



Staff memo

Växelkurs och betalningsbalans – ett samband som gått vilse?

José Camacho, Anders Lindström

Avdelningen för penningpolitik

april 2021

Innehållsförteckning

1	Inledning	4
2	Vad är betalningsbalansen och hur ser sambandet med växelkursen ut i teorin?	5
2.1	Vilka transaktioner registreras i betalningsbalansen?	5
2.2	Mångfacetterat samband mellan betalningsbalansen och växelkursen	7
3	Vad visar statistiken?	9
3.1	Varaktigt bytesbalansöverskott och allt svagare krona	9
3.2	Kan de finansiella flödena förklara kronkursen de senaste åren?	12
4	Kronkursen och bytesbalansen	16
4.1	Kronkursen har sannolikt gynnat bytesbalansöverskottet	16
4.2	Faktorer som kan försvaga sambandet mellan växelkurs och bytesbalans	18
	Referenser	21

Staff memo

I ett staff memo kan medarbetare på Riksbanken offentliggöra kvalificerade analyser i relevanta frågor. Det är en tjänstemannapublikation som är fri från policyslutsatser och individuella ställningstaganden i aktuella policyfrågor. Publikationen godkänns av berörd avdelningschef. De åsikter som uttrycks i staff memos är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

Sammanfattning¹

Det finns inte en entydig bild av hur relationen mellan växelkursen och de reala och finansiella transaktioner som sker mellan länder fungerar i praktiken. I detta staff memo presenterar vi några ekonomiska antaganden som försöker förklara denna relation och analyserar data för Sverige för perioden 1993 och framåt. Vår studie fokuserar på om det finns en samvariation mellan den svenska kronans växelkurs och data från betalningsbalansstatistiken.

I vår analys konstaterar vi att den reala växelkursen har försvagats under de senaste 27 åren. Under samma period steg bytesbalansöverskottet kontinuerligt fram till 2007 för att därefter minska fram till slutet av 2018. Fram till 2007 lyfter vi fram en ökande sparbenägenhet hos svenska sektorer som en faktor som kan ha bidragit till den positiva samvariationen mellan växande överskott och kronförsvagningen. Däremot är det svårare att förklara den fortsatta kronförsvagningen efter 2007 utifrån utvecklingen av sparandet. Andra empiriska studier har inte heller lyckats visa på några entydiga svar om orsakerna bakom kronförsvagningen mellan 2008-2019. Givetvis finns det förklaringar till temporära kronförsvagningar såsom kalabaliken i samband med finanskrisen 2008 samt oron på de finansiella marknaderna kring skuldskrisen 2013. Men den trendmässiga försvagningen mellan 2008 och den följande tioårsperioden är svårare att förklara. Vi pekar på några flöden i den finansiella balansen, som utlandets innehav av svenska statsobligationer och så kallad carry trade, som skulle kunna ha bidragit till försvagningen av kronan under de senaste åren.

Oavsett orsakerna bakom kronförsvagning menar vi också att den sannolikt har bidragit till de stora bytesbalansöverskotten under hela den analyserade perioden.

Avslutningsvis lyfter vi fram att sambandet mellan bytesbalansen och växelkursen kan ha försvagats över tiden på grund av faktorer som produktion i globala värdekedjor samt prissättning av varor och tjänster i dominerande valutor.

¹ Författarna vill tacka Mattias Erlandsson, Erik Frohm, Jesper Hansson, Jyry Hokkanen, Jens Iversen, Stefan Laséen, Åsa Olli Segendorf och Liv Hakimi Fard för värdefulla synpunkter. De åsikter som uttrycks i denna text är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens officiella syn i dessa frågor.

1 Inledning

Sverige är ett land med omfattande handel med omvärlden och stora finansiella tillgångar och skulder gentemot andra länder. Stora reala och finansiella exponeringar mot omvärlden betyder också att den svenska kronan ständigt köps och säljs på den internationella valutamarknaden. Den svenska bytesbalansen har visat ett överskott de senaste 27 åren. Under samma period har den svenska kronans växelkurs i reala termer försvagats trendmässigt, vilket vi kan se i diagram 1. Traditionell ekonomisk teori och senare forskning ger inte en entydig bild av hur sambandet mellan över- eller underskott i bytesbalansen och växelkursen fungerar i verkligheten. Beroende på vad som orsakar över- eller underskott i bytesbalansen ser sambandet med växelkursen olika ut. Vid sidan om de reala transaktionerna i bytesbalansen påverkas växelkursen även av finansiella flöden mellan Sverige och utlandet via den efterfrågan och utbud av valutor som dessa skapar. I detta staff memo undersöker vi om det finns stöd i statistiken för att visa på en samvariation mellan växelkursen och de reala och finansiella flödena i betalningsbalansen.

