

## Vilken konverteringskurs är lämplig vid inträdet i valutaunionen?

I föreliggande prognos antas att kronan ansluts till valutasamarbetet ERM2 några månader efter folkomröstningen, med ett inträde i valutaunionen i januari 2006. Kronans centralkurs i ERM2, som med stor säkerhet kommer att bli konverteringskurs vid inträdet i valutaunionen, bör väljas så att den på bästa sätt bidrar till samhällsekonomisk balans den närmaste tiden efter inträdet i valutaunionen.

För att bedöma vad som är en lämplig konverteringskurs krävs en analys av kronans s.k. jämviktsväxelkurs 2006. Det finns olika definitioner av begreppet jämviktsväxelkurs. En definition utgår ifrån den växelkurs som är förenlig med intern balans (full sysselsättning samt låg och stabil inflation) och en bytesbalans kring noll. Utlandsskulden är då oförändrad över tiden och s.k. *stockjämvikt* råder. Denna definition är dock mindre relevant vid bedömningen av den för Sverige lämpliga konverteringskursen. Enligt Konjunkturinstitutets bedömning talar demografiska faktorer för ett överskott i bytesbalansen under åtminstone resten av det här årtiondet. Regeringens och riksdagens mål om ett överskott i de offentliga finanserna på 2 procent av BNP i genomsnitt över en konjunkturcykel tenderar också att bidra till överskott i bytesbalansen. Den växelkurs som är förenlig med intern balans och den eftersträlvade bytesbalansen är en s.k. *flödesjämvikt*. Vid ett överskott i bytesbalansen är flödesjämviktsväxelkursen svagare än stockjämviktsväxelkursen. Genom bytesbalansöverskottet minskar utlandsskulden, vilket i sin tur medför att såväl stock- som flödesjämviktsväxelkursen apprecierar över tiden, allt annat lika. Detta är en viktig egenskap hos jämviktsväxelkursen: förändringar i dess underliggande, s.k. fundamentala, bestämningsfaktorer medför att själva jämviktsväxelkursen förändras.

### Beräkningar av jämviktsväxelkursen

Det finns ett antal olika ansatser för att beräkna jämviktsväxelkurser. Alla har det gemensamt att de analyserar den reala växelkursen, dvs. relativpriset mellan utländska och inhemska priser uttryckta i gemensam valuta. Nedan ges en översiktlig beskrivning av Konjunkturinstitutets metod för beräkning-

ar av kronans jämviktsväxelkurs, den s.k. BEER-ansatsen (Behavioural Equilibrium Exchange Rate).<sup>1</sup>

I denna ansats baseras beräkningarna av jämviktsväxelkursen på det långsiktiga sambandet mellan den reala växelkursen och ett antal fundamentala bestämningsfaktorer. Den reala effektiva växelkursen definieras som kvoten mellan konsumentpriserna i 14 OECD-länder<sup>2</sup>, sammanvägda med TCW-vikterna, och svenska konsumentpriser, med samtliga konsumentpriser uttryckta i gemensam valuta (se diagram 1). Ett ökande index motsvarar således en svagare real effektiv växelkurs. Tre fundamentala variabler inkluderas i modellen:

Diagram 1 Real effektiv växelkurs  
Index, kvartalsvärden, 1990 kvartal 1 = 100



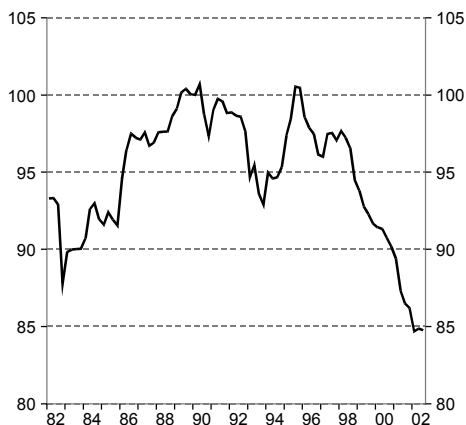
Källor: EcoWin och Konjunkturinstitutet.

- Bytesförhållandet, mätt som kvoten mellan svenska exportenhetsvärden och importenhetsvärden, i förhållande till bytesförhållandet för omvärlden. Mellan 1995 och tredje kvartalet 2002 försämrades Sveriges relativa bytesförhållande med ca 16 procent (se diagram 2), bl.a. till följd av den svaga prisutvecklingen inom telekomsektorn. Denna utveckling är en viktig förklaring till försvagningen av den reala effektiva växelkursen under senare år (se diagram 1).

