

## Dollarn övervärderad i ett långsiktigt perspektiv

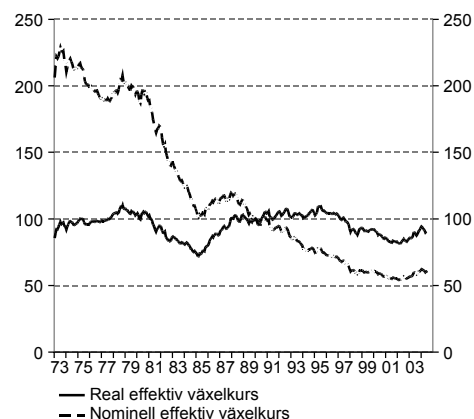
Den amerikanska dollarn förstärktes under andra hälften av 1990-talet, i såväl nominella som reala termer (se diagram 1). Samtidigt växte USA:s bytesbalansunderskott i rask takt och dollarn betraktades allmänt som övervärderad. Sedan dess har emellertid dollarn försvagats en del medan bytesbalansunderskottet har fortsatt att växa. Denna utveckling har aktualiserat frågan om dollarns långsiktiga värdering.

I ett långsiktigt perspektiv bestäms jämviktsvärdet för den reala växelkursen, dvs. relationen mellan inhemska och utländska priser uttryckt i gemensam valuta, av utvecklingen av dess s.k. fundamentala bestämningsfaktorer. En rad fundamentala variabler har förts fram i den akademiska litteraturen.<sup>1</sup> Skillnader i produktivitetsutveckling är en sådan faktor. Bytesförhållandet, dvs. kvoten mellan export- och importpriser, är en annan. Vidare antas nettoställningen mot utlandet påverka den långsiktiga reala jämviktsväxelkursen via de kapitalflöden som den ger upphov till.

### Beräkning av dollarns reala jämviktsväxelkurs

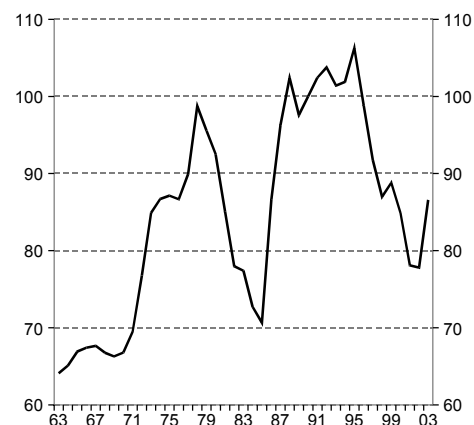
En rad olika metoder för att bestämma jämviktsväxelkurser har förts fram i olika studier.<sup>2</sup> Med den s.k. BEER-modellen är det möjligt att beräkna en valutas långsiktiga reala jämviktsväxelkurs. Metoden finns mer utförligt beskriven i bl.a. *Konjunkturläget* mars 2002 och juni 2003 där den tillämpats på den svenska kronan.<sup>3</sup> Nedan redovisas resultat för sådana beräkningar för dollarns jämviktsväxelkurs.<sup>4</sup> Studien baseras på den reala effektiva dollar-kursen gentemot övriga G7-länder under perioden 1963–2003 (se diagram 2).<sup>5</sup> Valet av länder styrs av datatillgänglighet. Detta medför dock att det reala växelkursindexet är ganska smalt då det exempelvis exkluderar Mexico och Kina vars betydelse för USA:s handel har ökat under perioden.

Diagram 1 Dollarns effektiva växelkurs  
Index januari 1990=100, månadsvärden



Anm. Ett högre värde motsvarar en svagare dollar. Baseras på Federal Reserves officiella index. Källor: Federal Reserve och Konjunkturinstitutet.

Diagram 2 Real effektiv växelkurs  
Index 1990=100



Anm. Ett högre värde motsvarar en svagare växelkurs. Källor: EcoWin och Konjunkturinstitutet.

<sup>1</sup> Se bl.a. Stein, J., ed. "Fundamental Determinants of Exchange Rates", Oxford 1977 och Williamson, J., ed., "Estimating Equilibrium Exchange Rates", Institute for International Economics 1994.