2 Vad är betalningsbalansen och hur ser sambandet med växelkursen ut i teorin?

I detta avsnitt redogör vi för kontosystemet som betalningsbalansen bygger på och lyfter fram några ekonomiska teorier som beskriver hur olika driftkrafter i ekonomin kan ha en inverkan på växelkursen och betalningsbalansen

2.1 Vilka transaktioner registreras i betalningsbalansen?

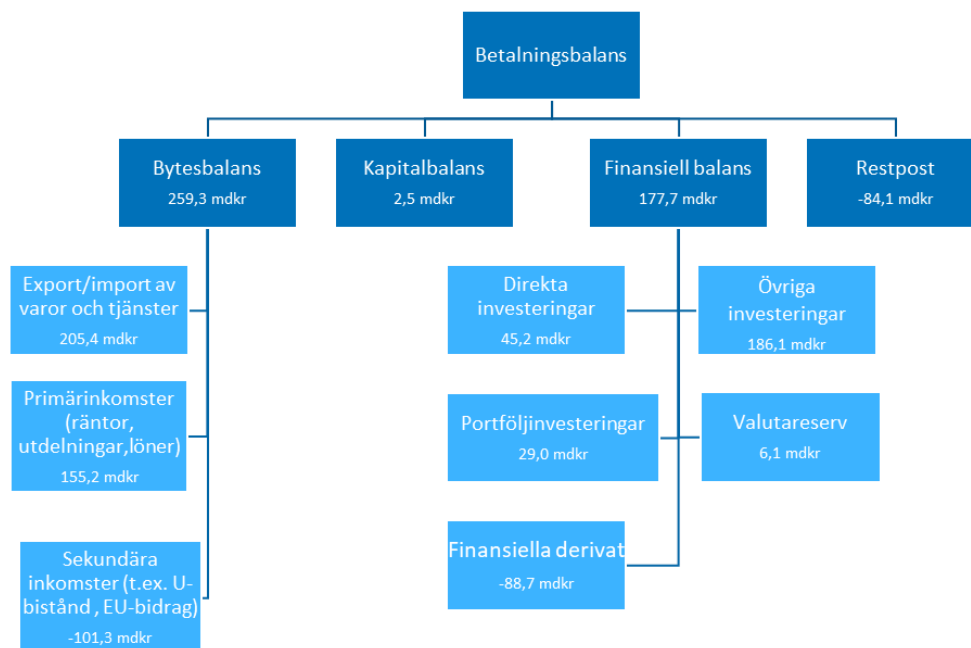
Betalningsbalansen, ett lands resultaträkning

Betalningsbalansen kan enkelt uttryckt liknas vid ett lands resultaträkning gentemot omvärlden. De statistiska uppgifterna om betalningsbalansen redovisas i ett slutet kontosystem med så kallad dubbel bokföring där samtliga ekonomiska transaktioner mellan inhemska och utländska ekonomiska agenter registreras. Detta kontosystem består av tre delar: bytesbalansen, kapitalbalansen och den finansiella balansen. I figuren nedan kan vi se en illustration över systemets struktur. Kapitalbalansen, som bland annat omfattar kapitaltransfereringar² och överlåtelse av rättigheter, har blygsam omfattning i förhållande till de andra två komponenterna i betalningsbalansen. Den kommer därför inte analyseras vidare och antas på flera håll i texten vara lika med noll.

² Exempel på kapitaltransfereringar är gåvor som lämnas för att mottagaren ska kunna göra en real investering, till exempel u-bistånd för att finansiera ett dammbygge, överföring av finansiell tillgång utan motprestation och arv.

Figur 1. Betalningsbalansens kontosystem inklusive utfall för 2020³

Miljarder SEK



Källa: SCB

I bytesbalansen registreras ett lands samlade export och import av varor och tjänster, primärinkomster samt sekundärinkomster. Ett överskott i bytesbalansen innebär att ett land har större inkomster än det spenderar. Det överskottet blir alltså ett positivt finansiellt sparande som kan användas antingen till placeringar i utlandet eller till amorteringar av utländska skulder.