<sup>1</sup> För en mera utförlig beskrivning av beräkningarna av kronans reala jämviktsväxelkurs, se Kristian Nilsson, *Do Fundamentals Explain the Behaviour of the Real Effective Exchange rate?*, Konjunkturinstitutet, Working Paper No. 78, mars 2002.

<sup>2</sup> De 14 länderna är: Belgien, Danmark, Finland, Frankrike, Italien, Japan, Kanada, Nederländerna, Norge, Spanien, Storbritannien, Tyskland, USA och Österrike.

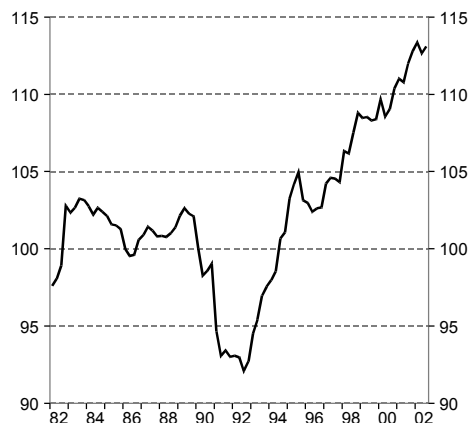
Diagram 2 Bytesförhållanden  
Index, kvartalsvärden, 1990 kvartal 1 =100



Källor: EcoWin och Konjunkturinstitutet.

- Relativpriset mellan internationellt handlade och icke-handlade varor och tjänster, mätt som kvoten mellan producentprisindex och konsumentprisindex, i förhållande till motsvarande relativpris i omvärlden. Denna variabel fångar den s.k. Balassa-Samuelsson effekten, som påverkar jämviktsväxelkursen enligt följande. Om t.ex. produktivitetstvecklingen i den internationellt konkurrensutsatta sektorn i Sverige är starkare än i omvärlden tenderar lönerna i hela den svenska ekonomin att öka jämförelsevis snabbare. Om produktivitetstvecklingen i den icke-konkurrensutsatta sektorn är densamma i Sverige som i omvärlden, tenderar därför relativpriset mellan internationellt handlade och icke-handlade varor och tjänster i Sverige att falla i förhållande till motsvarande relativpris i omvärlden. En sådan utveckling bidrar till en högre inflation i Sverige än i omvärlden, vilket leder till en appreciering av den reala växelkursen utan att den svenska internationella konkurrenskraften förändras. Från mitten av 1990-talet till 2002 ökade relativpriset sammantaget med nästan 10 procent (se diagram 3), vilket har bidragit till att försvaga den reala växelkursen och dess jämvikt under perioden. Utvecklingen kan delvis förklaras av att avregleringar inom sektorer som producerar icke-handlade varor och tjänster hållit tillbaka prisökningarna på sådana varor och tjänster, vilket bidragit till ett ökande relativpris mellan internationellt handlade och icke-handlade varor och tjänster i Sverige.

Diagram 3 Relativpris mellan internationellt handlade och icke-handlade varor och tjänster  
Index, kvartalsvärden, 1990 kvartal 1 =100



Källor: EcoWin och Konjunkturinstitutet.

- Utlandsskuld som andel av BNP. Som framgår av diagram 4 ökade utlandsskulden som andel av BNP kraftigt under början av 1990-talet. Därefter har utlandsskulden minskat. Mellan 1997 och tredje kvartalet 2002 föll utlandsskulden från ca 40 till ca 25 procent som andel av BNP, vilket tenderar att förstärka den reala växelkursen och dess jämvikt.

Diagram 4 Utlandsskuld som andel av BNP  
Procent, kvartalsvärden



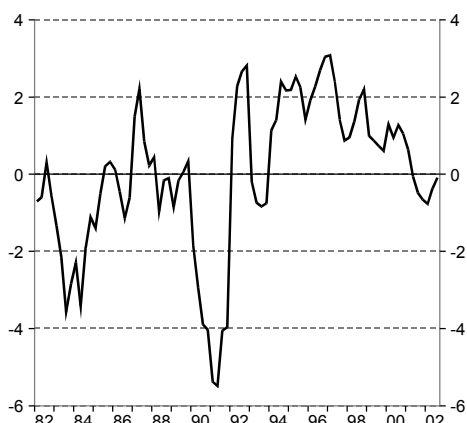
Källor: Riksbanken och Konjunkturinstitutet.

Utöver dessa tre fundamentala faktorer inkluderas även den reala långräntedifferensen mot omvärlden (se diagram 5) i BEER-modellen. Differensen fångar upp konjunkturrella variationer i den faktiska reala effektiva växelkursen och beaktas därför inte i det långsiktiga sambandet.

