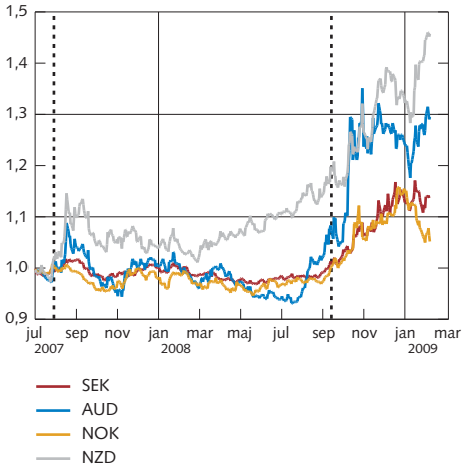
Den senaste tidens kronförsvagning

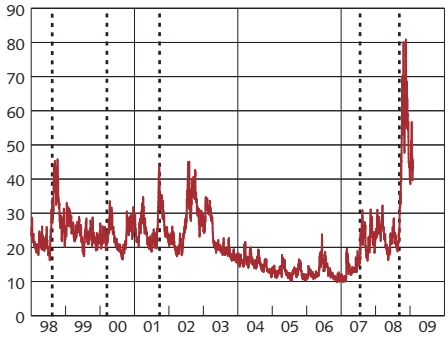
Diagram R4. Handelsviktade växelkurser
Index, 2007-07-01 = 1



Anm. Ett värde större (mindre) än 1 indikerar en försvagning (förstärkning) av växelkursen. De vertikala strecken markerar när den finansiella oron inleddes respektive övergick till en finansiell kris (26 juli 2007 och 15 september 2008).

Källa: Reuters EcoWin

Diagram R5. Implicit volatilitet i amerikanska aktier, VIX (volatility index)
Procent



Anm. De vertikala strecken markerar början på tidigare finansiella kriser samt två episoder av den nuvarande finansiella krisen, dvs. när oron bröt ut respektive gick över till en akut kris.

Källa: Reuters EcoWin

Sedan den finansiella krisen fördjupades i september 2008 har den svenska kronan försvagats kraftigt. Tidigare erfarenheter visar att små valutor tenderar att försvagas i tider av finansiell oro men att denna försvagning ofta är av tillfällig karaktär. Jämförelser med andra finansiella kriser som inträffat under de senaste tio åren visar att effekterna på växelkurserna har varit kraftigare under denna kris. Hur stort genomslaget blir på inflationen i Sverige beror till stor del på om kronförsvagningen uppfattas som tillfällig eller varaktig. Erfarenheten visar på ett relativt svagt samband på kort sikt mellan inflation och växelkursförändringar i länder med väl förankrade inflationsförväntningar. Genomslaget på inflationen från permanenta växelkursförändringar bedöms dock vara fullständigt på lång sikt.

Den finansiella krisen och de drastiskt försämrade globala konjunkturutsikterna som följt i dess spår har under de senaste månaderna gett upphov till stora rörelser på den internationella valutamarknaden. Kronan har under de senaste månaderna upplevt den kraftigaste försvagningen sedan den rörliga växelkursen infördes i november 1992. Gentemot en korg (TCW) där våra viktigaste handelspartners valutor ingår hade kronan i nominella termer i början av februari tappat cirka 15 procent i värde sedan i början av september förra året. Den största försvagningen har inträffat mot yenen med cirka 55 procent och mot den amerikanska dollarn med cirka 28 procent. Mot euron hade kronan försvagats med ungefär 13 procent mellan början av september förra året och början av februari i år.

Växelkursens utveckling på längre sikt brukar ofta förklaras av fundamentala faktorer såsom skillnader i produktivitet eller BNP-tillväxt, nettoställningen mot utlandet och utvecklingen i bytesbalansen. Det grundläggande antagandet är att likartade produkter på lång sikt kommer att kosta ungefär lika mycket i länder med likartade ekonomiska förutsättningar. Växelkursen påverkas även av hur penningpolitiken bedrivs i olika länder, som i sin tur beror på skillnader i konjunktur- och inflationsutsikter. På kort sikt kan växelkursen drivas av andra faktorer och avvika från vad som bedöms vara en långsiktigt motiverad utveckling. När det gäller den senaste tidens kronförsvagning är det svårt att förklara denna utifrån förändringar i fundamentala faktorer. De statistiska modeller med makrovariabler som Riksbanken använder för att prognostisera växelkursen uppvisar inte alls samma försvagning av kronan under slutet av 2008 jämfört med den som faktiskt skett.

