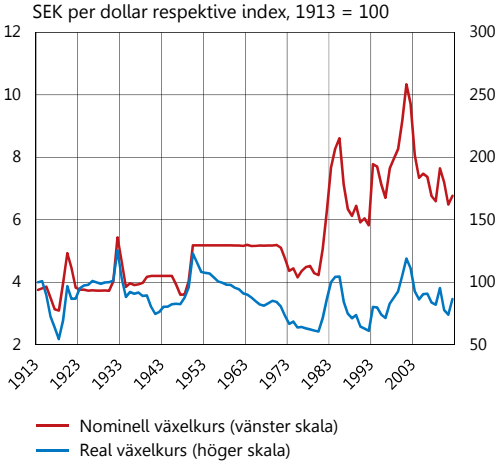
Ett långsiktigt perspektiv på kronan

Diagram A23. Nominell och real växelkurs, 1913-2012
SEK per dollar respektive index, 1913 = 100



Anm. Den reala växelkursen har beräknats med KPI för Sverige och USA.

Källor: Bureau of Labor Statistics, SCB och Riksbanken

Även om Riksbanken inte har ett mål för växelkursen är kronans utveckling ständigt aktuell eftersom den påverkar inflationen och den realekonomiska utvecklingen. Denna fördjupning syftar till att förklara drivkrafterna bakom kronans utveckling på lång sikt.

De senaste åren har kronan stärkts i handelsvägda termer, men i ett historiskt perspektiv är kronan inte särskilt stark. Riksbankens bedömning är att kronans reala värde nu ligger i den svagare delen av ett rimligt långsiktigt intervall och därför sannolikt kommer förstärkas något de kommande åren.

Riksbanken har inget mål för växelkursen, men växelkursen påverkar inflationen och den realekonomiska utvecklingen. En förstärkning av växelkursen bidrar till lägre importpriser och därför lägre inflation, samtidigt som resursutnyttjandet avtar. En försvagning tenderar i stället att driva upp inflationstakten och resursutnyttjandet. Penningpolitiken reagerar därför på förändringar i växelkursen i den utsträckning de påverkar prognoserna för den ekonomiska utvecklingen.

Den framtida utvecklingen i växelkursen är alltså en viktig faktor i Riksbankens prognosarbete. I det sammanhanget är det nödvändigt att skilja på nominell och real växelkurs, det vill säga den nominella växelkursen justerad för den relativa prisnivån i Sverige jämfört med omvärlden. Liksom andra reala storheter bestäms den reala växelkursen på lång sikt av reala faktorer som hushållens preferenser och produktivitetsutvecklingen i ekonomin, och påverkas inte av penningpolitiken. Riksbankens prognoser måste därför vila på en bedömning av hur den reala växelkursen kan förväntas utvecklas på lång sikt och hur denna nivå förhåller sig till den aktuella nivån.

Köpkraftsparitet och den mycket långa sikten

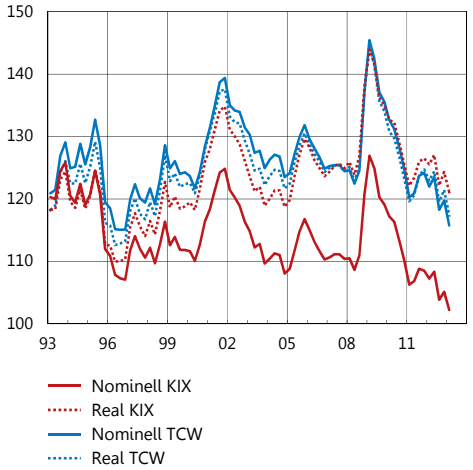
Även om kronan har förstärkts de senaste åren är den i reala termer inte påfallande stark gentemot de viktigaste valutorna. Diagram A23 ger ett mycket långt perspektiv på 100 år på den bilaterala kronkursen gentemot den amerikanska dollarn. I nominella termer har kronan försvagats mot dollarn, men detta har motverkats av att inflationen varit högre i Sverige än i USA, så att den reala växelkursen i princip är densamma idag som för 100 år sedan. Denna observation är förenlig med teorin om relativ köpkraftsparitet, som innebär att det relativa priset länder emellan på en varukorg ska vara konstant över tiden och att den reala växelkursen inte ska uppvisa någon särskild trend.[36]

[36] Begreppet köpkraftsparitet (på engelska "purchasing power parity") introducerades av den svenska nationalekonomen Gustav Cassel för snart hundra år sedan. G. Cassel, *The World's Money Problems*, E.P. Dutton and Co., 1921 och G. Cassel, *Money and Foreign Exchange after 1914*, MacMillan, 1922. För en översikt av forskningen kring köpkraftsparitet se till exempel K. A. Froot och K. Rogoff "Perspectives on PPP and Long-run Real Exchange Rates" i G.M. Grossman och K. Rogoff (red), *Handbook of International Economics Vol. 3*, Elsevier, 1995.