Den finansiella balansen visar i sin tur köp och försäljning av finansiella tillgångar och skulder gentemot utlandet. Den och bytesbalansen kan ses som två sidor av samma mynt och deras summa ska i teorin vara noll. Det vill säga ett överskott i bytesbalansen måste motsvaras av ett kapitalutflöde i den finansiella balansen. Den dubbla bokföringen innebär att varje transaktion i betalningsbalansen ska bokföras på minst två olika konton – den ena som debet den andra som kredit. I praktiken uppstår det dock i

³ Redovisning av betalningsbalansen följer vanligtvis följande ekvation: Bytesbalans + Kapitalbalans – Finansiell balans + Restpost = Noll.

statistiken en restpost som ofta är av betydande storlek. Det beror främst på att källorna till statistiken inte är heltäckande och att flera delposter måste uppskattas med statistiska metoder.⁴

Slutligen vill vi lyfta fram att betalningsbalansstatistiken kompletteras med uppgifter om den så kallade utlandsställningen för att ge en bild av det som kan betraktas som ett lands balansräkning. Utlandsställningen ger alltså information om landets finansiella tillgångar och skulder mot utlandet fördelade på finansiella instrument på motsvarande sätt som transaktionerna i den finansiella balansen.

2.2 Mångfacetterat samband mellan betalningsbalansen och växelkursen

Sambandet mellan betalningsbalansen och växelkursen är inte entydigt och påverkas bland annat av tidsperspektiv och utvecklingen av andra realekonomiska variabler. Nedan beskriver vi några rimliga antaganden som kan hjälpa oss att tolka och förstå sambanden.

De dagliga bruttoflödena i den finansiella balansen är mycket större än i bytesbalansen. De är också mer volatila än de mer trögrörliga betalningsflöden som följer av reala transaktioner i bytesbalansen. På mycket kort sikt kan man därför betrakta bytesbalansen som konstant och förändringar (flöden) i den finansiella balansen måste motverkas av andra förändringar i den finansiella balansen för att efterfrågan och utbud på kronor ska klareras. Man talar i dessa sammanhang ofta om autonoma flöden som måste balanseras av ackommoderande flöden.⁵ Ett exempel på detta kan vara när en utländsk investerare köper svenska värdepapper. I det här fallet köper investeraren svenska kronor mot utländsk valuta för att kunna köpa det svenska värdepappret. Det uppstår således ett utbud på utländsk valuta. För att motsvarande efterfrågan på den utländska valutan ska uppstå, det vill säga för att en valutaväxling ska ske, måste priset på valutan anpassas (ackommoderas). I det här fallet sänks priset på den utländska valutan, det vill säga kronan förstärks, och därefter kan den utländska investeraren genomföra sitt köp av svenska värdepapper.

På längre sikt är det rimligt att anta att det är realekonomiska faktorer som bestämmer bytesbalansen och därmed finansiell balans och växelkurs. Hushåll och offentlig sektor väljer önskad nivå på finansiellt sparande efter inkomster, preferenser och demografisk utveckling. Ett exempel är om svenska hushåll vill öka sitt sparande inför pensionering, till exempel som en följd av ovanligt många är i övre medelåldern. Det innebär, via flera olika kanaler, lägre räntor i Sverige och ökad efterfrågan på utländska värdepapper. Det uppstår ett ökat utflöde i den finansiella balansen samtidigt som kronan försvagas och nettoexporten följaktligen stiger. I detta exempel går alltså

⁴ Se SCB (2015).

⁵ Betalningsbalansen kan delas upp i autonoma och ackommoderande flöden. Autonoma flöden sker oberoende av andra flöden i betalningsbalansen och uppkommer som en konsekvens av ändrade förväntningar, strukturella faktorer med mera. Enligt detta resonemang är det de autonoma flödena som har ett genomslag på valutakursen. Ackommoderande flöden uppkommer däremot enbart därför att de autonoma flödena måste balanseras.

en starkare bytesbalans hand i hand med en svagare krona. Med överskott i bytesbalansen kommer finansiella tillgångar i omvärlden att stiga och på riktigt lång sikt kommer rimligen överskottet i bytesbalansen att minska och därmed växelkursen att stärkas. Men den samtida korrelationen mellan bytesbalans och (real) växelkurs är positiv - starkare bytesbalans innebär svagare växelkurs- om det är förändrat finansiellt sparande som driver utvecklingen.

Det finns dock andra realekonomiska faktorer som ger upphov till motsatt korrelation. Om efterfrågan och priset på svenska varor stiger på världsmarknaden ökar nettoexporten och bytesbalansen förstärks. Efterfrågan på kronor stiger vilket förstärker växelkursen. I detta exempel medför en förstärkning av bytesbalansen en starkare krona, det vill säga omvänd korrelation jämfört med föregående exempel.

