

Varför är den svenska kronan så svag mot euron?

**FREDRIK N G
ANDERSSON
OCH LARS
JONUNG**

Fredrik N G Andersson är docent vid Ekonomihögskolan vid Lunds universitet. Han forskar om kriser och ekonomisk politik. Fredrik_n_g.andersson@nek.lu.se

Lars Jonung är professor emeritus vid Ekonomihögskolan vid Lunds universitet. Han forskar om stabiliseringspolitik, kriser och doktrinhistoria. Lars.Jonung@nek.lu.se

Vi har fått värdefulla kommentarer från Benny Carlsson, Per Frennberg, Oskar Grevesmühl, Thorvaldur Gylfason, Jesper Hansson, Ulf Söderström och Hans Tson Söderström.

Kronan har försvagats mot euron under tio års tid. Detta har på sistone utlöst en intensiv debatt. Deprecieringen har tagits som intäkt för att Sverige bör ersätta kronan med euron. Vi studerar här faktorerna bakom kronförsvagningen. Vår slutsats är att den i huvudsak beror på att inflationen i Sverige varit högre än i euroområdet. Denna process är kopplad till en mer expansiv penningpolitik i Sverige. Om målet är att nå en starkare krona krävs en omläggning av penningpolitiken som får verka under många år. Orsakerna till den svaga kronan återfinns alltså i den penningpolitik som Riksbanken fört under lång tid.

Under senare tid har en livlig debatt uppstått kring den svaga svenska kronan. Sedan början av 2010-talet har kronan tappat i värde mot de flesta valutor. En rad förklaringar till detta har lanserats: den svenska kronan är en liten ”skvalpvaluta” som investerare undviker, växande risker på fastighetsmarknaden kopplade till stor privat skuldsättning bidrar till flykt från kronan till säkrare valutor så som den amerikanska dollarn och euron, kriget i Ukraina och den globala osäkerheten får investerare att flytta kapital till större ekonomier. Listan kan göras längre. Affärspressen är fylld med mer eller mindre pessimistiska budskap kring kronförsvagningen av typen ”Vad är det som är fel med Sverige?”¹ Förespråkare för ett euromedlemskap använder kronförsvagningen som ett argument för att ersätta kronan med euron. Här anförs de negativa effekterna på tillväxten av 1970- och 1980-talens devalveringspolitik som skäl att överge en allt svagare krona.²

I denna artikel studerar vi kronförsvagningen i ett långsiktigt perspektiv. Vi vill betona den långa sikten eftersom kronan har försvagats trendmässigt sedan den globala finanskrisen 2008–09 med ett kort undantag för åren 2010–12 då Riksbankens styrränta låg något över den Europeiska centralbankens (ECB) ränta. Förklaringarna till den svaga kronan ska således inte sökas i kortsiktiga faktorer som är så populära i dagens debatt. De måste spåras till mer långsiktiga förlopp.

Vår analys tar utgångspunkt i den kanske mest väletablerade teorin om växelkursens bestämning, nämligen köpkraftsparitetsteorin. Den utvecklades av Gustav Cassel under första världskriget för över hundra år sedan. Här spelar skillnader i tillväxten av prisnivån mellan länder en central roll för växelkursens utveckling.

¹ Se *Affärsvärlden* 5 juni 2023.

² Se bidragen i Jonung (1991) för en analys av de långsiktiga effekterna av de återkommande devalveringarna under 1970- och 1980-talen.

Vi visar att en större del av kronförsvagningen kan förklaras med att priserna på svenska varor stigit snabbare jämfört med euroländerna, en process som är högt korrelerad med Riksbankens relativt expansiva penningpolitik 2015–21. Vår analys pekar på att det är osannolikt att kronan kommer att återgå till den växelkurs som gällde före den globala finanskrisen 2008–09. För att så ska ske krävs troligen en varaktig omläggning av penningpolitiken i mer återhållsam riktning jämfört med euroområdet.

1. Från fast till rörlig växelkurs

Sedan november 1992 har Sverige haft en rörlig växelkurs där priset på kronan bestäms av utbudet och efterfrågan på valutamarknaden. Riksbanken har sedan det tidiga 1990-talet enbart vid ett fåtal tillfällen intervenerat för att försöka påverka kronkursen. Den nu över trettio år långa perioden med rörlig kronkurs är unik i vår historia. Under fredstida förhållanden har någon form av fast växelkursregim varit normen i över 350 års tid med undantag för åren 1931–33. Metallisk myntfot byggd på koppar, silver eller guld var under lång tid grunden för den fasta kursen fram till det officiella beslutet att avskaffa kronans (då indirekta) koppling till guldet 1974 efter kollapsen för Bretton Woods-systemet.³

År 1834 etablerades en silvermyntfot då den dåvarande riksdalern erhöll ett fast silvervärde. När kronan infördes som valutaenhet i maj 1873 gick Sverige tillsammans med Danmark med i den internationella guldmyntfoten – ett medlemskap som varade fram till första världskrigets utbrott. I början av 1920-talet återinfördes guldmyntfoten. Sverige var det första landet i Europa att ta detta steg. Mellankrigstidens guldmyntfot blev emellertid en kortlivad historia. Länder med guldmyntfot följde inte längre de spelregler som gällde före 1914. När Storbritannien tvingades överge pundets koppling till guldet i september 1931, följde Sverige efter en vecka senare.