Under perioder med finansiell oro brukar stora valutor normalt upplevas som mer likvida och säkra av investerare, vilket har gjort att efterfrågan på dessa har ökat. Det har fått den svenska kronan, liksom andra mindre valutor, att försvagas.

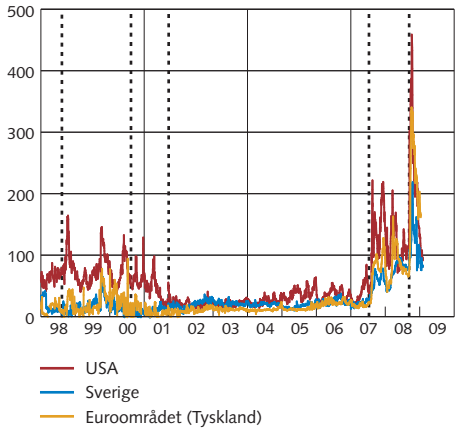
De valutor som är intressanta att studera som jämförelse är bland annat den nya zeeländska och australiska dollarn samt den norska kronan. Dessa länder har i likhet med den svenska ekonomin en stor utrikeshandel och tillämpar ett inflationsmål. När den finansiella oron först bröt ut i juli 2007 gav det upphov till en kortvarig försvagning av kronan och de andra tre valutorna (se diagram R4). Men det var först i samband att oron övergick till en akut finansiell kris i mitten av september 2008 som växelkurserna försvagades påtagligt.

I denna fördjupningsruta jämförs den nuvarande krisen med Ryssland/LTCM-krisen 1998, IT-kraschen 2000 och terrorattackerna den 11 september 2001.[17] Även om orsakerna till samtliga kriser har varit olika, har de utlösande faktorerna aldrig varit direkt relaterade till valutamarknaderna. Gemensamt för alla dessa perioder är avtagande riskaptit uttryckt i ökad volatilitet och högre spreadar i förhållande till statspapper (se diagram R5-R7) och flykt till kvalitet. Utvecklingen på de finansiella marknaderna efter den 15 september 2008, i synnerhet i USA, har hittills varit mycket kraftigare jämfört med andra finansiella kriser som inträffat under de senaste tio åren. Beträffande finansiella krisers effekter på valutamarknaderna visar tidigare erfarenheter att små, öppna ekonomiers valutor tenderar att försvagas under dessa perioder. Hur stor växelkursförsvagningen blir tycks bland annat vara relaterat till hur länge krisen varar. Hur länge försvagningen håller i sig skiljer sig åt mellan de olika valutorna. I diagram R8 framgår att de undersökta valutorna började återhämta sig fyra månader efter Ryssland/LTCM krisen 1998. Efter 11 september 2001 skedde återhämtningen snabbare, medan IT-krisen 2000 däremot följdes av en mer utdragen växelkursförsvagning.

Av diagram R8 framgår också att den genomsnittliga växelkursförsvagningen under den nuvarande finansiella krisen, det vill säga sedan september 2008, är mycket kraftigare jämfört med de andra kriserna. Om kronan följer samma mönster som efter dessa kriser skulle ändå en återhämtning kunna inledas i början av 2009. Mot detta talar det faktum att krisen inleddes redan i juli 2007. I den meningen påminner det nuvarande förloppet mer om det under IT-krisen 2000 som också pågick under en längre period. Det skulle i så fall tala för att återhämtningen inleds först under andra halvåret 2009.

En viktig fråga är vilket genomslag försvagningen av kronan kan väntas få på inflationen i Sverige. Empiriska studier visar på ett förhållandevis svagt samband på kort sikt mellan inflation och växelkursförsvagningar i länder med väl förankrade inflationsförväntningar. Genom en trovärdig penningpolitik där centralbanken reagerar på inflationsimpulser från importpriserna kommer företagen att vara mindre benägna att föra kostnadsökningar vidare till senare led.[18]