En förändrad sammansättning i sparandet kan också leda till kapitalflöden inom den finansiella balansen, som på kort sikt endast påverkar växelkursen men på lite längre sikt påverkar även bytesbalansen. Ett exempel på denna typ av kapitalflöden är om intresset från svenska investerare för att köpa utländska aktier relativt svenska aktier stiger, vilket innebär en ökad efterfrågan på utländsk valuta. Om inget annat händer sjunker värdet på kronan. Hittills påverkas inte den finansiella balansen totalt sett men däremot dess sammansättning. På lite längre sikt innebär dock den svagare kronan att nettoexporten av varor och tjänster ökar och bytesbalansen förstärks. Hittills leder en ökning av efterfrågan på utländska aktier till en försvagning av kronan och en starkare bytesbalans, det vill säga samma korrelation som i exemplet med ökat sparande ovan. Men, en starkare bytesbalans innebär, allt annat lika, högre BNP och resursutnyttjande. Tillsammans med den direkta effekten av den svagare kronkursen på importpriser kommer detta att på ännu längre sikt höja inflationen vilket normalt sett innebär att Riksbanken höjer reporäntan. Avkastningen på räntebärande tillgångar i Sverige stiger då och det blir ett inflöde i den finansiella balansen när investerare söker sig till tillgångar i svensk valuta med högre avkastning. Växelkursen bör således förstärkas och den initiala försvagningen av kronan motverkas därmed.

Vi har lyft fram finansiellt sparande hos inhemska sektorer, efterfrågan av svenska produkter på världsmarknaden och ändrade preferenser på kapitalinvesteringar som faktorer som kan spela roll i analysen av samvariationen mellan växelkursen och betalningsbalansens olika typer av reala och finansiella flöden. Det finns dock en rad andra faktorer som också kan påverka växelkursens utveckling. Några exempel är skillnader i inflation mellan länder, bytesförhållandet ("terms of trade"), eller utsikter för ekonomisk tillväxt. Men i fortsättningen av detta staff memo kommer vi explicit inte att undersöka dessa faktorer påverkan på växelkursen.

3 Vad visar statistiken?

Hittills har vi beskrivit några teoretiska ansatser som vår analys av korrelationen mellan betalningsbalansen och växelkursen utgår ifrån. I detta avsnitt undersöker vi hur faktiska data förhåller sig till teorierna.

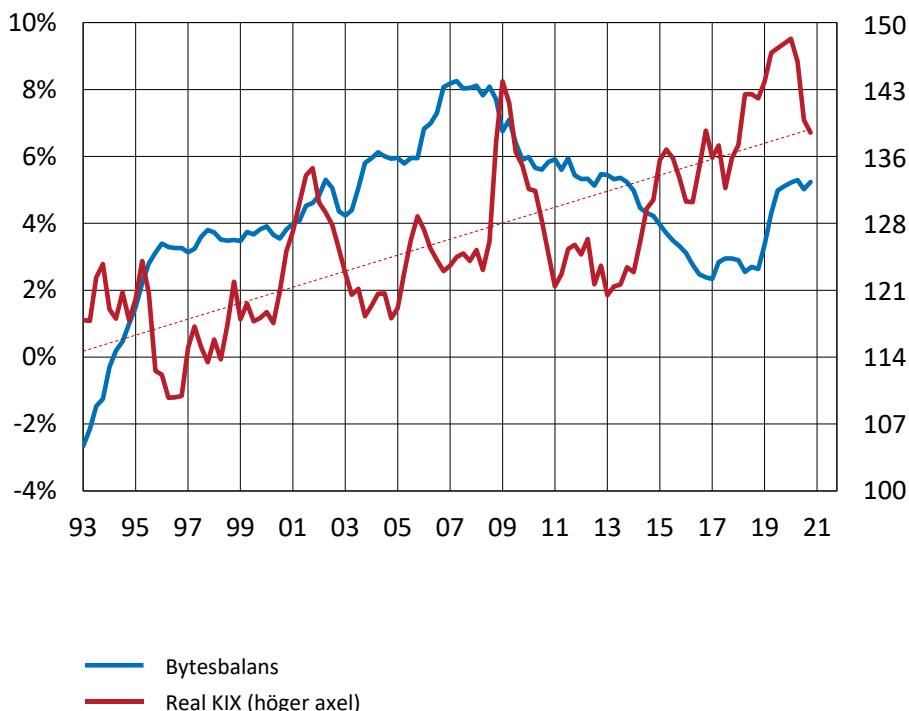
3.1 Varaktigt bytesbalansöverskott och allt svagare krona

Vår analys utgår från år 1993 – det första hela året Sverige hade rörlig växelkurs⁶. Fokus i analysen ligger på medel- och långsiktiga trender. Vi väljer exempelvis att vara väldigt försiktiga att dra slutsatser från statistikens utfall under 2020 eftersom både betalningsbalansens flöden och växelkursen så starkt har påverkats av Coronapandemin, även om vi i tabell- och diagramform redovisar data för helåret 2020. I Diagram 1 nedan kan vi se på den blå linjen att Sverige sedan mitten av 1990-talet har haft ett överskott i bytesbalansen. Som högst motsvarade det över 8 procent av BNP, vilket utmärkte sig även ur ett internationellt perspektiv. Utvecklingen vände nedåt i samband med den finansiella krisen 2008 och överskottet minskade sedan kontinuerligt fram till mitten av 2018 då det motsvarade cirka 2 procent av BNP. I slutet av 2018 började det återigen växa.

