

Den reala växelkursens utveckling – svar till Andersson och Jonung

BENGT ASSARSSON

INLÄGG I en artikel i *Ekonomisk Debatt* nr 5 2023 försöker Fredrik N G Andersson och Lars Jonung (AJ i fortsättningen) förklara den svenska kronkursens utveckling under senare tid, närmare bestämt den reala växelkursen mot euron. De pekar ut orsaken till den sedan 2011 försvagade kronkursen med en sedan dess alltför expansiv och misslyckad penningpolitik som medfört högre inflation i Sverige än i euro-området. Analysen är dock bristfällig av två skäl, ett teoretiskt och ett empiriskt.

Låt mig först påminna om hur den reala växelkursen definieras, som

$$R_t = V_t \frac{P_e}{P_s},$$

där den nominella växelkursen är

$$V_t = \frac{SEK}{euro}$$

och P_e och P_s prisnivåerna i respektive område i respektive valutor. Den reala kursen visar förhållandet mellan prisnivån i Sverige och euroländerna i samma valuta och en lägre kurs ger alltså en starkare valuta. Det är den reala och inte den nominella kursen som är den relevanta för välfärden. Den nominella växelkursen får bli vad den vill när man har penningpolitik med inflationsmål. Vilka priser man bör välja att jämföra i ekvationen ovan är en viktig fråga, det kan gälla priserna på en Big Mac, ett generellt prisindex som konsumentprisindex (KPI) eller det som AJ föredrar, BNP-deflatorn. Innan jag går in på de

empiriska frågorna vill jag dock påminna om ekonomisk teori på detta område.

Monetär neutralitet – en gyllene regel

Enligt sedan länge etablerad ekonomisk teori kan penningpolitiken inte påverka reala variabler permanent, enbart *på kort sikt* och då huvudsakligen på grund av trögrörliga priser och/eller ofullständig information. På *lång sikt* (som AJ betonar att deras analys avser) påverkar penningpolitiken i allt väsentligt enbart nominella variabler. För en fördjupning i detta, se Robert Lucas nobelföreläsning (Lucas 1996).¹ Det är också huvudskälet till att man världen över har valt inflationsmål för penningpolitiken, ett mål som centralbankerna kan påverka. Eftersom både Sverige och euroområdet har två procents inflation som mål för penningpolitiken kommer priskvoten ovan att på lång sikt pendla kring ett (1) och långsiktiga förändringar i växelkursen att bestämmas av reala faktorer, typ produktivitetsförändringar, förändringar i teknologi och preferenser, förändringar i marknadsstruktur, m m i Sverige och i jämförelse med euroområdet.

De kortsiktiga effekterna av en penningpolitisk expansion är svåra att analysera empiriskt och kräver en avancerad modell som kan fånga upp den komplicerade dynamiken i växelkurser och prisnivåer.² En räntesänkning förväntas leda till en depreciering av växelkursen men leder trots det initialt till en appreciering, eftersom prisnivån inte ökar på kort sikt. Så småningom ökar dock prisnivån och det leder då till en successiv och sedermera kraftig depreciering av växelkursen. På sikt blir prisnivån högre, växelkursen deprecieras och den reala växelkursen förblir oförändrad.³ Penningpolitisk neutralitet råder. Detta gäl-

Bengt Assarsson är docent i nationalekonomi, tidigare verksam vid Lunds och Uppsala universitet, Finansdepartementet, Riksbanken och Konjunkturinstitutet. mail@bassarsson.com

Jag tackar Göran Österholm för givande diskussioner.

¹ Föregångare här var även Milton Friedman och Edmund Phelps.

² AJ har ingen sådan modell.

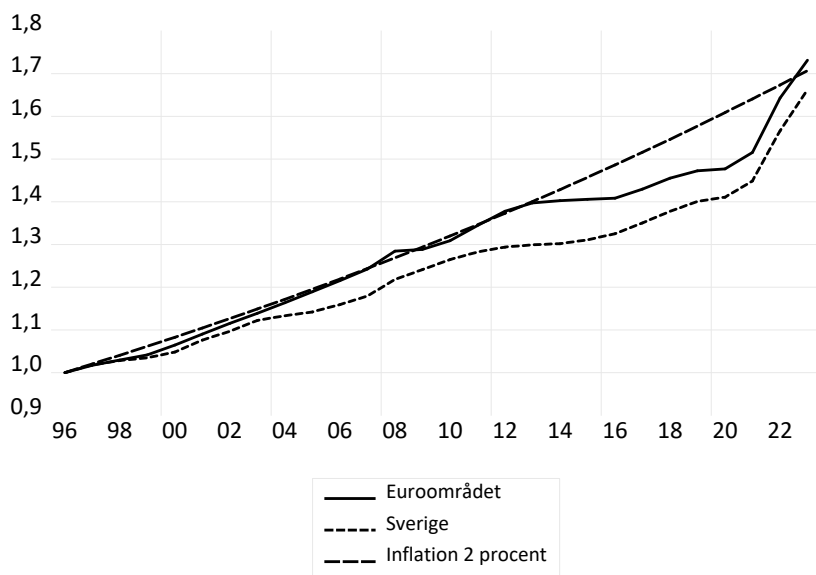
³ Den beskrivna dynamiken är den som i litteraturen benämns *exchange rate overshooting*, se Dornbusch (1976) och Rogoff (2001), som knappast låter sig fångas i den typ av regression som AJ praktiserar.

ler alltså inte hos AJ, vilket är förvånande. De visar inte vilken annan mekanism som kan tänkas gälla och som skulle kunna förklara varför sådan neutralitet inte råder i deras analys.