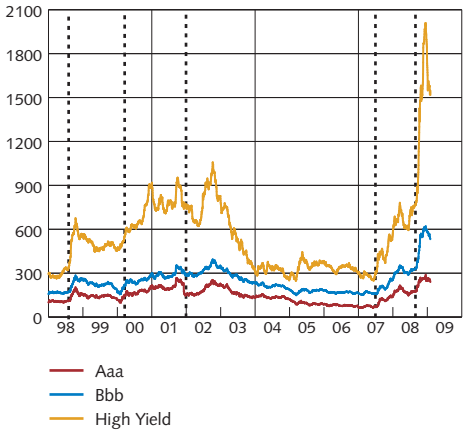
Diagram R6. Ted-spreadar i USA, euroområdet och Sverige
Räntepunkter



Anm. Ted-spreaden definieras som skillnaden mellan tremånaders interbankränta och motsvarande statsskuldsväxelränta. De vertikala strecken markerar början på tidigare finansiella kriser samt två episoder av den nuvarande finansiella krisen, dvs. när oron bröt ut respektive gick över till en akut kris.

Källor: Bloomberg och Reuters EcoWin

Diagram R7. Spreaden mellan företagsobligationer i USA och motsvarande amerikanska statsräntor
Räntepunkter



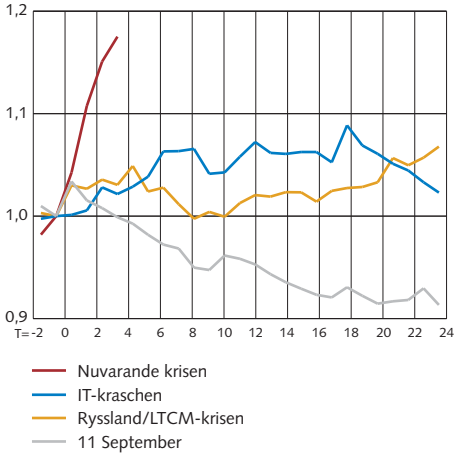
Anm. De vertikala strecken markerar början på tidigare finansiella kriser samt två episoder av den nuvarande finansiella krisen, dvs. när oron bröt ut respektive gick över till en akut kris.

Källa: Reuters EcoWin

17 Startdatum för de tidigare finansiella kriserna anges som följande: 17 augusti 1998 för Ryssland/LTCM krisen, 13 mars 2000 för IT-kraschen, och 11 september 2001 för terrorattackerna 11 september. Startdatum för de två olika episoderna av den nuvarande finansiella krisen är 26 juli 2007 och 15 september 2008, det vill säga när den bröt ut första gången och när den gick över till en akut kris.

18 Se till exempel Taylor, J., "Low inflation Pass-through and Pricing Power of Firms", European Economic Review, vol. 44, 7, 2000, s. 1389-1408; Gagnon, J.E. och J. Ihrig, (2004), "Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through", International Journal of Finance and Economics, vol. 9, s. 315-38; Burstein, A., M., Eichenbaum och S., Rebelo, (2007), "Modelling Exchange Rate Passthrough after Large Devaluations", Journal of Monetary Economics, vol. 54, s. 346-68.

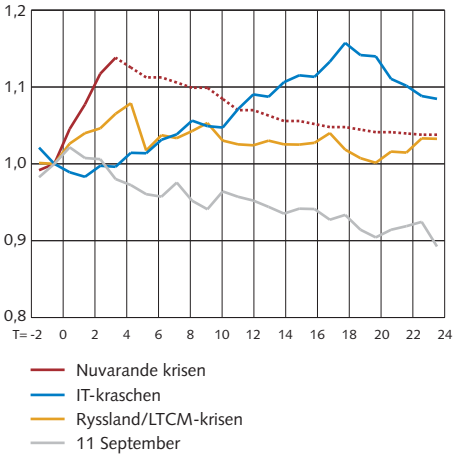
Diagram R8. Ovägt genomsnitt av utvecklingen i AUD, NZD, NOK och SEK under olika kriser
Månadsdata, t=0 då krisen bröt ut, index=1 vid t-1vid respektive kris



Anm. Index baserat på handelviktade växelkurser för respektive valuta.