⁶ 19:e november 1992 släpptes kronan att flyta fritt.

Diagram 1. Bytesbalans och real växelkurs (KIX) 1993 - 2020

Procent av BNP, summa 4 kvartal, respektive index 1992-11-18 = 100



Källor: Riksbanken och SCB

Diagram 1 visar även den reala växelkursen⁷ från 1993 och fram till och med december 2020 i den röda linjen. Det mått som används för att mäta växelkursen är det handelsvägda indexet KIX⁸. Den prickade röda linjen visar den långsiktiga trenden för växelkursen och där framgår tydligt kronans försvagning under den analyserade perioden.⁹ Fram till 2008 ökade överskottet trendmässigt och kronan försvagades. Den positiva samvariationen mellan bytesbalansens överskott och kronförsvagning under den perioden skulle kunna förklaras av den sparbenägenhet som svenska sektorer har uppvisat och som hänger ihop med bland annat demografiska aspekter, reformeringen av pensionssystemet med mera. Under 1990-talet var det främst den offentliga sektorn som ökade sitt finansiella sparande och sedan 2006 har hushållens sparande ökat trendmässigt, se diagram 2. Totalt ökade det finansiella sparandet fram till 2008.

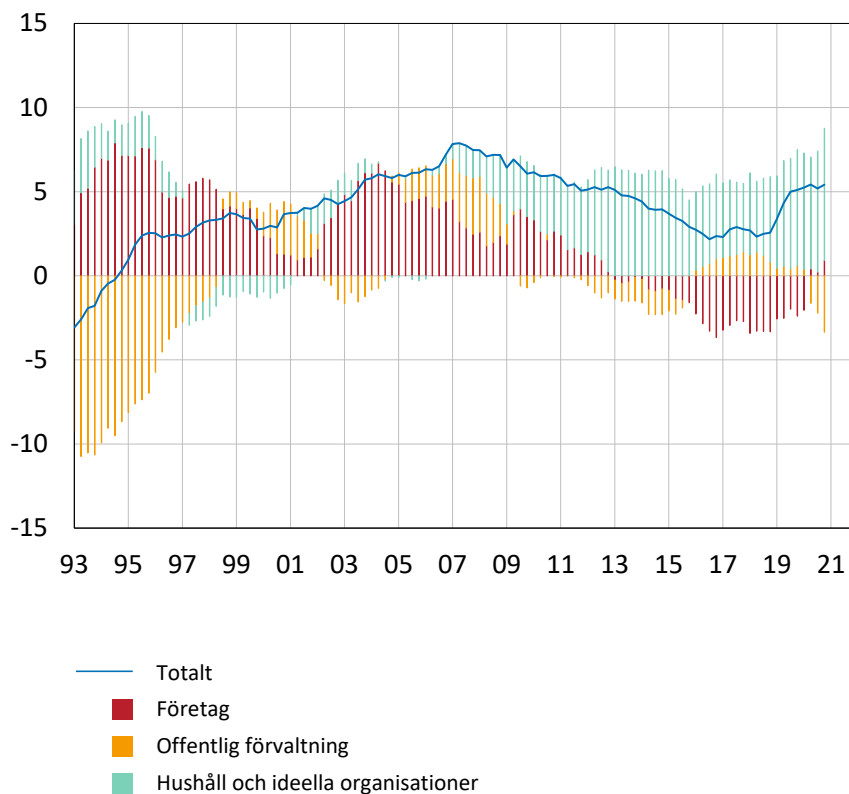
⁷ I analysen används två variabler uttryckta i reala termer: dels bytesbalansen i relation till BNP, dels den reala växelkursen. Real växelkurs definieras som nominell växelkurs multiplicerat med kvoten av prisindex i omvärlden och prisindex i hemlandet.

⁸ KIX, kronindex, är ett viktat geometriskt kedjeindex där vikterna bygger på totala flöden av bearbetade varor och råvaror för drygt 30 länder. Vikterna uppdateras varje år, och baseras på data med några års tidsfördröjning.

⁹ Den trendmässiga försvagningen av den svenska kronan i reala termer började redan på 1970-talet, se exempelvis Belfrage, Corbo och Ingves (2019).