Efter ett kort experiment med flytande kronkurs och ett prisstabiliseringsmål byggt på Knut Wicksells norm för penningpolitiken knöts kronan till det brittiska pundet 1933 och från 1939 till den amerikanska dollarn.⁴

År 1951 blev Sverige medlem av det internationella arrangemanget med fasta växelkurser som skapades efter andra världskriget, Bretton Woods-systemet, med dollarn som nyckelvalutan. Kronans växelkurs knöts till den amerikanska dollarn till en fast kurs fram till sammanbrottet för Bretton Woods 1973.

När Bretton Woods-samarbetet tog slut valde Sverige att ingå i det europeiska valutasamarbetet, valutaormen, med den tyska D-marken som huvudvaluta. Efter återkommande devalveringar tvingades Sverige lämna ormen. Riksbanken införde då en valutakorg 1977 som skulle garantera det genomsnittliga värdet på den svenska kronan i relation till en korg av

³ I praktiken hade den direkta kopplingen till guldet upphört redan 1931. Kopplingen till guldet fanns dock inskriven i regeringsformen fram till 1974. För en översikt över de svenska växelkursregimernas historia se Jonung (1976, 2000, tabell 1).

⁴ Andersson (2023) och Jonung (2023).

valutor. Kopplingen till valutakorgen upphörde 1991 när Riksbanken ensidigt knöt kronan till eurons föregångare ecun.

Den snabba kreditexpansionen som följde den finansiella avregleringen 1985 bidrog till en övervärdering av kronan i början av 1990-talet. I samband med krisen för det europeiska växelkurssystemet, tvingades Riksbanken överge den fasta växelkursen i november 1992. Den hade försökt försvara den fasta kronkursen med exceptionella 500 procents marginalränta under en mycket kort tid. Sedan november 1992 har kronan haft en rörlig kurs, fritt bestämd på valutamarknaderna.

Kort tid efter övergången från fast till flytande växelkurs annonserade Riksbanken ett inflationsmål som grund för sin politik. Fokus flyttades nu över till att stabilisera det inhemska värdet för kronan i stället för dess externa värde. I korthet, kronans växelkurs bestämdes av marknadskrafterna. Riksbanken skulle enbart intervensera om växelkursen direkt påverkade inflationen och uppfyllelsen av inflationsmålet på två procents inflation om året. Det fanns en underliggande förhoppning om att låg inflation och därmed stabil ekonomi skulle leda till en stadig valutakurs på lång sikt.

Perioden med rörlig växelkurs framstår som lyckad jämfört med 1970- och 1980-talens utveckling. Inflationen har varit låg och tillväxten relativt hög. Ser vi på den nominella växelkursen får vi en blandad bild. Figur 1 visar växelkursen mot eurons föregångare, ecun, under åren 1979–98 samt mot euron under åren 1999–2023.^{5,6}

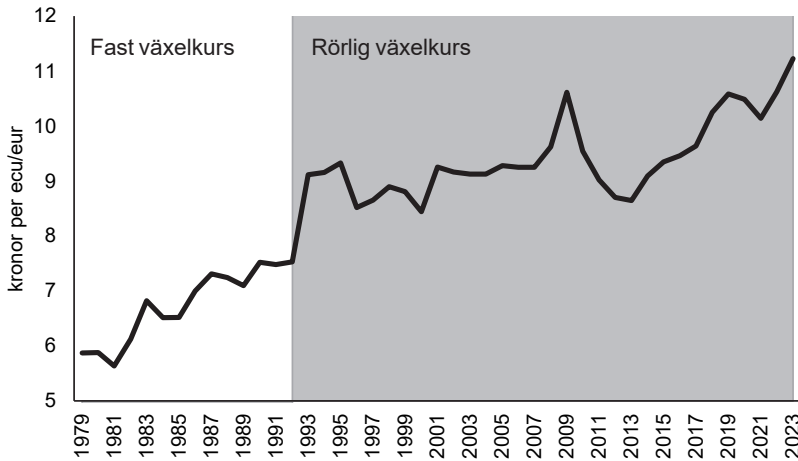
Trots en på pappret fast växelkurs under åren 1979–92 deprecierade kronan trendmässigt mot ecun. År 1979 kostade en ecu 5,90 kr. År 1991 hade priset stigit till 7,50 kr. Detta berodde bl a på devalveringarna 1981 (tio procent) och 1982 (16 procent) samt på att kronans värde var satt mot en korg av valutor. Samtidigt som kronan tappade mot ecun stärktes den mot andra valutor. Detta gjorde att kronans genomsnittliga värde gentemot Riksbankens valutakorg förblev fast.