Jämviktsväxelkursen har beräknats med utgångspunkt i kvartalsdata från första kvartalet 1982 till tredje kvartalet 2002. Resultaten överensstämmer

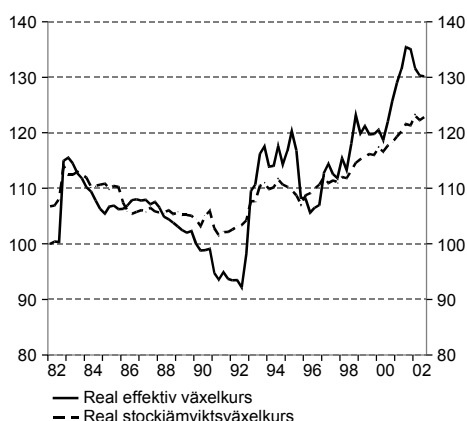
i hög grad med tidigare beräkningar.<sup>3</sup> I diagram 6 redovisas den beräknade stockjämviktsväxelkursen tillsammans med den reala effektiva växelkursen.

Diagram 5 Real långräntedifferens  
Procentenheter, kvartalsvärden



Källor: National Institute of Economic and Social Research, EcoWin och Konjunkturinstitutet.

Diagram 6 Real effektiv växelkurs och real stockjämviktsväxelkurs  
Index, kvartalsvärden



Källor: EcoWin och Konjunkturinstitutet.

Resultaten indikerar att den reala effektiva växelkursen ungefär var i paritet med sitt stockjämviktsvärde i slutet av 1995. Mellan inledningen av 1996 och slutet av 2001 försvagades den reala effektiva stockväxelkursen med över 20 procent. Även jämviktsväxelkursen försvagades under perioden, men i betydligt mindre omfattning. Försvagningen av jämviktskursen berodde främst på försämrade bytesförhållanden, men även på att relativpriset mellan internationellt handlade och icke-handlade varor och tjänster steg (se diagram 2 och diagram 3). Under 2002 apprecierade emellertid den reala effektiva

wäxelkursen något och under det tredje kvartalet var den ca 6 procent svagare än stockjämviktsväxelkursen. Avvikelsen kan approximativt tolkas direkt i termer av TCW-index, ett nominellt effektivt växelkursindex. Under det tredje kvartalet 2002 var TCW-index ca 134, vilket implicerar att stockjämviktsväxelkursen motsvarade ca 126 i TCW-termer.

## Val av konverteringskurs

Vid inträdet i ERM2 är det lämpligt att kronans centralkurs väljs så att den utgör en lämplig konverteringskurs vid inträdet i valutaunionen. Centralkursen bör därför vara i paritet med flödesjämviktsväxelkursen för 2006.

Beräkningen av flödesjämviktsväxelkursen tar sin utgångspunkt i Konjunkturinstitutets prognos och den syn som där finns på de fundamentala bestämningsfaktorens utveckling. Överskottet i bytesbalansen antas vara kvar på sin nuvarande relativt höga nivå mellan 4 och 5 procent som andel av BNP fram till och med 2006. De stora bytesbalansöverskotten medför att både flödes- och stockjämviktsväxelkursen kommer att appreciera framöver, men också att flödesjämviktsväxelkursen kommer att vara betydligt svagare än stockjämviktsväxelkursen under de närmaste åren.

Den förstärkning av kronan som inleddes i slutet av 2001 väntas bidra till att Sveriges bytesförhållande återhämtar sig något under innevarande år och framöver. Även andra faktorer talar för en sådan utveckling. Exempelvis har oljepriset fallit tillbaka markant efter Irakkriget slut. Dessutom väntas den förutsedda återhämtningen i telekomsektorn bidra till en mera gynnsam prisutveckling än tidigare. Förbättringen av bytesförhållandet bedöms dock bli måttligt, ca 3 procent sammantaget mellan fjärde kvartalet 2002 och slutet av 2006. Denna uppgång motsvarar ca hälften av den försämring som skedde under de föregående två åren.

Kronförstärkningen förutses även bidra till att relativpriset mellan internationellt handlade och icke-handlade varor och tjänster faller tillbaka något framöver. En starkare krona väntas bidra till att såväl export- som importpriser uttryckt i svenska kronor faller tillbaka jämfört med priserna på övriga varor och tjänster. Relativpriset bedöms sjunka med ca 1,5 procent från fjärde kvartalet 2002 till slutet av 2006.

<sup>3</sup> Konjunkturinstitutets tidigare beräkningar av jämviktsväxelkursen finns presenterade i Konjunkturläget mars 2000 och Konjunkturläget mars 2002.

Sammantaget innebär den förväntade utvecklingen att både den reala stock- och flödesjämviktsväxelkursen kommer att förstärkas gradvis framöver.

