

## Erik Thedéen på SNS-seminarium – ”Kronan kommer att stärkas på sikt”

*”På kort och kanske även något längre sikt kan växelkursen variera på ett sätt som bara har en svag koppling till utvecklingen i den reala makroekonomin, till exempel försvagas under en relativt lång period. När kronan är svag blir det svårare att få ner inflationen, vilket är bekymmersamt. Men Sveriges ekonomi är i grunden god och välskött. Det talar för att växelkursen på sikt kommer att stärkas.” Det sa riksbankschef Erik Thedéen när han idag talade vid ett seminarium arrangerat av SNS och Swedish House of Finance, Finanspanelen om ”Varför är den svenska kronan så svag?” vid Handelshögskolan i Stockholm.*

### Kronan är undervärderad i dagsläget

Många, inklusive Riksbanken, bedömer att kronan i dagsläget är undervärderad om man jämför med vad som är motiverat av fundamenta, det vill säga den ekonomiska utvecklingen i Sverige jämförd med den i omvärlden. Till exempel säger IMF att kronan är undervärderad med cirka 10 procent, handelsviktat.<sup>1</sup> Ekonomiska fundamenta talar alltså för att kronan bör stärkas på lite längre sikt, reallt men också nominellt.

Tittar man lite längre bakåt i tiden och ser hur värdet på kronan har förändrats jämfört med valutorna hos Sveriges viktigaste handelspartners blir det också tydligt att växelkursen under perioder har försvagats, och ibland försvagats kraftigt som under den globala finanskrisen. Men den har också tenderat att förstärkas igen så småningom. Om vi däremot fokuserar på den kortare sikten har kronan försvagats tydligt sedan början av 2022, både mot dollarn och mot euron. Bara för några dagar sedan var växelkursen mot euron på sin lägsta nivå någonsin. Hur kan det bli så när många ändå är överens om att kronan borde stärkas såväl reallt som nominellt?

Den som läser tidningarna får många olika förslag på orsaker till att kronan har försvagats den senaste tiden. Men det är ofta svårt att leda i bevis om, och i så fall hur mycket, olika faktorer har påverkat växelkursen. Det finns också en tendens att försöka förstå rörelserna i växelkursen som svar på specifikt svenska faktorer som verkar relevanta just för stunden: NATO-debatten, räntekänsliga hushåll, upplevda signaler från Riksbanken och så vidare. Sådana faktorer kan säkert spela en viss roll och knuffa marknaden lite åt något håll. Men lyfter vi blicken kan vi till exempel konstatera att den norska kronan har försvagats i stort sett i linje med den svenska. Det är alltså inte så enkelt som att allt kan förklaras av till exempel problem i den svenska fastighetssektorn.

### Finansiella aktörer står för den övervägande delen av handeln med kronan

Givet hur kronmarknaden fungerar i praktiken kan det finnas tendenser att ge den här typen av faktorer för stor vikt som förklaring till utvecklingen i växelkursen. Över 90 procent av handeln med kronor sker mellan olika finansiella aktörer och den största delen av handeln med kronor sker inte i Sverige utan i stora finansiella centrum utomlands. Nästan 50 procent av all handel med kronor sker till exempel i London. Det är inget speciellt med kronan på det sättet – så är det för många valutor. Men poängen är att den övervägande delen av handeln sker mellan finansiella aktörer utomlands.

Det här skiljer sig från hur valutamarknaden vanligtvis beskrivs i våra skolböcker i nationalekonomi. Där utgår ofta beskrivningen av marknaden från handelsflöden som skapar utbud och efterfrågan på kronor. Det är i och för sig ett viktigt inslag i valutahandeln även i praktiken. Men tittar man på

---

<sup>1</sup> IMF:s bedömning är att undervärderingen av kronan 2022 var mellan 4 procent och cirka 15 procent i handelsviktade termer, se *External Sector Report: External Rebalancing in Turbulent Times*, juli 2023, IMF. Sedan inledningen av 2023 har kronan försvagats ungefär 7 procent nominellt mot både euron och dollarn.

flödena av kapital på kronmarknaden så är det oftare flöden med andra syften: diversifiering av portföljer hos stora fonder, gardering mot förluster på grund av växelkursrörelser och även ren spekulation i hur kronan kommer att röra sig. Exempelvis kan det handla om strategier där man väljer placeringar baserat på trenden i kronans rörelse och att den trenden – den senaste tiden en försvagning – kommer att fortsätta framöver.

Konsekvensen blir att handeln med kronan till stor del drivs av syften som inte nödvändigtvis lägger så stor vikt vid kronans "fundamentala" värde. Under perioder kan kronans växelkurs därför variera på ett sätt som är svårt att förklara med den makroekonomiska utvecklingen. I den akademiska litteraturen finns det grenar som tar upp det här och som försöker förklara varför till exempel placeringsstrategier som inte borde vara lönsamma på effektiva marknader ändå kan vara det. Och också varför kapitalflödena som blir resultatet av sådan här "icke-fundamental" valutahandel kan driva växelkurser.<sup>2</sup>

Fokus är då ofta på mikrostrukturen på valutamarknaden där banker är market makers och fungerar som intermediärer mellan köpare och säljare av valuta. Som marknaden fungerar kan det till exempel spela roll vilken aktör som initierar en valutaaffär, och både förmågan och viljan hos intermediärerna att ta valutarisk kan ha betydelse för hur växelkurser rör sig.