För att fånga hur den svenska ekonomin påverkas av hela omvärlden fokuserar Riksbankens växelkursanalyser på handelsvägda växelkursindex snarare än på enstaka valutor. Diagram A24 visar den reala och nominella växelkursen enligt två olika index, KIX och TCW, sedan 1993, det vill säga under tiden med flytande växelkurs. Skillnaden mellan de två indexen är att KIX-vikterna uppdateras löpande, så KIX fångar bland annat tillväxtekonomiernas ökade betydelse. Till exempel har BRIC-länderna (Brasilien, Ryssland, Indien och Kina) nu tillsammans en vikt på drygt 10 procent i KIX, medan de inte ingår i det TCW-viktade indexet.[37]

Teorin om relativ köpkraftsparitet verkar beskriva kronkursen ganska väl även för de handelsvägda indexen: varken real KIX eller TCW uppvisar någon tydlig trend, och de senaste utfallen är nära sina respektive genomsnitt sedan 1993. Även om det nominella KIX-viktade växelkursindexet har varit volatilt har det ändå trendmässigt förstärkts sedan början av 1993. Enligt KIX är kronan därför bara något svagare idag än innan den började flyta. Under samma period har dock kronan försvagats i nominella termer mot flera stora valutor. Exempelvis är kronan i dagsläget svagare både i förhållande till den amerikanska dollarn och till euron/ecun jämfört med i november 1992. Orsaken till den trendmässiga förstärkningen i nominell KIX sedan 1993 är att några mindre valutor har försvagats mycket mot kronan. Det gäller till exempel valutorna i Brasilien, Turkiet och Mexiko. Dessa länder hade mycket hög inflation på 1990-talet. Eftersom dessa valutor inte ingår i TCW-index visar det nominell TCW-viktade indexet inte samma förstärkande trend.

Diagram A24. Nominell och real konkurrensvägd växelkurs
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Real TCW har beräknats med svensk och TCW-vägd KPI för perioden 1970-1980; därefter svensk KPIF och TCW-vägd KPI. Real KIX har beräknats med KIX-vägd KPI och svensk KPIF. Real KIX har normaliserats till samma nivå som real TCW i kvartal 1 1993.

Källor: SCB och Riksbanken

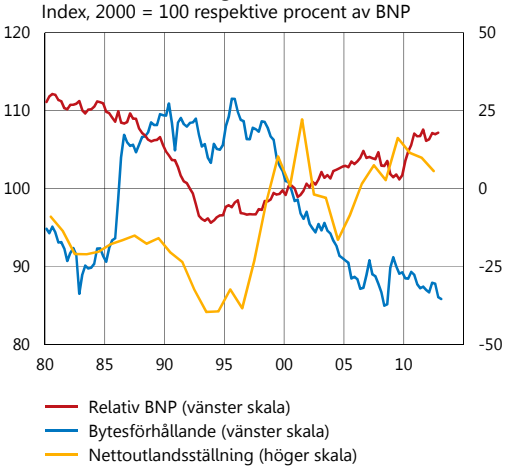
Varaktiga förändringar i den långsiktiga reala växelkursen

Även om teorin om relativ köpkraftsparitet verkar hålla för den bilaterala växelkursen mot dollarn, och även i handelsvägda termer, kan den reala växelkursen uppvisa trender på lång sikt. Ett gemensamt tema för teorier som försöker förklara detta fenomen är att den reala växelkursen är starkare i ”rika” länder. Ett exempel på en sådan teori är Balassa–Samuelson-effekten, enligt vilken den reala växelkursen förstärks i ekonomier som visar snabbare produktivitetstillväxt.[38] Ekonomisk tillväxt drivs ofta av produktivitetstillväxt i varusektorn. Eftersom produktiviteten normalt utvecklas långsammare i tjänstesektorn kan lönerna bara stiga lika snabbt i den sektorn om priserna på tjänster också stiger. Därmed stiger prisnivån i hela ekonomin och den reala växelkursen förstärks.