När den fasta växelkursen övergavs den 19 november 1992, förlorade kronan omedelbart drygt 20 procent av sitt värde. Bortsett från kortsiktiga fluktuationer var kronan stabil fram till 2008 med ett genomsnittligt värde omkring 9,25 kr mot euron. Under finanskrisen 2008–09 försvagades kronan kraftigt, men återhämtade sig snabbt under 2010. I början av 2010-talet då den europeiska skuldskrisen hotade hela eurosamarbetet samtidigt som Riksbanken höll en signifikant högre ränta än ECB, apprecierade kronan. Under 2013 kostade en euro ca 8,50 kr. Sedan dess har kronan trendmässigt försvagats. I mitten av augusti 2023 kostade euron knappt 12 kr.

Denna utveckling inbjuder till frågan: varför har kronan försvagats under de senaste tio åren? För att finna vårt svar börjar vi med en genomgång av teorin för hur växelkursens värde bestäms på lång sikt.

⁵ Ecun infördes som en fiktiv valuta i samband med att det europeiska valutasamarbetet med fasta växelkurser infördes 1979. Sverige har aldrig deltagit i detta samarbete, men valde att ensidigt koppla kronan till ecun 1991. Kopplingen blev kortvarig. Ett år senare, på hösten 1992, fick kronan en rörlig växelkurs.

⁶ För 2023 är växelkursen beräknad som ett genomsnitt fram till 1 juni.



Figur 1
Kronans växelkurs
mot euron
1979–2023

Ann: Grått fält markerar perioden med rörlig växelkurs för kronan.

Källa: FRED economic data, St. Louis Federal Reserve: <https://fred.stlouisfed.org/>.

2. Växelkursen och prisnivån

Många faktorer påverkar värdet på en valuta, framför allt på kort sikt. Följaktligen är växelkurser svåra att prognostisera på korta tidshorisonter. På lång sikt är växelkursen nära kopplad till skillnader mellan länder i den makroekonomiska utvecklingen. Den blir då lättare att förklara med hjälp av makroekonomiska variabler. En central makroekonomisk variabel i detta sammanhang är prisnivån. Ju högre prisnivån är i ett land, desto svagare blir valutan.

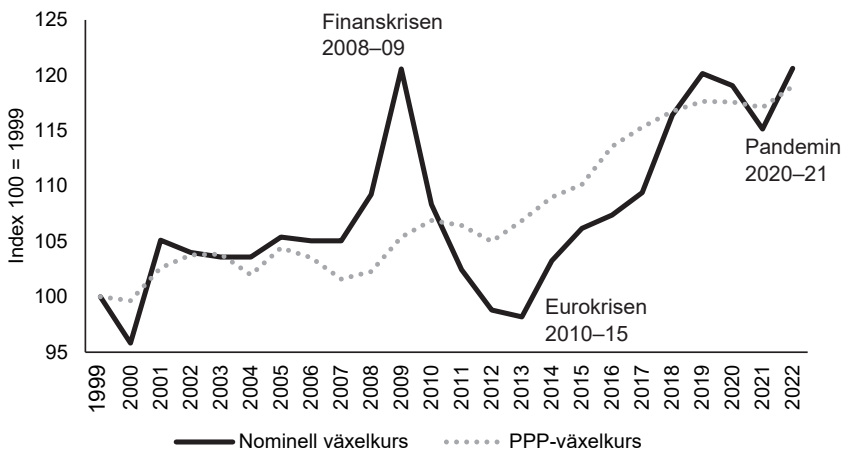
Den klassiska teorin för att förklara växelkursens nivå och förändring är *köpkraftsparitetsteorin* (*purchasing power parity, PPP*). Den svenske nationalekonomen Gustav Cassel (1866–1945) är förgrundsgestalten inom denna teoribildning. Cassel utvecklade sitt synsätt under första världskriget för att förklara sambandet mellan inflation och växelkurser. Kriget hade redan under sina första dagar slagit sönder guldmyntfoten. Pappersmyntfot infördes raskt i de krigförande länderna och i många neutrala stater. Centralbankerna använde sedelpressarna för att bidra till finansiering av kriget vilket bidrog till hög inflation och snabba förändringar i växelkurserna.⁷ Även det neutrala Sverige upplevde hög inflation.⁸

Tanken bakom teorin är enkel. Varor bör kosta lika mycket i alla länder när deras priser anges i samma valuta. Skulle någon vara ha ett högre eller lägre pris i ett land, går det att göra arbitragevinster genom att köpa varan där den är relativt billig och sälja den där den är relativt dyr, vilket jämnar ut prisskillnaden. Det finns således en växelkurs som gör att priserna blir

⁷ Cassel lanserade sin teori vid ett föredrag i Nationalekonomiska Föreningen 1916 (Cassel 1916). Han vann internationell uppmärksamhet för sin tolkning med några artiklar i *Economic Journal* 1918 (Cassel 1918).

⁸ Cassel betraktade inflationen under kriget som helt orsakad av penningpolitiken.

Figur 2
Nominell växelkurs
och PPP-växelkurs
mellan SEK och
EUR, index 100 =
1999



Källa: Nominell växelkurs: Riksbank, <https://www.riksbank.se/sv/statistik/>, PPP-växelkurs: OECD, https://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=SNA_Table4#.

identiska i länder som är engagerade i internationell handel. Denna växelkurs går under namnet PPP-växelkursen eller den köpkraftsjusterade växelkursen.