<sup>2</sup> Se ovan.

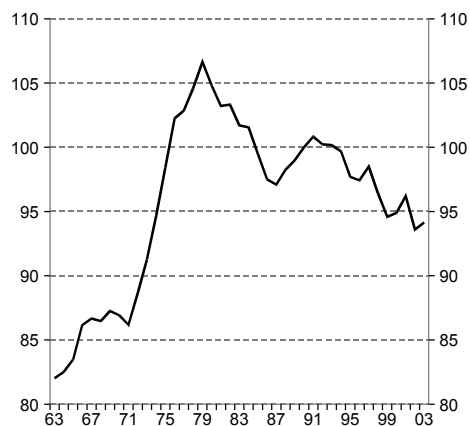
<sup>3</sup> Se även Clark, P. and MacDonald, R. "Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs" i MacDonald, R. och Stein, J. eds, "Equilibrium Exchange Rates", Kluwer Academic Publishers 1999.

<sup>4</sup> Promemoria "Dollarns reala jämviktsväxelkurs", Konjunkturinstitutet, augusti 2004.

<sup>5</sup> De övriga G7-länderna är: Tyskland, Italien, Frankrike, Storbritannien, Kanada och Japan.

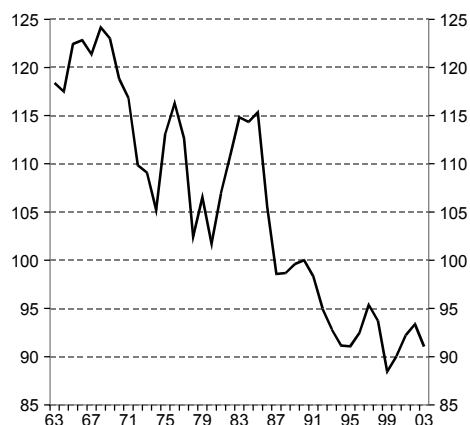
## Konjunkturläget augusti 2004

Diagram 3 Relativpris mellan internationellt handlade och icke-handlade varor och tjänster Index 1990=100



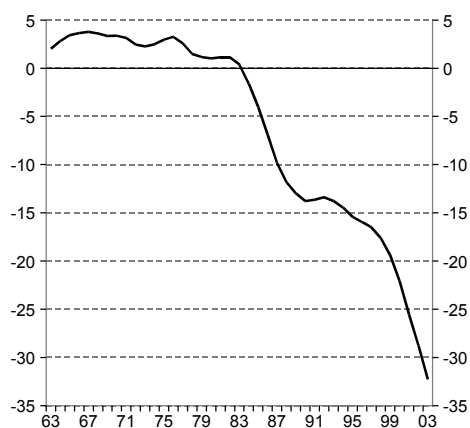
Källor: EcoWin och Konjunkturinstitutet.

Diagram 4 Bytesförhållanden Index 1990=100



Källor: EcoWin och Konjunkturinstitutet.

Diagram 5 Nettoställning mot utlandet Procent av BNP



Källor: EcoWin och Konjunkturinstitutet.

De fundamentala bestämningsfaktorer som inkluderas i modellen är:<sup>6</sup>

- Relativpriset mellan internationellt handlade och icke-handlade varor och tjänster, i förhållande till övriga G7-länder. Relativprisets förändring tjänar som en approximation för skillnader i produktivitet utveckling (se diagram 3). Ett stigande relativpris mellan internationellt handlade och icke-handlade varor och tjänster i förhållande till omvärlden, vilket speglar en svagare produktivitet utveckling i exportsektorn än i omvärlden, försvagar den reala jämviktsväxelkursen.
- Bytesförhållande i förhållande till övriga G7-länder (se diagram 4). Ett förbättrat bytesförhållande förstärker den reala jämviktsväxelkursen.
- Nettoställningen mot utlandet i förhållande till BNP (se diagram 5). En förbättrad nettoställning förstärker den reala jämviktsväxelkursen.