Med utgångspunkt i Konjunkturinstitutets prognoser för konsumentprisernas utveckling i Sverige och omvärlden kan de reala jämviktsväxelkurserna räknas om till nominella termer. Uttryckt som TCW-index motsvarade stockjämviktsväxelkursen ca 126 under det tredje kvartalet 2002. Fram till 2006 bedöms stockjämviktsväxelkursen uttryckt i TCW-termer förstärkas till ca 120. Flödesjämviktsväxelkursen är dock betydligt svagare och beräknas motsvara ca 126 i TCW-termer.

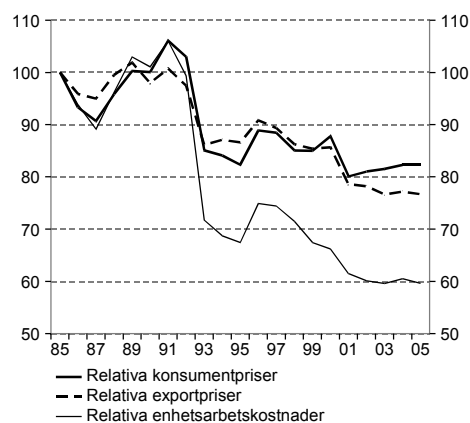
För att översätta ett TCW-index om 126 till en växelkurs mellan kronan och euron krävs bedömningar av hur andra valutor kommer att utvecklas mot euron framöver. Beräkningarna baseras på Konjunkturinstitutets växelkursprognoser.<sup>4</sup> Under 2006 förväntas en euro i genomsnitt kosta 1,12 amerikanska dollar, 0,70 brittiska pund och drygt 134 japanska yen. Vidare antas att de australiska, nya zeeländska och kanadensiska valutorna följer den amerikanska dollarns utveckling och att de danska, norska och schweiziska valutorna följer eurons utveckling. Under dessa förutsättningar motsvaras ett TCW-index om 126 av 9,00 kronor per euro.

Enligt Konjunkturinstitutets bedömning är en växelkurs om 9,00 kronor per euro en samhällsekonomiskt välvägd central- och konverteringskurs. Den bedömningen stöds också av en analys av de relativa enhetsarbetskostnaderna och de relativa exportpriserna.

I diagram 48 visas relativa konsumentpriser, (den inverterade reala växelkursen), relativa exportpriser och relativa enhetsarbetskostnader mellan Sverige och euroområdet, alla uttryckta i gemensam valuta. De svenska enhetsarbetskostnaderna ökade snabbt jämfört med euroområdets i samband med kostnads-krisen i slutet av 1980-talet och början av 1990-talet. I samband med att kronan deprecierade vid övergången till rörlig växelkurs i slutet av 1992 föll även de relativa enhetsarbetskostnaderna och de har fortsatt att falla sedan dess, bl.a. till följd av kronans försvagning. De jämförelsevis låga relativa enhetsarbetskostnaderna kan ses som en indikation på att den svenska exportsektorn för närvarande har ett ganska gynnsamt konkurrensläge i förhållande till

euroområdet. De relativa exportpriserna har dock också fallit tillbaka under den senaste tioårsperioden. Den minskande relativa enhetsarbetskostnaden för exportsektorn i Sverige har på så vis delvis motsvarats av en sämre prisutveckling. Sammantaget bedöms dock konkurrensläget vara förhållandevis starkt, vilket avspeglas i bl.a. det betydande bytesbalansöverskottet.

Diagram 7 Pris och kostnadsläge i förhållande till euroområdet  
Index 1985=100



Anm. Med euroområdet avses Belgien, Frankrike, Italien, Nederländerna och Tyskland. Enhetsarbetskostnaderna avser tillverkningsindustrin och exportpriset avser bearbetade varor. Källor: Deutsche Bundesbank, OECD, Bureau of Labour Statistics och Konjunkturinstitutet.

En konverteringskurs om 9,00 kronor per euro innebär en viss förstärkning av kronan från dagens nivåer kring 9,10–9,20 kronor per euro. Detta bidrar till att de svenska enhetsarbetskostnaderna ökar något jämfört med i euroområdet under 2004. Under 2005 faller dock de relativa enhetsarbetskostnaderna åter tillbaka något. Eftersom de relativa exportpriserna uppvisar samma mönster under 2004 och 2005 bedöms exportsektorns konkurrensläge inte påverkas i någon större omfattning. Även ur detta perspektiv förefaller 9,00 kronor per euro vara rimlig konverteringskurs vid inträdet i valutaunionen.

<sup>4</sup> Prognoserna överensstämmer i stort med *Consensus Forecasts*, May 12, 2003, Consensus Economics Inc.