Enligt teorin bör den faktiska växelkursen fluktuera runt PPP-kursen. I praktiken är det dock inte så enkelt. Transportkostnader, skillnader i konsumtions- och produktionsmönster och olika typer av handelshinder gör att den faktiska växelkursen kan avvika från PPP-växelkursen.⁹ En mindre strikt version av köpkraftsteoremet säger att priserna inte behöver vara identiska. Däremot bör den faktiska växelkursen röra sig i takt med skillnader i prisnivån. Blir varukorgen t ex fem procent dyrare i ett land jämfört med ett annat land bör dess växelkurs depreciera med fem procent.

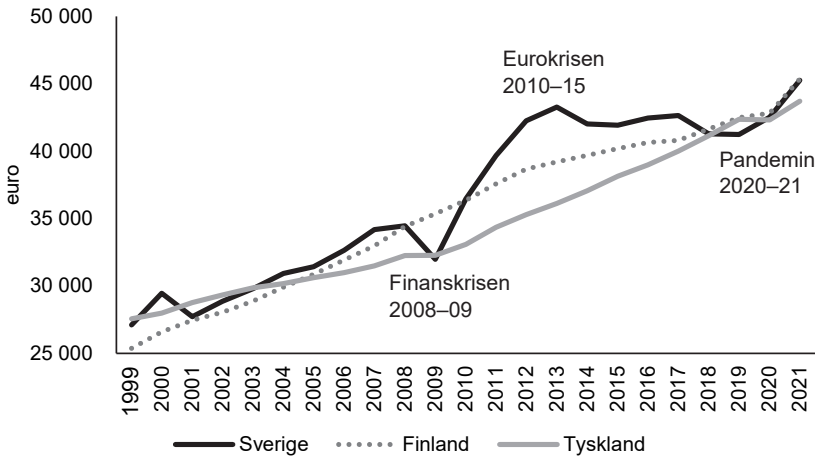
Den faktiska växelkursen och den köpkraftsjusterade, PPP-växelkursen, mot euron återges i figur 2. Växelkurserna beräknas som ett index med värdet 100 för år 1999, det år euron infördes. Den köpkraftsjusterade växelkursen är hämtad från en skattning av OECD. Den är baserad på priser på varor och tjänster som produceras i Sverige, dvs på produktionen som ingår i BNP.

Ett annat sätt att skatta den köpkraftsjusterade växelkursen är från konsumtionssidan baserat på vad svenska hushåll konsumerar. Detta index innehåller dock en stor del importerade varor och tjänster som direkt påverkas av förändringar i växelkursen. I denna artikel tar vi utgångspunkt i den inhemska prisnivån varvid BNP-deflatoren är ett bättre mått på den inhemska prisnivån i detta sammanhang.¹⁰

Som väntat är den faktiska (nominella) växelkursen mer volatil än den

⁹ Detta kallas för Balassa-Samuelson effekten. Se Samuelson (1964) och Balassa (1964). För en översikt av den livliga debatten kring PPP-teorin, se Taylor och Taylor (2004).

¹⁰ Se Belfrage (2021) för en diskussion om hur olika prissierier påverkar skattningen av den reala växelkursen för kronan.



Figur 3
Nominella löner i
Sverige, Finland och
Tyskland 1999–2021
mätt i euro

Källa: OECD: Genomsnittlig årlig lön. https://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=AV_AN_WAGE#.

köpkraftsjusterade växelkursen eftersom den nominella kronkursen påverkas av kortsiktiga chocker. På lång sikt fluktuerar dock den nominella kursen runt den köpkraftsjusterade så som Cassel förutspådde (se figur 2). Som framgår av figuren har den köpkraftsjusterade växelkursen deprecierat sedan 2011 – dvs priserna i Sverige mätt med BNP-deflatorn har stigit snabbare än euroområdet priser.

Under den europeiska skuldkrisen 2010–15, när eurons existens var hotad, var den nominella växelkursen något starkare än den köpkraftsjusterade. När skuldkrisen lagt sig återhämtade sig euron och den faktiska växelkursen deprecierade i linje med vad som var förväntat enligt PPP-teorin. Under åren 2017–23 har avvikelserna mellan den faktiska och den köpkraftsjusterade växelkursen varit relativt små, på sin höjd fem procent.

Priserna på svenskproducerade varor har stigit snabbare än priserna på varor producerade i euroområdet enligt OECD:s skattning. Den nominella växelkursen har försvagats i linje med denna skillnad i inflationen. Sverige har därmed inte förlorat i konkurrenskraft trots att våra priser ökat relativt snabbt. Denna tolkning stöds av analysen i Andersson (2019) som pekar på att den nominella löneökningstakten i Sverige har varit hög jämfört med euroområdet, inte minst gentemot Tyskland, något som direkt får genomslag i priserna på svenska varor och tjänster. Figur 3 ger en indikation på detta. Här visas de nominella lönerna i Sverige och Tyskland 1999–2021. Som en jämförelse har även löneutvecklingen i Finland, det enda nordiska land som infört euron, tagits med. Svenska löner har räknats om till euro med den faktiska växelkursen.