Penningpolitiken och växelkursen i Sverige

Hur vi empiriskt beskriver utvecklingen av den reala växelkursen beror som vi redan nämnde på vilka priser eller prisindex vi fastnar för i ekvationen ovan. Detta val har stor betydelse, vilket har beskrivits väl av Belfrage (2021). Belfrage beskriver utvecklingen av den reala växelkursen med olika prisindex men även under ett riktigt långt perspektiv och finner då att den i grova drag varit ungefär konstant, stationär i enlighet med teorin, under större delen av 1900-talet men försvagats sedan början av 1990-talet. Det innebär att försvagningen i stort sett råkar sammanfalla med övergången till penningpolitik med inflationsmål. Enligt AJ beror alltså försvagningen under framför allt åren 2015–21 på en alltför expansiv penningpolitik, vilket

enligt dem är ett långsiktigt perspektiv. Kan det stämma? I Assarsson (2011) visade jag att Riksbanken under perioden 1995–2011 förde en alltför kontraktiv politik med för hög ränta som gjorde att den underliggande inflationstakten under i stort sett hela denna period låg under inflationsmålet två procent. Min poäng var att den genomsnittliga avvikelserna på ca 0,7 procentenhet var systematisk. Svensson (2015) visade att denna politik gjorde att arbetslösheten under denna period ökade och innebar stora samhällsekonomiska kostnader. De reala effekterna berodde på att inflationsförväntningarna var förankrade kring två procent vilket innebar att reallönerna ökade, efterfrågan på arbete minskade och arbetslösheten ökade, i linje med Lucas teori att penningpolitiken får reala effekter om den är oväntad. Att förväntningarna var så fast förankrade kring två procent trots att den underliggande inflationstakten så länge varit klart lägre kan möjligen finna sin förklaring i den teori om en icke-linjär Phillips-kurva med "nästan rationella"



Figur 1
Prisnivån enligt
HIKP i Sverige och
euroområdet

Källa: Konjunkturinstitutet, Eurostat, Statistiska centralbyrån och egna beräkningar.

förväntningar i Akerlof m fl (2000), där arbetsmarknadens aktörer inte bryr sig om inflation under en viss nivå (förlagsvis fyra procent).⁴ Om Riksbanken ständigt överraskar med alltför höga räntor kommer det att visa sig i en allt lägre prisnivå eftersom målet är inflationen och inte prisnivån, vilket får bäring på växelkursen.

I figur 1 visas prisnivån för HIKP i Sverige respektive euroområdet med index=1 för 1996. HIKP är enligt min uppfattning ett bra index för jämförelse eftersom det är harmoniserat och till skillnad från KPI inte innehåller effekter av ränteförändringar. Det blir därför ganska likt KPIF (KPI med fast ränta) som är Riksbankens nuvarande målväriabel. Som index betraktat är det enligt min uppfattning också överlägset BNP-deflatorn som ju är just det, en deflator. Även om inflationen i Sverige tillfälligt överstigit den i euroområdet så har det inte varit tillräckligt för att den svenska prisnivå skulle överstiga nivån i euroområdet. Den svenska prisnivån ligger också under (ca fem procent) den nivå vi skulle haft om Riksbanken fört en fantastiskt välvastämnd politik med ständigt två procents inflation (se figur 1). Jag kan därför inte köpa AJ:s världsbild att en alltför expansiv penningpolitik skulle gett en försvagad real växelkurs. Det förefaller rimligare att växelkursen försvagats dels av lägre inflation i Sverige, dels av reala faktorer i Sverige och euroområdet. Jag vågar dock inte säga något mer bestämt om vad orsaken kan ha varit. Andra förslag på detta finns i Bachetta och Chikhani (2021), Belfrage

(2021) och Belfrage m fl (2023). Som jag ser det är det dock allmänt lite tunt med bevis.

REFERENSER

- Akerlof, G A, W T Dickens och G L Perry (2000), "Near-Rational Wage and Price Setting and the Long-run Phillips Curve", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol 1, s 1–44.
- Andersson, F N G och L Jonung (2023), "Varför är den svenska kronan så svag mot euron?", *Ekonomisk Debatt*, årg 51, nr 5, s 12–23.
- Assarsson, B (2011), "Penningpolitiken i Sverige 1995–2010", *Ekonomisk Debatt*, vol 39, nr 3, s 46–59.
- Bachetta, P och P Chikhani (2021), "On the Weakness of the Swedish Krona", *Penning- och Valutapolitik*, Sveriges riksbank, nr 1, s 6–26.
- Belfrage, C-J (2021), "Kronans reala utveckling i ett längre perspektiv", *Penning- och Valutapolitik*, Sveriges riksbank, nr 2, s 46–66.
- Belfrage, C-J, J Hansson och A Vredin (2023), "Hur ska man se på kronans utveckling?", *Ekonomisk kommentar*, nr 3, Sveriges riksbank, Stockholm.
- Dornbusch, R (1976), "Expectations and Exchange Rate Dynamics", *Journal of Political Economy*, vol 84, s 1161–1176.
- Lindbeck, A och D Snower (1988), "Long-term Unemployment and Macroeconomic Policy", *American Economic Review*, vol 78, nr 2, s 38–43.
- Lucas Jr, R E (1996), "Nobel Lecture: Monetary Neutrality", *Journal of Political Economy*, vol 104, nr 4, s 661–682.
- Rogoff, K (2001), "Dornbusch's Overshooting Model after Twenty-five Years", Second Annual Research Conference, International Monetary Fund, Mundell-Fleming Lecture, 30 november 2001 (reviderad 22 januari 2002).
- Svensson, L E O (2015), "The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol 7, nr 1, s 258–296.

⁴ En alternativ förklaring till att penningpolitiken kan ha en långsiktig effekt finns i Lindbeck och Snower (1988), den s k hysteresiseffekten.