

# Den svaga kronan är ett mysterium – och de förklaringar som levereras håller inte måttet

Dagens Nyheter den 8 juli 2023

Den svaga kronan har fått stor uppmärksamhet. Semesterresenärer till utlandet märker tydligt att köpkraften för deras svenska kronor minskat. Och på hemmaplan försvåras Riksbankens försök att få ner inflationen.

Ekonomer – och alla andra – är generellt dåliga på att förutsäga växelkursförändringar. Det är egentligen inte konstigt. En valuta är en finansiell tillgång, vars värde i hög grad bestäms av vad en innehavare tror sig kunna få betalt för den i framtiden. Dessa förväntningar förändras kontinuerligt i takt med ny information. Men sådan kan definitionsmässigt inte förutses. Därför kommer alltid flytande valutakurser – liksom aktiekurser – att röra sig på ett oförutsägbart sätt.

Av det skälet brukade jag råda mina ekonomistudenter att, om de ville göra karriär, avstå från att göra prognoser för växelkurser och i stället nöja sig med att förklara dem i efterhand.

Men tyvärr har även det visat sig svårt. Om till exempel räntorna stiger mer i omvärlden än i Sverige, blir det relativt mindre lönsamt att göra placeringar här. Då ska man vänta sig mindre efterfrågan på kronor och ett kronfall.

Sådana effekter har stöd i forskningen. Men växelkurssvängningar är typiskt mycket större än vad som kan förklaras av varierande ränteskillnader. Och valutakurserna rör sig många gånger åt "fel" håll. Det betyder att andra faktorer, som har att göra med förväntningar om framtida kurser, är mycket viktigare än ränteskillnader. Förväntningar om andra aktörers förväntningar kan vara mer styrande än förväntningar om ekonomiska fundamenta, i varje fall på kort sikt.

Min bästa – men inte särskilt goda – förklaring till varför kronan trendmässigt försvagats sedan 2013 och nu ligger så lågt är att det etablerats ett mönster där den faller i värde i internationella kriser. Det skedde under Asienkrisen i slutet av 1990-talet och it-kraschen efter millennieskiftet samt i början av den globala finanskrisen 2008–2010 och av pandemin 2020–2021. Därför förväntade sig marknaderna att det skulle hända igen när Ukrainakriget bröt ut och därför skedde det.

Det framhålls ibland som självklart att små länders valutor måste försvagas när det uppstår internationell osäkerhet. Men det är ingen naturlag. Den schweiziska francen brukar förstärkas i sådana situationer. Och den danska kronan – som har en fast kurs mot euron – har det senaste året utsatts för ett apprecieringstryck som tvingat Danmarks Nationalbank att sänka sin ränta under ECB:s för att bevara pariteten.

Också flera andra "förklaringar" till den svaga kronan har framförts. En är utländska placerares oro för finansiell instabilitet när räntehöjningarna slår mot högt belånade fastighetsbolag och hushåll i Sverige. Det kan ligga något i det. Men samtidigt är svenska banker bättre kapitaliserade än många

utländska dito och en internationellt sett mycket låg statsskuld ger finanspolitiken goda möjligheter att hantera eventuella uppkommande problem.

Bankekonomer har pekat på att Riksbanken skulle ha skadat trovärdigheten för en stark valuta då den för några år sedan – när inflationen låg under inflationsmålet – uttryckte önskemål om att kronan skulle försvagas. Enligt denna argumentation gör nu både Riksbank och regering för lite för att ”prata upp” värdet på kronan. Jag har svårt att förstå resonemanget. Det finns inte något vetenskapligt stöd för att man kan styra växelkurser genom uttalanden som inte backas upp av några instrument.

Slutligen har den tidigare expansiva penningpolitiken – främst Riksbankens värdepappersköp – angetts som en orsak till kronans depreciering. Problemet med argumentet är att andra centralbanker – som Federal Reserve, ECB och Bank of England – gjorde mycket större värdepappersköp (i förhållande till BNP) än Riksbanken.

En egendomlighet är dock att Riksbanken från början av 2021 i stor skala sålde kronor på valutamarknaden i utbyte mot dollar och euro. Det var en följd av ett beslut om att byta finansieringsform för valutareserven: Tidigare finansierades den delvis av lån i utländsk valuta som Riksgälden tog upp för Riksbankens räkning. Det är en öppen forskningsfråga vilken kvantitativ effekt på växelkursen som en centralbanks valutaoperationer vid en given styrräntenivå har. Men det var onekligen en penningpolitisk innovation att sälja inhemsk valuta i ett läge när man ville stärka denna i stället för att göra stödköp. Riksbankens kommunikation har varit otydlig, men man verkar nu överväga valutapolitiska åtgärder som eventuellt kan bidra till en högre kronkurs.

På lång sikt tycks den så kallade köpkraftsparitetsteorin – utvecklad av den svenske ekonomen Gustav Cassel i början av 1900-talet – ha ett gott förklaringsvärde: Valutor i länder med väsentligt högre inflation än i andra faller i värde. Men på bara några års sikt eller när det är fråga om relativt små skillnader i inflation, är teorin inte till mycket hjälp.

Ekonomer brukar avsluta artiklar om växelkurser med att mer forskning kommer att kunna förklara dem bättre. Det är nog för optimistiskt, eftersom det ligger i sakens natur att de är svåra att förstå. Och så lär det förbli.

**Lars Calmfors**