Som framgår av figur 3 har lönerna i Sverige och i Tyskland ökat lika mycket räknat i euro över hela perioden. I början låg lönerna i Finland något lägre men fr o m 2004 har de följt utvecklingen i Sverige och Tyskland. När

kronan var svag 2009, blev de svenska lönerna i euro något lägre. När kronan tillfälligt var stark åren 2011–14 blev de svenska lönerna något högre. Sett över hela perioden har kronförsvagningen dock inte lett till att svenska löner räknat i euro halkat efter. I stället har försvagningen enbart medfört att lönerna inte blivit högre jämfört med lönerna i euroområdet.

Det är värt att notera i figuren att Tyskland åren 2002–09 genomförde en sk interndevalvering där priset på tyska varor blev relativt sett billigare genom att tyska nominella löner i stort hölls konstanta under ett par år. För de flesta euroländer betydde detta minskad konkurrenskraft i förhållande till Tyskland och därmed en sämre ekonomisk utveckling. Tack vare den rörliga växelkursen kunde Sverige bibehålla sin konkurrenskraft (Andersson 2019). Vi drabbades inte lika hårt som de länder som hade samma valuta som Tyskland och därmed en fast växelkurs gentemot Tyskland. Den flytande kronkursen blev alltså svagare gentemot euron i linje med teorin för att kompensera för stigande inhemska kostnader.

3. Växelkursen och penningpolitiken

Varför har då de inhemska priserna ökat snabbare i Sverige än i euroområdet? En möjlig förklaring är Riksbankens relativt expansiva penningpolitik under 2010-talet. För att studera om så är fallet skattar vi en enkel regressionsmodell. Växelkursen förklaras här som en funktion av skillnaden i den korta räntan mellan Sverige och euroområdet samt skillnaden i utvecklingen av penningmängden. Räntan används för att fånga penningpolitiken på kort sikt medan penningmängden får representera den långsiktiga effekten av penningpolitiken. Mängden pengar mäts med det breda penningmängdsmåttet M_3 som inkluderar allmänhetens banktillgodohavanden.

När svenska räntor är högre än euroområdets blir det mer fördelaktigt att flytta finansiella tillgångar till Sverige där de får en högre avkastning. Efterfrågan på kronan stiger och växelkursen apprecierar. Räntan påverkar även hur mycket hushåll och företag vill låna och hur mycket affärsbankerna vill låna ut. Därigenom styr centralbanken genom sin räntesättning utvecklingen av penningmängden. Hur mycket pengar som skapas kontrolleras inte helt av centralbanken. Andra beslutsfattare som allmänheten och bankerna har också ett inflytande. Penningmängden blir därmed ett mått på hur expansiv eller kontraktiv penningpolitiken i praktiken har varit när hänsyn tagits till det allmänna tillståndet i ekonomin.

Efter den globala finanskrisen 2008–09 har centralbanker använt sig av sk balansräkningsåtgärder eller kvantitativa lättnader som penningpolitiskt verktyg. Dessa innebär att centralbanken köper värdepapper direkt på finansmarknaderna och därmed tillför samhällsekonomin pengar. Hur mycket pengar som skapas beror på storleken av köpen samt från vem centralbanken köper värdepapper (McLeay m fl 2014). Den direkta och

Tabell 1

En modell för kronans växelkurs till euron. Regressionsresultat för åren 1999–2023. Månadsdata

	Tidsförskjutning	Resultat av modellskattning
Kort ränta	t	- 6,18*** (0,46)
Penningmängd	t-24	0,53*** (0,02)
Konstant		3,01*** (0,03)
Justerad R2		0,694

Anm: *** anger statistisk signifikans på en procentsnivån.

Källa: Den korta räntan <https://data.oecd.org/interest/short-term-interest-rates.htm>. Penningmängden för Sverige: SCB: <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/finansmarknad/finansmarknadsstatistik/finansmarknadsstatistik/pong/tabell-och-diagram/penningmangd/>. Penningmängden för euroområdet: https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=BSI.M.U2.Y.V.M30.X.1.U2.2300.Z01.E.

indirekta effekten av balansräkningsåtgärderna fångas av penningmängden. Penningmängden är således inte enbart ett bra mått på hur expansiv penningpolitiken är sett till räntan och konjunkturen. Den fångar även den långsiktiga effekten av balansräkningsåtgärder.