Diagram 2. Sveriges finansiella sparande fördelat på sektorer 1993 - 2020

Procent av BNP



Källa: SCB

Att beskriva mekanismerna som följer av en hög och bestående sparbenägenhet i ekonomin är relativt komplicerat. Men i korthet innebär en ökad sparbenägenhet att andelen av inkomsterna som går till konsumtion av varor och tjänster minskar i relativa termer. En minskad efterfrågan på varor och tjänster bör sätta press nedåt på priserna, eller åtminstone minska ökningstakten av dessa. Med ett varaktigt högt sparande följer således en press nedåt på prisnivån med följd att den inhemska räntan också sjunker, bland annat via mer expansiv penningpolitik. En lägre räntenivå innebär i sin tur att avkastningen på inhemska tillgångar sjunker och att sparare då i högre utsträckning vill placera sitt sparande i utländska tillgångar för att söka högre avkastning. I slutändan skapas då ett utbud av kronor som växlas till utländsk valuta vilket pressar växelkursen i försvagande riktning. Så länge den höga sparbenägenheten kvarstår kommer pressen nedåt på kronkursen att fortsätta, vilket då också innebär fortsatt stora och bestående bytesbalansöverskott. För en mer noggrann och detaljerad genomgång av denna mekanism rekommenderas bland annat Konjunkturinstitutets lönebildningsrapport från 2011.¹⁰

Andra faktorer som påverkar bytesbalans och växelkurs kan dock ge upphov till andra samband. Lägre relativ nationalinkomst till följd av antingen svagare relativ produktivitet eller försämrat bytesförhållande försvagar real växelkurs samtidigt

¹⁰ Se Konjunkturinstitutet (2011).

som bytesbalansen också kan försvagas. För att särskilja dessa olika samvarierande mekanismer behöver man studera sambanden med ekonometriska metoder. Ett flertal olika uppsatser tyckte sig kunna förklara den försvagade reala växelkursen fram till cirka 2005 med ökat sparande/bytesbalansöverskott och försämrat bytesförhållande.¹¹ Den fortsatta försvagningen efter 2010 har varit svårare att förklara med dessa makroekonomiska faktorer.¹²

3.2 Kan de finansiella flödena förklara kronkursen de senaste åren?

Vi har konstaterat att den trendmässiga kronförsvagningen de senaste 27 åren har visat en positiv samvariation med ett växande bytesbalansöverskott fram till 2008, vilket rimligtvis kan förklaras med bland annat svenskarnas höga sparbenägenhet. Men under perioden 2008-2018 minskade överskottet i bytesbalansen till synes utan att trenden med svagare real växelkurs bröts. Utvecklingen av andra realekonomiska faktorer som relativ BNP och bytesförhållande kan inte heller förklara utvecklingen till fullo. Det finns alltså även andra, mer kortsiktiga faktorer, som sannolikt har bidragit till att det långvariga överskottet i bytesbalansen har gått hand i hand med en trendmässig svagare krona.

Det är visserligen vanligt att mindre valutor som kronan försvagas i relation till de stora globala valutorna i tider av finansiell oro som till exempel vid "dotcom"-kraschen 2000, finanskrisen 2008 eller den europeiska skuldkrisen 2013. Men den svenska kronan försvagades mer än jämförbara valutor under till exempel 2018 och 2019, som var en period av relativt stabil konjunktur och jämförelsevis stabila finansiella marknader.

I det följande avsnittet tar vi därför ett kortare perspektiv i analysen genom att undersöka de finansiella flödena i betalningsbalansen och sambandet mellan dessa och växelkursen. Kan det under de senaste åren ha varit temporära finansiella faktorer som försvagat kronan och som också över tiden har samverkat så att kronkursen även på lång sikt har försvagats? Det skulle innebära att det över de senaste åren hela tiden har uppkommit mer eller mindre tillfälliga finansiella störningar eller förhållanden som sammantaget har bidragit till att kronan över tiden har försvagats. Nedan gör vi några nedslag i de finansiella flödena under de senaste åren och undersöker om det finns en korrelation mellan dessa och utvecklingen i växelkursen.

Ränteskillnader och finansiella flöden

En faktor som ofta lyfts fram är att ränteskillnader mellan länder på kortare sikt driver växelkursens utveckling betydligt mer än exempelvis överskott i bytesbalansen och en i övrigt stabil inhemsk ekonomi. I diagrammen nedan visas räntedifferensen mellan den svenska femåriga statsobligationsräntan och motsvarande ränta för några viktiga länder samt den bilaterala växelkursen mellan länderna. Vi konstaterar att räntan i

¹¹ Se exempelvis Bergvall (2004), Nilsson (2004) Lane (2006), Sellin (2007) samt Lagervall och Nessén (2009).

