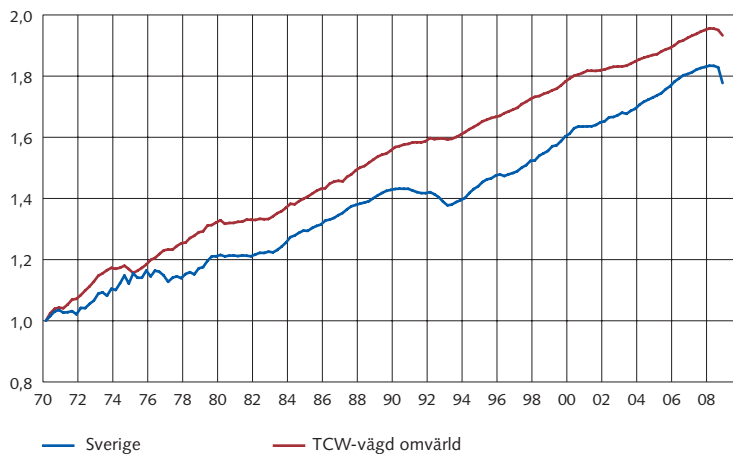


Diagram 3. Real växelkurs (TCW-index) och bytesbalans i Sverige.
Bytesbalans: procent av BNP
Real växelkurs: index, 1992-11-18=100

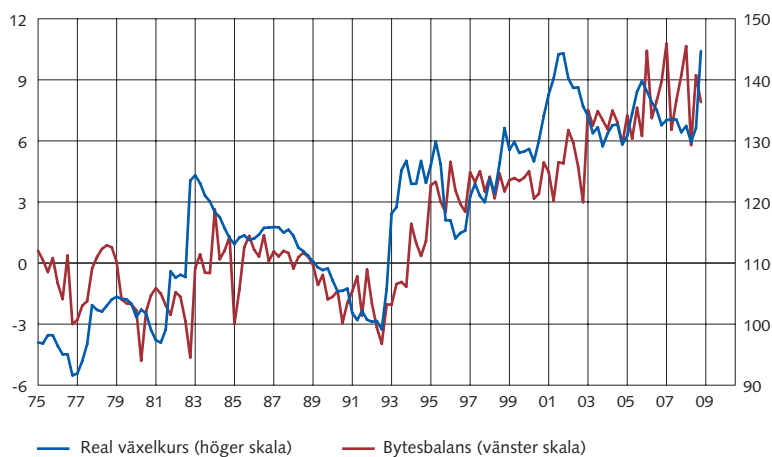


Diagram 4. Sveriges nettoutlandsställning till marknadsvärde respektive ackumulerade bytesbalanser.
Procent av BNP

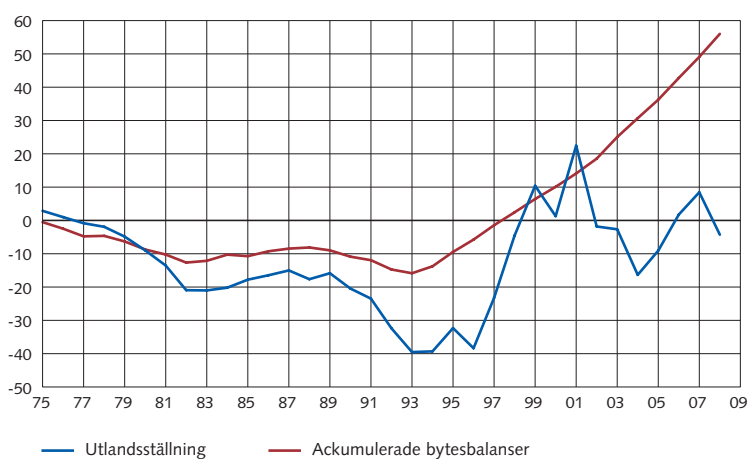


Diagram 5. Bytesförhållande (höger skala) och real handelsvägd växelkurs (TCW-index) för Sverige. Växelkurs: index, 1992-11-18=100
Bytesförhållande: index, 1975-01-01=1

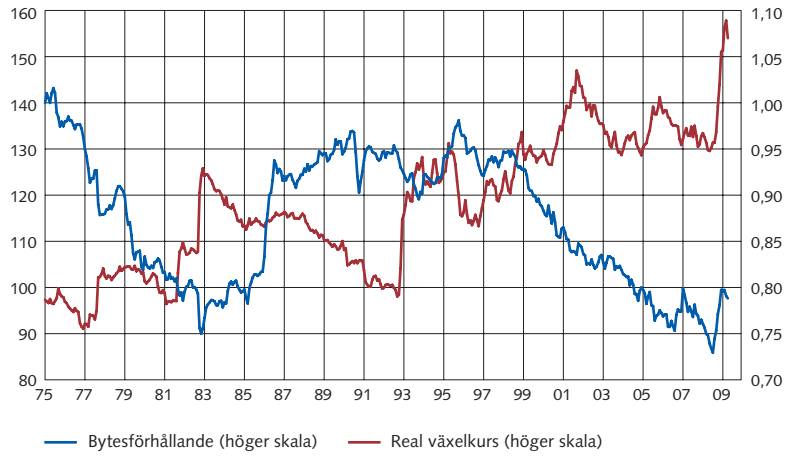


Diagram 6. Nominell och real växelkursprognos: TCW-index. Index, 1992-11-18=100