I praktiken innebär det att växelkursen för kronan inte bara kommer att fungera som en "stötdämpare" som anpassar sig till de variationer i utbudet av och efterfrågan på kronor som följer av den ekonomiska utvecklingen i Sverige jämförd med andra länders. På kort och kanske även något längre sikt kan växelkursen variera på ett sätt som bara har en svag koppling till utvecklingen i den reala makroekonomin, till exempel försvagas under en relativt lång period.

### **God ekonomisk grund stärker kronan på sikt**

Men kronan kan inte driva iväg hur långt som helst. Ju längre den är undervärderad och ju svagare den blir, desto starkare blir krafterna som skyddar mot en ytterligare försvagning och verkar för en förstärkning. Vi är en liten öppen ekonomi som handlar mycket med våra grannländer. När kronan är svag blir det lönsamt att investera i Sverige. Svenska aktier, obligationer, fastigheter med mera borde därför till slut framstå som attraktiva för utländska investerare. Dessutom kommer exporten att gynnas och importen att missgynnas. Även ökad turism och utländska privatpersoners köp av dyrare kapitalvaror, såsom bilar och båtar, gynnar efterfrågan på kronor.

När många faktorer så småningom går i en och samma riktning kommer kronan att förstärkas och då kan det gå snabbt. Men det är svårt att säga exakt när och hur mycket den kommer att förstärkas. Om spekulationer om en fortsatt nedgång för kronan har bidragit till utvecklingen den senaste tiden kan kronan förstärkas relativt snabbt när väl omsvängningen sker och placerare tar nya positioner baserat på att trenden har brutits.

### **Riksbanken har inget mål för växelkursen**

Så vad är Riksbankens roll i detta – vad kan och vad ska vi göra? Det är riksdagen som avgör vilket växelkurssystem Sverige ska ha och den har valt ett system med en flytande krona. Riksbankens ansvar i det systemet är att hålla inflationen låg och stabil. Vi har därför ett mål för inflationen, inte för växelkursen. Men kronan är förstås en viktig variabel för oss.

Den är alltid viktig för penningpolitiken eftersom växelkursen påverkar utsikterna för inflationen. Det finns också forskning som visar att genomslaget av växelkursen på priser kan vara större när inflationen är hög. På så sätt kan man säga att utvecklingen i kronans växelkurs har fått större betydelse för den analys vi gör på Riksbanken under den senaste tiden. När kronan är svag blir det svårare att få ner inflationen, vilket är bekymmersamt inte bara för att inflationen har varit för hög

---

<sup>2</sup> En genomgång av forskningslitteraturen kring segmenterade internationella finansmarknader med olika typer av friktioner finns bland annat i M. Maggiori, (2022), "International macroeconomics with imperfect financial markets", kapitel 5 i *Handbook of International Economics* vol. 6, Elsevier.

för länge utan också för att genomslaget till priserna kan vara högre än normalt. På ett mer övergripande plan är överdrivna variationer i växelkursen inte heller bra för den realekonomiska utvecklingen och svensk ekonomi i stort.

### **Växelkursregimen är inte avgörande för ett lands välstånd**

Så kronan är viktig och betydelsen av växelkursens utveckling ska inte underskattas. Men man ska inte heller överdriva växelkursens betydelse för ett lands välstånd. Ibland kan man få intrycket från debatten att Sveriges ekonomi står och faller med kronans värde, och att en stark krona innebär att Sverige går bra och vice versa. Så enkelt är det förstås inte. Välstånd skapas inte av nivån på växelkursen, utan av en god långsiktig tillväxt. Denna bestäms i sin tur av hur produktiva företag och medborgare är, att det kommer fram bra innovationer och att ekonomin som helhet fungerar väl. Och här är också låg och stabil inflation en viktig faktor för att skapa en grund för ekonomisk tillväxt och välstånd.

Att jämföra välstånd i olika länder är alltid vanskligt och det finns många olika sätt att göra det på. Men om vi jämför Sverige med två av våra nordiska grannländer – Danmark med fast växelkurs mot euron och Finland som har infört euron – visar det sig att det inte har varit några större skillnader i den realekonomiska utvecklingen under de senaste decennierna, trots olika val av växelkursregim. BNP per capita har vuxit ungefär lika mycket sedan euron infördes 1999.

### **Kronan kommer att stärkas men det är svårt att säga exakt när och med hur mycket**

Avslutningsvis – kronan är undervärderad i dagsläget och det finns krafter som kan fortsätta att hålla nere värdet på kronan i närtid. Men ju längre värdet hålls nere desto viktigare kommer "fundamenta" att bli. För den svenska ekonomin är i grunden välskött och förr eller senare kommer det att leda till en starkare växelkurs. Sverige har starka statsfinanser, en välutbildad arbetskraft, ansvarsfull lönebildning och underliggande god konkurrenskraft. Som alla vet som har försökt göra prognoser för växelkursen är det genuint svårt att säga exakt när den kommer att stärkas och med hur mycket. Men det kan också gå snabbt när trenden väl bryts och kronan stärks igen.