Vi skattar följande enkla regressionsmodell:

$$\log(e_t) = \alpha_1 + \alpha_2(iswe_t - ieur_t) + \alpha_3(\log(M3swe_{t-24}) - \log(M3eur_{t-24})) + \varepsilon_t$$

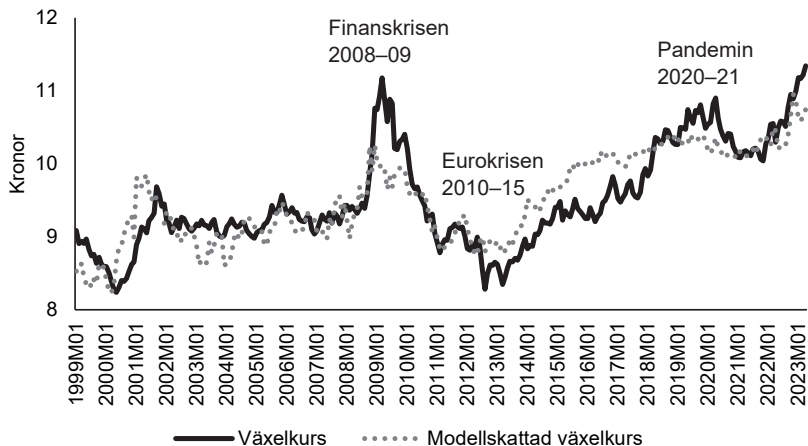
där e är den faktiska växelkursen mellan kronan och euron, $iswe$ är den korta tre månaders räntan för Sverige och $ieur$ tre månaders räntan för euroområdet. $M3swe$ är den svenska penningmängden mätt med $M3$ och $M3eur$ motsvarande mått för euroområdet. Tiden anges som t och modellen är skattad på månadsdata.

I modellen har räntan en omedelbar effekt på växelkursen. Finansiella flöden rör sig snabbt över landsgränserna i jakt på avkastning. Det är därför rimligt att anta att ränteskillnader påverkar växelkursen redan samma månad som räntedifferensen uppstått. Penningmängden antar vi däremot har en fördröjd effekt på växelkursen. Det tar relativt lång tid för pengarna att sprida sig genom ekonomin och påverka priserna. Här har vi utgått från en tidsförskjutning på två år (24 månader). Vi har även testat andra tidsförskjutningar för både räntan och penningmängden, men redovisar enbart den modellspecificering som har den högsta förklaringsgraden med så få förklarande variabler som möjligt.¹¹

Resultaten visar att räntan har en signifikant och omedelbar påverkan på växelkursen. Även skillnader i penningmängdens tillväxt påverkar med

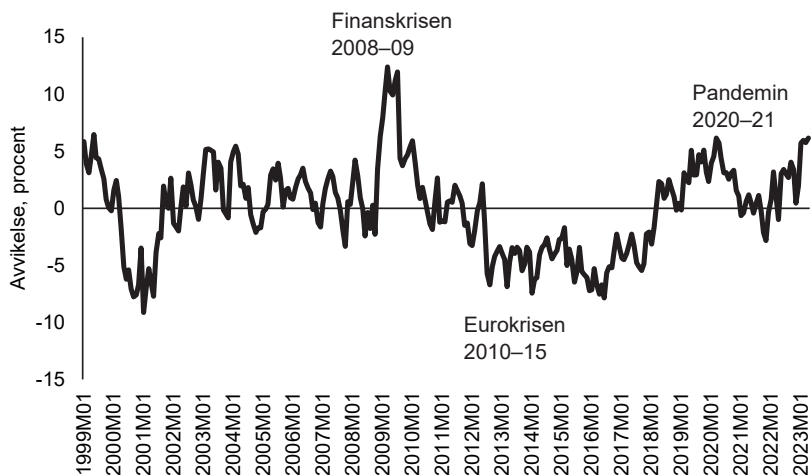
¹¹ Både växelkursen och penningmängden uppvisar icke-stationaritet, något som kan påverka de statistiska testerna. Vi har därför testat för kointegration för att säkerställa att det finns ett statistiskt samband mellan variablerna. För att kunna uppvisa kointegration måste penningmängdens tidsförskjutnas med åtminstone två år.

Figur 4
Faktiskt och skattad
växelkurs mellan
kronan och euron,
1999–2023



Källa: Egna skattningar.

Figur 5
Avvikelse mellan
den faktiska och
den modellbaserade
växelkursen,
1999–2023



Källa: Egna skattningar.

en relativt lång tidsfördröjning på åtminstone två år, se tabell 1.¹² Hur väl modellen fångar utvecklingen av växelkursen illustreras i figur 4. Här presenteras den faktiska nominella växelkursen tillsammans med den växelkurs som modellen i tabell 1 förutspår. Avvikelsen i procent mellan den faktiska växelkursen och den modellskattade återges i figur 5.

Som framgår av figurerna 4 och 5 följer denna modellbaserade växelkurs i stort utvecklingen av PPP-växelkursen som återges i figur 2. Kronan

¹² Bacchetta och Chikhani (2021) studerar påverkan av svensk penningpolitik på kronans växelkurs. De utgår från skillnader i räntor och tar inte hänsyn till förändringar i penningmängden. De finner att penningpolitiken haft en kortsiktig, men inte en långsiktig effekt. Vi finner även en långsiktig effekt genom penningmängden.

var relativt svag under finanskrisen 2008–09 och relativt stark under den europeiska skuldkrisen 2010–15 då eurons existens var hotad, åtminstone i jämförelse med den modellskattade och den köpkraftsjusterade växelkursen. Investerare flydde under denna period från euron till andra valutor som ansågs säkrare. Kronan blev därmed något starkare än vad den annars skulle varit.

