

Det här är ett heroiskt försök att förklara vad som hänt med kronan

Dagens Nyheter den 2 oktober 2023

Den svaga kronan är just nu den mest diskuterade ekonomiska frågan. Varje bankeekonom har sin egen förklaring. Andra ifrågasätter Riksbankens kompetens. Själv får jag många mejl från personer med hemsnickrade teorier.

Det här är ett – om jag får säga det själv – heroiskt försök att förklara hur man utifrån vedertaget nationalekonomiskt tänkande kan se på kronans utveckling.

Kurserna på valutamarknaden styrs av utbud och efterfrågan från ett stort antal aktörer. Förr menade man att utbudet av en valuta bestämdes av importörer som köpte utländsk valuta för sina importbetalningar. Efterfrågan kom från exportörer som ville växla intjänad utländsk valuta till inhemsk. Så ser det inte ut nu: Utrikeshandeln är en marginell del av valutaaffärerna. Kapitaltransaktioner dominerar helt.

Så hur resonerar ekonomer i dag? En teori som lärs ut på universitet världen över är den om ränteparitet. Enligt grundversionen måste den förväntade avkastningen på placeringar med samma risk och likviditet i ett enskilt land och i omvärlden vara densamma. I Sveriges fall betyder det att vår ränta minus förväntad försvagning av kronan är lika med räntan i omvärlden.

Ett exempel: Ifall svensk ränta skulle vara 4 procent och euroområdet 2 procent, förväntas ett kronfall på 2 procent under det kommande året. Om marknaden, med dessa räntor, i stället trodde på en oförändrad kronkurs, skulle omplaceringar från utländska till svenska tillgångar ge en förväntad vinst. Då blir efterfrågan på kronor större än utbudet.

Det skulle pressa upp kronans dagskurs tills den stigit 2 procent över den förväntade framtida kursen och därför förväntas falla med just 2 procent framöver. (Om du som läsare finner det här svårt, är du i gott sällskap: När studenter först möter resonemanget krävs god pedagogik för att de helt ska greppa det.)

I dag är både Riksbankens och Europeiska centralbankens (ECB:s) styrränta 4 procent. Enligt ränteparitetsvillkoret väntar marknaden då ingen förändring av kronans kurs mot euron. Dagskursen är lika med den förväntade framtida kursen. Om Riksbanken höjer räntan över ECB:s, skulle kronkursen stiga över den förväntade framtida kursen, men inte särskilt mycket.

En grundläggande insikt är att valutakurser på kort sikt – som kan vara ganska lång – främst bestäms av förväntningar om dem. Därför är kurserna så volatila. De svänger i samma stund som förväntningarna förändras, vilket sker så fort marknaden får ny information.

För att förstå växelkursrörelser måste man alltså kunna förklara variationer i växelkursförväntningar. Det är genuint svårt. Det kan vara fråga om förväntningar om framtida ränteförändringar, som i sin tur beror på förväntningar om hur inflation och aktivitetsnivå kommer att utvecklas.

Men det finns också en omfattande nationalekonomisk diskussion om självuppfyllande förväntningar. Även om det saknas grundläggande skäl till ändrade förväntningar – om till exempel aktörer bara tror att andra aktörers förväntningar har reviderats – påverkas växelkursen. Kronans fall har sannolikt till stor berott just på självuppfyllande förväntningar av detta slag. På motsvarande sätt kan sådana förväntningar ha bidragit till de senaste dagarnas kronförstärkning, som sannolikt initierades av att Riksbanken börjat köpa kronor i utbyte mot dollar och euro.

Stora och svårförklarliga svängningar runt en långsiktig jämviktskurs – som speglar skillnad i inflation – är inte unika för kronan, vilket man kan tro utifrån den retorik som florerar om att vi har en liten "skvalpvaluta". Både dollarn och pundet har över tid fluktuerat mer mot euron än vad kronan gjort. Även för dessa valutor har det varit långa trender. Det verkar ha gått många förbi.

Det glöms ibland bort att Riksbanken egentligen bara har ett instrument: räntan. Den kan inte användas för att nå både inflationsmål och växelkursmål. I nuvarande penningpolitiska regim sätts räntan för att styra ekonomins aktivitetsnivå så att inflationsmålet ska nås på sikt. Då förloras kontrollen över växelkursen.

Om målet i stället vore en viss växelkurs avhänder man sig möjligheten att styra aktivitetsnivå och inflation. Ifall en avsevärt högre växelkurs än i dag är målet, måste räntan förmodligen höjas till en så hög nivå att resultatet blir dramatiskt högre arbetslöshet.

Den svaga kronan används nu av många som ett huvudargument för att så snart som möjligt införa euron. En vanlig invändning mot det är att kronan då skulle låsas till euron vid en alltför låg kurs. Men då missar man att det är fullt möjligt att bestämma en starkare anslutningskurs än rådande kurs före ett beslut om eurointräde. Det vore rentav i både nuvarande euroländers och Sveriges intresse. De förra lär vilja undvika att få en konkurrensnackdel mot oss och vi att en svag anslutningskurs skulle innebära fortsatt hög inflation under en tid.

Samtidigt bör vi komma ihåg att kronförsvagningar i tidigare internationella kriser hjälpt Sverige att hålla uppe produktion och sysselsättning utan att skapa inflation. Nu är en svag krona olycklig därför att inflationsbekämpningen försvåras. Men detta är bara en av många aspekter av en euroanslutning, som inte bör överbetonas. Det finns bättre – rent politiska – argument för att gå in i EU:s valutaunion.

Lars Calmfors