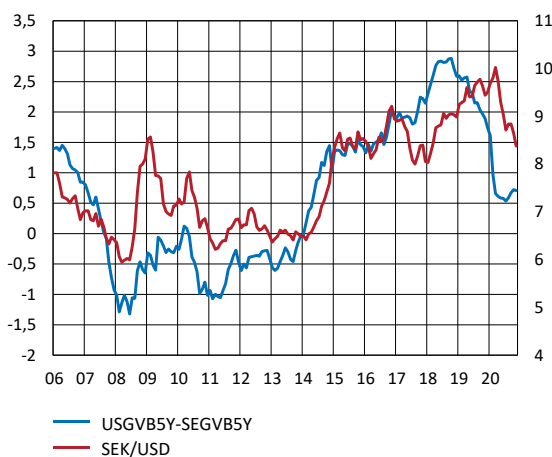
¹² Se Sveriges riksbank (2018), Bachetta och Chikhani (2021) samt Belfrage med flera (2020).

bland annat USA och Storbritannien sedan 2014 har varit högre än den svenska räntan och denna räntedifferens visar en hög korrelation med den svenska kronans utveckling gentemot valutor i dessa länder. Mot Tyskland (som får representera euroområdet) och Japan är korrelationen något svagare men där har räntedifferensen snarare varit negativ eller nära noll under de senaste åren.

En fråga man då kan ställa är om betalningsbalansens finansiella flöden kan ge ytterligare stöd åt tesen att räntedifferenser har påverkat växelkursen. Det skulle då exempelvis speglas i att utländska investerare skulle ha minskat sina investeringar i svenska kronobligationer eller att svenska investerare i större utsträckning skulle köpa utländska obligationer denominerade i exempelvis USD eller GBP.

Diagram 3. Räntedifferens 5-åriga statsobligationer mellan Sverige och USA samt växelkurs mellan SEK och USD

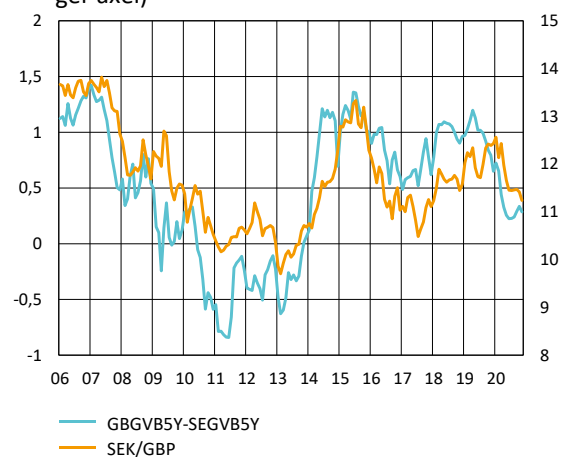
Procentenheter (vänster axel) och växelkurs (höger axel)



Källa: Riksbanken.

Diagram 4. Räntedifferens 5-åriga statsobligationer mellan Sverige och Storbritannien samt växelkurs mellan SEK och GBP

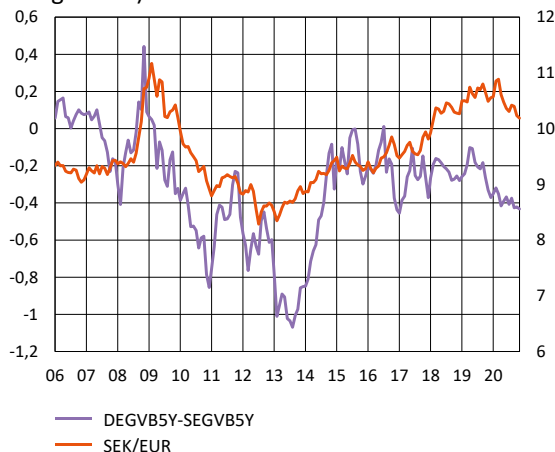
Procentenheter (vänster axel) och växelkurs (höger axel)



Källa: Riksbanken.

Diagram 5. Räntedifferens 5-åriga statsobligationer mellan Sverige och Tyskland samt växelkurs mellan SEK och EUR

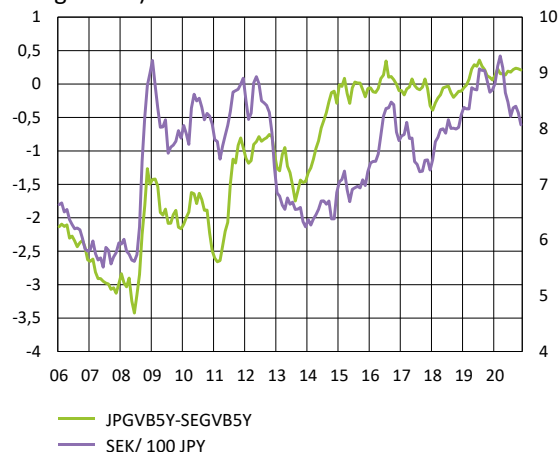
Procentenheter (vänster axel) och växelkurs (höger axel)



Källa: Riksbanken.