Källa: Reuters EcoWin

Diagram R9. Utvecklingen i TCW under olika kriser samt prognos från PPR 2009:1
Månadsdata, t=0 då krisen bröt ut, index=1 vid t-1 vid respektive kris



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Reuters EcoWin

Priserna i konsumentledet kan också vara trögrörliga av andra skäl. En tänkbar orsak till att genomslaget kan vara litet på kort sikt är att företag kan använda sig av valutasäkringar. Istället anpassar de sina vinstmarginaler i avvaktan på att växelkursen ska återgå till en, enligt deras uppfattning, mer normal värdering. Exempelvis försvagades den svenska kronan under 2000 och 2001 utan att det fick något större genomslag på importpriserna i konsumentledet.[19] Det måttliga genomslaget antas ofta avspegla en önskan från utländska exportföretag att stabilisera priserna till inhemska köpare, så kallad pricing-to-market, i syfte att inte förlora marknadsandelar till inhemska producenter.[20] Men en utländsk exportör har på lång sikt ingen anledning att ta ut ett lägre pris i Sverige (för att begränsa kronförsvagningens effekter för svenska konsumenter) än vad de kan få i andra länder. På lång sikt talar därför mycket för att genomslaget från permanenta förändringar i växelkursen på priserna är fullständigt.

Kronan har försvagats under den finansiella krisen och utvecklats svagare än vad Riksbanken tidigare bedömt. Jämfört med prognosen som gjordes i början av september ifjol har kronan i genomsnitt varit cirka 11 procent svagare sedan dess. Jämfört med Riksbankens senaste prognos från början av december 2008 var kronan fram till i början av februari i genomsnitt 4 procent svagare än förväntat. Sedan årsskiftet har kronan försvagats med cirka 1 procent. I huvudscenariot antas att kronan fortsätter att vara svag på kort sikt (se diagram R9). I takt med att läget på de finansiella marknaderna stabiliseras väntas kronutvecklingen avspegla långsiktiga ekonomiska fundamenta. I slutet av prognosperioden antas kronan vara cirka 10 procent starkare i förhållande till kronkursen i början av februari i år. Den tillfälliga kronförsvagningen bedöms höja inflationen främst under 2009, men denna effekt motverkas delvis av lägre kostnadstryck och resursutnyttjande under prognosperioden.

Det historiska genomsnittliga genomslaget på inflationen av växelkursen är resultatet av en mängd olika störningar i ekonomin. Det ger ingen vägledning om hur stort genomslaget är efter specifika störningar. För att ge svar på denna typ av frågor måste en strukturell makromodell användas. I den penningpolitiska rapporten i oktober 2008 redogjordes för ett alternativscenario där Riksbankens allmänna jämviktsmodell för svensk ekonomi (Ramses) använts för att simulera vilka effekter på svensk ekonomi en mer varaktig försvagning av kronan skulle få.

19 Adolfson, M. och U. Söderström, (2003), ”Hur påverkas ekonomin av inflationsmålet?”, Penning- och valutapolitik, nr 1.

20 Krugman, P., ”Pricing to Market when the Exchange Rate changes”, i Arndt, S., W., & Richardson, J., D., Real-financial Linkages among Open Economies, MIT-press, 1987.

I scenariot antogs försvagningen inte vara motiverad av fundamentala faktorer utan resultatet av en riskpremiechock, det vill säga en förändring i kravet på den överavkastning som investerare kräver för att hålla svenska kronor.

I alternativscenariot i oktoberrapporten antogs ett förlopp med en kraftigare kronförsvagning på kort sikt och att kronan är cirka 4 procent svagare på tre års sikt jämfört med huvudscenariot. Den svagare kronan gör att importen blir dyrare i kronor samtidigt som svenska varor och tjänster blir billigare för utländska köpare. Detta stimulerar exporten vilket i sin tur förstärker BNP-tillväxten. Kronförsvagningen fungerar som en stötdämpare i ekonomin, exportstimulansen kan dock antas vara mindre i ett läge när efterfrågan faller globalt. KPI-inflationen kommer därmed att öka i Ramses dels till följd av högre importpriser, dels till följd av ett ökat resursutnyttjande. I genomsnitt blir KPI-inflationen 0,4 procentenheter högre än i huvudscenariot under prognosperioden. För att motverka det ökade inflationstrycket behöver penningpolitiken vara stramare och reporäntan blir i genomsnitt 0,2 procentenheter högre under de kommande två åren än i huvudscenariot.

Avslutningsvis kan konstateras att genomslaget på inflationen från den senaste tidens försvagning av kronan till stor del beror på om det uppfattas av företagen som en tillfällig eller en mer varaktig försvagning. I det nuvarande huvudscenariot antas att kronan stärks igen när den mest akuta fasen av den finansiella krisen är över. Det finns dock en betydande osäkerhet kopplat till när förhållandena på de finansiella marknaderna stabiliseras.