Sedan 2017–18 har den nominella växelkursen legat nära det värde som både den modellbaserade och den köpkraftsjusterade växelkursen anger som ett rimligt långsiktigt värde för kronan mot euron. Under 2023 har kronan varit något svagare än normalt, men inte mer än ca fem procent jämfört med modellskattningen. Den svagare kronan förklaras av relativt snabbt stigande produktionskostnader i Sverige korrelerat med en snabbare ökning i penningmängden jämfört med euroområdet.

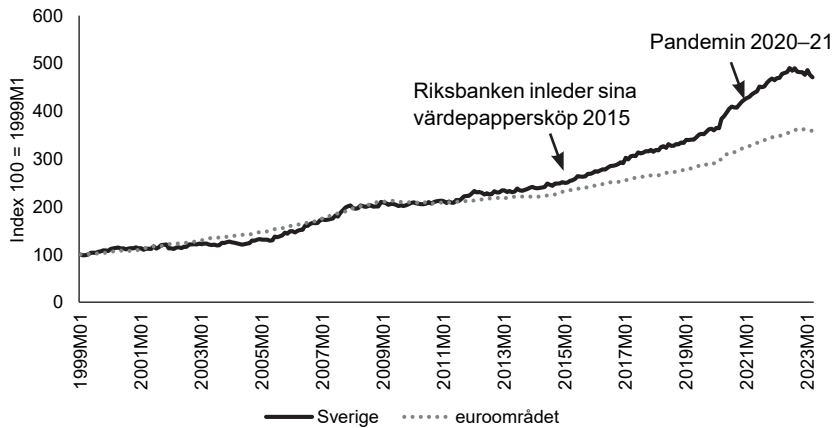
Vi ser två förklaringar till varför penningmängden i Sverige har ökat snabbare än i euroområdet. För det första, euroområdet drabbades hårdare av finanskrisen 2008–09 än Sverige. Bankerna i Europa var i sämre skick och lånade inte ut lika mycket som svenska banker. Därmed stagnerade penningmängden i Europa. För det andra, Riksbankens penningpolitik var, givet tillståndet i svensk ekonomi, mer expansiv än ECB:s efter 2012. För att kompensera för den relativt svaga bankutlåningen och den därmed stagnerande penningmängden påbörjade ECB sina värdepappersköp under 2014. Dessa fick penningmängden att växa något snabbare.

Riksbanken följde 2015 efter ECB och köpte värdepapper för drygt 300 miljarder kr fram till 2019 trots att svensk ekonomi befann sig i en högkonjunktur med stabila banker, hög kreditgivning, stark tillväxt och full sysselsättning bland inrikes födda. Riksbankens värdepappersköp i en välfungerande ekonomi fick penningmängden att öka snabbare än i euroområdet (se figur 6).

Som regel har värdepappersköp setts som ett penningpolitiskt krisverktyg vid allvarliga ekonomiska störningar. Federal Reserve och Bank of England använde sig av dessa under 2009–12 för att stötta sina banksystem genom finanskrisen. ECB valde att börja stödköpa under 2014 i slutet av skuldkrisen. Riksbanken står ut internationellt med sina värdepappersköp under kraftig högkonjunktur. Riksbankschefen Stefan Ingves uttryckte detta på följande sätt: ”ett samhällsexperiment vi aldrig gjort tidigare” (*Dagens Industri* 2017). Resultatet blev en kraftigare expansion av penningmängden jämfört med länder där köpen betraktades som ett krisverktyg.

Under pandemin 2020–22 tilltog Riksbankens värdepappersköp. De utvidgades till att omfatta privata tillgångar så som bostads- och företagsobligationer. Återigen hade köpen en mer kraftfull effekt i Sverige jämfört med i Europa. Det framgår i figur 6 som visar gapet mellan mängden pengar i Sverige och i euroområdet, ett gap som nådde nya rekordnivåer. Som regressionsresultaten i tabell 1 indikerar går en stor del av förklaringen till den trendmässiga valutaförsvagningen att finna i dessa penningmängdssiffror. Kronförsvagningen förklaras således av vad ekonomer brukar kalla funda-

Figur 6
Penningmängden
(M₃) i Sverige och
i euroområdet,
1999–2023



Källa: Penningmängden för Sverige: SCB: <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-arnne/finansmarknad/finansmarknadsstatistik/finansmarknadsstatistik/pong/tabell-och-diagram/penningmangd/>. Penningmängden för euroområdet: https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=BSI.M.U2.Y.V.M3o.X.1.U2.23oo.Zo1.E.

menta: högre priser korrelerade med en snabbt stigande penningmängd i Sverige jämfört med i euroområdet. Utan kronförsvagningen hade svenska företag inte kunnat konkurrera framgångsrikt med omvärlden eftersom de svenska produktionskostnaderna blivit för höga.

Här kan tilläggas att bytesbalansöverskottet i relation till BNP, dvs överskottet i Sveriges handel med omvärlden, minskade trendmässigt under åren 2007–18 från åtta till 2,5 procent. En svagare krona ledde alltså inte till högre överskott vilket borde varit fallet om kronan varit undervärderad. Kronförsvagningen var alltså motiverad av högre kostnader, inte av en undervärdering av kronan. Sedan 2020 har det skett en ökning i bytesbalansen till ett överskott på sex procent av BNP (*Ekonomifakta* 2023). Om detta beror på att kronan är för svag eller på tillfälliga pandemieffekter återstår att se.