Empiriska modeller som skattar den långsiktiga reala växelkursen bygger ofta på denna teori, och använder ofta den relativa BNP-utvecklingen, nettoställningen mot utlandet (ett lands tillgångar minus skulder till utlandet) och bytesförhållandet (förhållandet mellan exportpriser och importpriser uttryckt i svenska

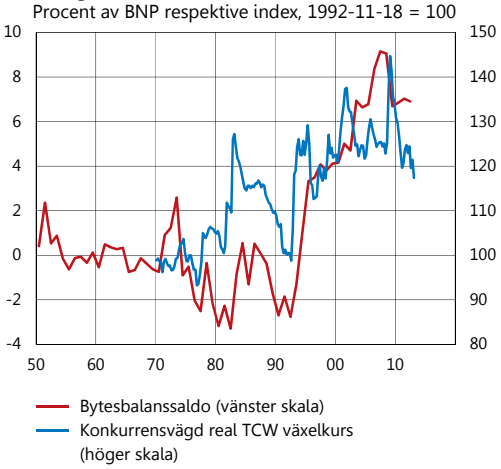
[37] Se KIX-index avspeglar bättre Sveriges utlandsberoende. Fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, oktober 2012. Sveriges riksbank.
[38] Denna kallas ibland även Harrod-Balassa-Samuelson-effekten. Se R. Harrod, *International Economics*, Cambridge University Press, 1933, B. Balassa, “The Purchasing Power Parity Doctrine: a Reappraisal”, *Journal of Political Economy* 72 (6), sid 584-596, 1964 och P.A. Samuelson, “Theoretical Notes on Trade Problems”, *Review of Economics and Statistics* 46 (2), sid 145-154, 1964.

Diagram A25. Relativ BNP, bytesförhållande och nettoutlandsställning
Index, 2000 = 100 respektive procent av BNP



Anm. Omvärldens BNP avser KIX-vägd BNP.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A26. Bytesbalanssaldo och real växelkurs i Sverige
Procent av BNP respektive index, 1992-11-18 = 100



Källa: Reuters EcoWin

kronor) som mått på hur rika olika länder är.[39] En ökning i någon av dessa variabler skulle enligt teorin leda till en förstärkning av den reala växelkursen.[40] Diagram A25 visar utvecklingen i dessa tre variabler för Sverige sedan 1980. Det svenska bytesförhållandet har uppvisat en nedåtgående trend sedan millenniumskiftet. Anledningen är att priserna på importerade oljeprodukter har stigit samtidigt som priserna på till exempel exporterade telekomvaror har sjunkit. Enligt teorin borde detta leda till en svagare real växelkurs. Å andra sidan har svensk BNP under samma period ökat snabbare än i omvärlden, vilket borde leda till en starkare real växelkurs. Nettoställningen mot utlandet har varit relativt stabil. Dessa tre mått ger alltså inga entydiga signaler om hur kronans växelkurs borde utvecklas på långt sikt.

Växelkurs och bytesbalansöverskott

Bytesbalansens saldo är en annan viktig variabel som används för att förstå den långsiktiga utvecklingen i den reala växelkursen. Sedan övergången till flytande växelkurs har överskottet på den svenska bytesbalansen motsvarat i genomsnitt 5 procent av BNP (se diagram A26). Detta är ett stort överskott internationellt sett och står i skarp kontrast mot de små över- och underskotten i bytesbalansen under 1970- och 1980-talens fasta växelkurs. De stora överskotten under den flytande växelkursregimen hänger ihop med en real växelkurs som i TCW-viktade termer är i genomsnitt 17 procent svagare än under 1970- och 1980-talen (se diagram A26).

Det långvariga överskottet i bytesbalansen kan tala för att kronan kommer att förstärkas framöver. Men bytesbalansens saldo behöver inte nödvändigtvis vara noll i en långsiktig jämvikt. Saldot på bytesbalansen speglar nämligen skillnaden mellan inhemskt sparande och investeringar. Investeringarna har varit låga under flera år. Flera reformer i Sverige, till exempel införandet av överskottsmålet för de offentliga finanserna och reformen av pensionssystemet, har fått sparandet att öka. Detta talar för att Sverige kan ha ett bytesbalansöverskott även på längre sikt.

Olika syn på den långsiktiga reala växelkursnivån

Riksbankens bedömning av den långsiktiga nivån för den reala växelkursen baseras på modeller som relaterar den reala växelkursen till fyra makrovariabler: relativ BNP, bytesförhållandet, nettoställningen mot utlandet och bytesbalanssaldot. Liknande metoder används av Internationella valutafonden (IMF), Europeiska centralbanken (ECB) och Europeiska kommissionen.[41]