Den beräknade långsiktiga reala jämviktsväxelkursen visas tillsammans med den faktiska reala växelkursen i diagram 6. Fram till slutet av 1970-talet överensstämmer den beräknade jämviktsväxelkursen väl med den faktiska reala växelkursen. Under inledningen av 1980-talet stärktes dollarn rejält, vilket bidrog till att dollarn blev kraftigt övervärderad i ett långsiktigt perspektiv enligt modellresultaten. Från slutet av 1980-talet till mitten av 1990-talet var dollarns värde ungefär i linje med det långsiktiga jämviktsvärdet, men under 1995–2002 stärktes dollarn återigen kraftigt i förhållande till jämviktsvärdet. Uppgången drevs bl.a. av en snabb ekonomisk tillväxt, vilken skapade stora kapitalinflöden till USA och bidrog till att bytesbalansen blev allt svagare. Den långsiktiga reala jämviktsväxelkursen fortsatte att försvagas under motsvarande period till följd av att bytesförhållandet försämrades och att nettoställningen mot omvärlden fortsatte att falla (se diagram 4 och 5). Resultaten indikerar att dollarn 2003 var ca 28 procent övervärderad i förhållande till sitt långsiktiga jämviktsvärde under.

## Dollarns framtida utveckling

Även om dollarn har försvagats en del i år, är den fortsatt högt värderad jämfört med den beräknade långsiktiga reala jämvikts-

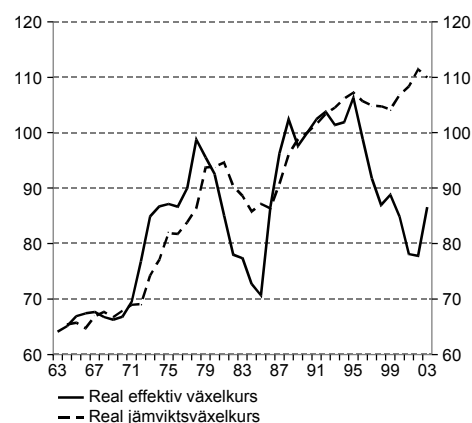
<sup>6</sup> Relativpriset mellan internationellt handlade varor och tjänster och varor och tjänster som inte handlas internationellt approximeras som producentpriser/konsumentpriser. Nettoställningen är beräknad som ackumulerad bytesbalans och speglar således förhållandet mot hela omvärlden och inte enbart mot övriga G7-länder såsom de övriga variablerna gör. Detta faktum innebär att resultaten måste tolkas med försiktighet.

växelkursen. Detta återspeglas bl.a. i de stora bytesbalansunderskotten och den snabbt fallande nettoställningen mot omvärlden (se diagram 5). Så länge omvärldens vilja att investera i amerikanska tillgångar förblir hög, kan dollarn vara fortsatt stark och de stora bytesbalansunderskotten bestå. Men de stora bytesbalansunderskotten är inte hållbara i ett längre perspektiv. På längre sikt är det därför rimligt att anta att dollarn kommer att depreciera i reala termer och närma sig sitt långsiktiga jämviktsvärde.

Hur denna försvagning i reala termer kommer till stånd är dock mera osäkert. En real depreciering kan uppkomma via en försvagning av den nominella växelkursen och/eller att inflationen i omvärlden överstiger den i USA. Det är inte troligt att skillnaderna i prisutveckling mellan USA och omvärlden blir särskilt stora framöver. Dollarn kommer därför att behöva försvagas i nominella termer.

På kort sikt tenderar den starka amerikanska konjunkturutvecklingen med åtföljande räntehöjningar dock att ge stöd åt dollarn. Dollarns utveckling under de närmaste åren är därför svårbedömd, vilket avspeglas i att förväntningarna skiljer sig mycket åt mellan olika bedömare.<sup>7</sup> Å ena sidan ger den starkare amerikanska konjunkturen stöd åt dollarn i ett kortare perspektiv. Å andra sidan talar de fundamentala bestämningsfaktorerna för att dollarn kommer att försvagas på sikt.

Diagram 6 Real effektiv växelkurs och real jämviktsväxelkurs  
Index 1990=100



Anm. Ett högre värde motsvarar en svagare växelkurs.

Källor: EcoWin och Konjunkturinstitutet.

<sup>7</sup> Se bl.a. *Foreign Exchange Consensus Forecasts*, June 14, 2004.