4. Slutsatser

Priset på en euro har stigit kraftigt från drygt nio kr 1999 till strax under 12 kr i augusti 2023. Enligt vår analys, baserad på teorin för köpkraftsparitet, beror kronförsvagningen till stor del på att den inhemska inflationen i Sverige mätt från produktionssidan har varit högre än i euroområdet. Dessa stigande kostnader är i sin tur korrelerade med en snabbare tillväxt i den svenska penningmängden – främst under Riksbankens expansiva samhällsexperiment 2015–21. Andra faktorer har i huvudsak haft en tillfällig påverkan på växelkursen.

En framtida större kronförstärkning kräver en varaktig omläggning av penningpolitiken i mer restriktiv riktning jämfört med euroområdet. Ett

euromedlemskap skulle ta bort kronkursen som dämpare av utländska störningar så som den internationella finanskrisen 2008–09. Försvagningen i kronkursen under finanskrisen bidrog till att svensk ekonomi återhämtade sig relativt snabbt. Skulle den rörliga kronkursen avskaffas, krävs andra mekanismer för att ekonomin ska kunna hantera större kriser framgångsrikt. Det kan vara ökad löneflexibilitet eller att arbetslösheten tillåts stiga. En svag krona bör dock i sig inte ses som ett argument för euron. I stället bör vi rikta blicken mot den beslutsfattare som skapat den svaga kronan, nämligen Riksbanken. Här vilar ansvaret för den långsiktiga trenden i kronans växelkurs gentemot euron.

Huruvida en försvagning av kronan varit en medveten strategi av Riksbanken för att höja konsumentprisinflationen åren 2015–19 är svårt att avgöra. Under många år argumenterade dock Riksbanken för att kronan inte fick bli för stark. Oavsett om det varit Riksbankens intention, beror kronförsvagningen i hög grad på långsiktiga inhemska faktorer. Ska kronan bli starkare krävs en omläggning av penningpolitiken i Sverige.

Andersson, F N G (2019), "Euron och nationalstaten som aldrig försvann – behöver Europa fler valutor?", i Bakardjieva Engelbrekt, A, A Michalski och L Oxelheim (red), *EU och nationalstatens återkomst*, Santerus förlag, Stockholm.

Andersson, F N G (2023), "The Quest for Economic Stability: A Study on Swedish Stabilization Policies 1873–2019", *Scandinavian Economic History Review*, vol 71, nr 2, s 128–156.

Bacchetta, P och P Chikhani (2021), "On the Weakness of the Swedish Krona", *Sveriges Riksbank Penning- och Valutapolitik*, nr 2, s 6–26.

Balassa, B (1964), "The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal", *Journal of Political Economy*, vol 72, nr 6, s 584–596.

Belfrage, C-J (2021), "Kronans reala utveckling i ett längre perspektiv", *Sveriges Riksbank Penning- och Valutapolitik*, nr 2, s 46–66.

Ekonomifakta (2023), <https://www.ekonomifakta.se/Fakta/Ekonomi/handel/Bytesbalansen/>.

Cassel G (1916), "Dyrtid och sedelöverflöd", Nationalekonomiska Föreningens förhandlingar, föredrag 26 september 1916, <https://www.nationalekonomi.se/filer/nef-pdf/nf-1916.pdf>.

Cassel, G (1918), "Abnormal Deviations in International Exchanges", *The Economic Journal*, vol 28, nr 112, s 413–415.

Dagens Industri (2017), "Stefan Ingves – ett samhällsexperiment vi aldrig gjort tidigare", 14 november 2017, <https://www.di.se/nyheter/stefan-ingves-det-ar-ett-samhallsexperiment-vi-aldrig-gjort-tidigare/>.

Jonung, L (1976), "Money and Prices in Sweden 1732–1972", *Scandinavian Journal of Economics*, nr 1, s 40–58.

Jonung, L (red), (1991), *Devalveringen 1982 – rivstart eller snedvändning? Perspektiv på svensk devalveringspolitik*, SNS, Stockholm.

Jonung, L (2000), "Från guldmynntot till inflationsmål – svensk stabiliseringspolitik under det 20:e seklet", *Ekonomisk Debatt*, ärg 28, nr 1, s 17–32.

Jonung, L (2023), "The First Practical Guide to Inflation Targeting", Working Paper 2023:3, Nationalekonomiska institutionen, Lunds universitet, https://project.nek.lu.se/publications/workpap/papers/wp23_3.pdf.

McLeay, M, A Radia och R Thomas (2014), "Money Creation in the Modern Economy", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q1, s 14–27, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2014/money-creation-in-the-modern-economy.pdf>.

Samuelson, P A (1964), "Theoretical Notes on Trade Problems", *Review of Economics and Statistics*, vol 46, nr 2, s 145–154.

Taylor, A M och M P Taylor (2004), "The Purchasing Power Parity Debate", *The Journal of Economic Perspectives*, vol 18, nr 4, s 135–158.

REFERENSER