[39] Se till exempel Lagerwall, Björn och Nessén, Marianne, Kronans långsiktiga utveckling. *Ekonomisk kommentar* nr 6, 2009. Sveriges riksbank och Sellin, Peter (2007), Using a New Open Economy Macroeconomics model to make real and nominal exchange rate forecasts, *Working Paper* nr 213, Sveriges riksbank.
[40] Se P. R. Lane och G. M. Milesi-Ferretti, "The Transfer Problem Revisited: Net Foreign Assets and Real Exchange Rates", *Review of Economics and Statistics* 86 (4), sid 841-857, 2004.
[41] Lee, J, Milesi-Ferretti, G.M., Ostry, J., Prato, A. och L Ricci, "Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies", Occasional Paper nr 261, IMF, 2008, Bussière, M., Ca'Zorzi, M., Chudik, A. och A. Dieppe, "Methodological Advancements in the Assessment of Equilibrium Exchange Rates", Working Paper nr 1151, ECB, 2010 och Salto, M och A Turrini, "Comparing Alternative Methodologies for Real Exchange Rate Assessment," Economic Papers nr 427, Europeiska kommissionen, 2010. IMFs metoder kallas ofta för CGER (Consultative Group on Exchange Rate issues) och har nyligen ersatts av EBA (External Balance Assessment), se "External Balance Assessment (EBA): "Technical Background of the Pilot Methodology", tillgänglig på http://www.imf.org/external/np/res/eba/

Tabell A3 visar några olika skattningar av den svenska reala växelkursens långsiktiga nivå gjorda av olika bedömare.[42]

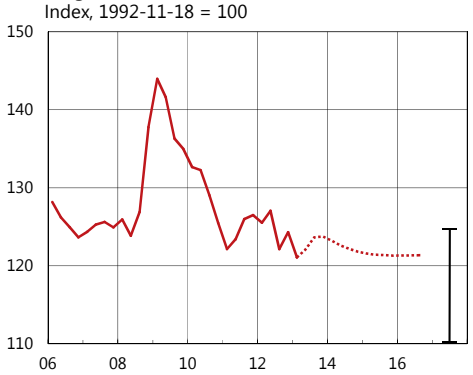
Tabell A3. Långsiktig konkurrensvägd real växelkurs enligt olika skattningar
KIX, index, 1992-11-18 = 100

Datum	Bedömare/ metod	Långsiktig real växelkurs
Höst 2011	IMF	102-117
Vår 2012	IMF	95-109
April 2012	IMF	95-131
Mars 2012	Konjunkturinstitutet (KI)	111
Mars 2013	Sveriges Riksbanks modellskattning (enligt Sellin, 2007)	122
Mars 2013	Köpkraftsparitet (genomsnitt 1993 Kv 1 – 2013 Kv 1)	124

Anm. Skattningarna avseende IMF och KI är beräknade utifrån deras publicerade avvikelser och den reala KIX-viktade växelkursnivån vid publiceringsdatumet.

Källor: IMF, Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Diagram A27. Real växelkurs, KIX
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Vertikal linje anger intervallet för Riksbankens bedömning av den reala växelkursens långsiktiga nivå. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

Tabellen visar att det finns en stor osäkerhet om den reala växelkursens långsiktiga nivå. Exempelvis ligger IMF:s olika modellskattningar mellan 95 och 131, alltså väsentligt starkare och något svagare än dagens nivå. De flesta skattningarna tyder dock på att den långsiktiga nivån är något starkare än dagens nivå. Utifrån dessa skattningar bedömer Riksbanken att ett rimligt intervall för den reala växelkursens långsiktiga nivå för närvarande är mellan 110 och 125 i KIX-termer. Kronan ligger i dagsläget i den svagare delen av detta intervall och därför nära sitt långsiktiga värde, men kommer sannolikt att stärkas något framöver. Denna bedömning är också i linje med IMF, som nyligen drog slutsatsen att kronan fortfarande är något undervärderad, men nära sin långsiktiga nivå.[43]

Kronans utveckling framöver

Riksbankens bedömning är således att kronan kommer att förstärkas marginellt i reala termer under de närmaste åren (se diagram A27). Eftersom inflationen under samma period väntas vara högre i den KIX-vägda omvärlden än i Sverige (mätt som KPIF) så kommer den nominella växelkursen att förstärkas något mer än den reala kursen (se diagram 1:12). Utvecklingen av kronans värde mot enskilda valutor kan dock se annorlunda ut.

[42] Se "Sveriges ekonomi: Ett långsiktsscenario fram till år 2035" Specialstudie nr 30, Konjunkturinstitutet, 2012, "Sweden, 2012 Article IV Consultation", Country Report nr 12/154, IMF, 2012 och Sellin, Peter (2007), Using a New Open Economy Macroeconomics model to make real and nominal exchange rate forecasts, *Working Paper* nr 213, Sveriges riksbank.
[43] "Sweden – 2013 Article IV Consultation: Concluding Statement of the Mission", IMF, 31 maj 2013.