Diagram 6. Räntedifferens 5-åriga statsobligationer mellan Sverige och Japan samt växelkurs mellan SEK och JPY

Procentenheter (vänster axel) och växelkurs (höger axel)



Källa: Riksbanken.

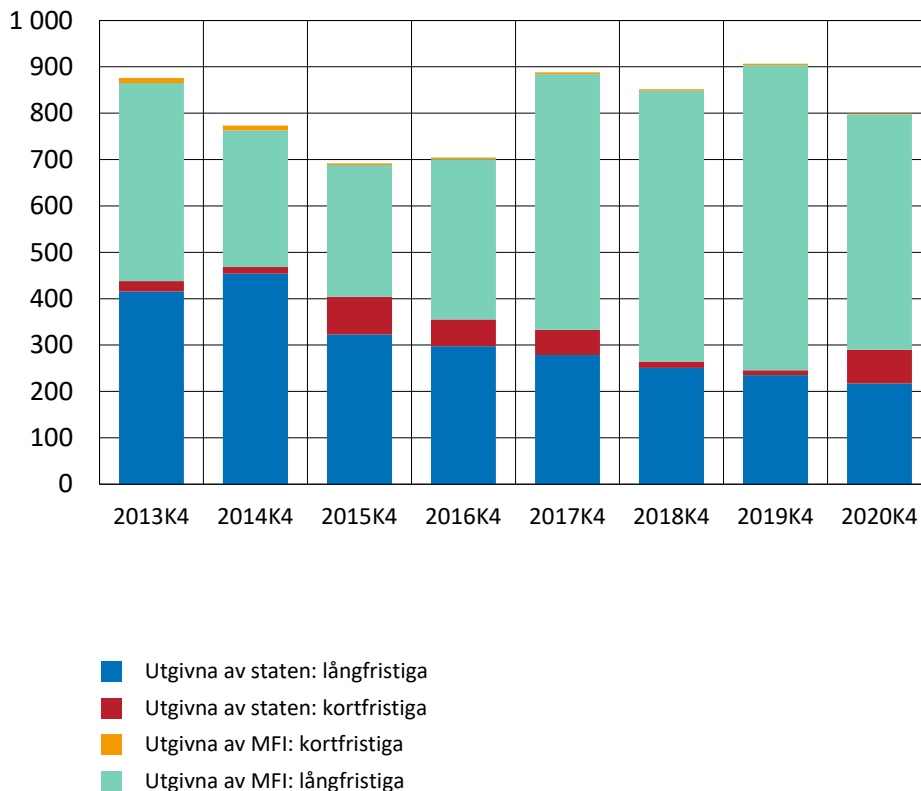
I den mörkblå delen av staplarna i Diagram 7 nedan kan vi se att utlandet minskade sina innehav av svenska statsobligationer med 218 miljarder kronor mellan 2014 och 2019. Det ger stöd åt tesen att räntedifferensen mellan den svenska statsobligationsräntan och motsvarande utländska obligationsräntor är en viktig förklaring till att kronan försvagats under den här perioden. Givetvis kan man här också förklara det minskade utländska innehavet som en följd av Riksbankens beslut 2015 att köpa statsobligationer för att förstärka den expansiva penningpolitiken. Dessa köp har ju därefter successivt fortsatt med den naturliga följden att bland annat utländska investerare har minskat sina statsobligationsinnehav. Coronapandemin har en stor inverkan på utfallet 2020 och som nämnts ovan omfattar vår analys huvudsakligen tiden före Corona.

Asymmetrisk påverkan från kapitalflöden på kronkursen?

I den ljusblå delen av staplarna i diagram 7 kan vi också se att under samma period som investerare i utlandet sålt svenska statsobligationer har de köpt säkerställda kronobligationer utgivna av svenska banker och bostadsinstitut. Dessa köp verkar dock inte ha gett motsvarande effekt i förstärkning av växelkursen. Det är således problematiskt att hävda att när utlandet säljer statsobligationer så tenderar det att försvaga kronan men när motsvarande köp av säkerställda bostadsobligationer sker så har det ingen förstärkande påverkan på kronkursen. Därmed inte sagt att det kan finnas en asymmetri i vilka typer av kapitalflöden som påverkar växelkursen och vilka som inte

gör det, se Blanchard, Chamon, Gosh och Ostry (2015) samt Gardberg (2018).¹³ I Sveriges fall verkar det som att det inte bara handlar om att det är olika typer av finansiella instrument som påverkar känsligheten i valutan utan det är samma instrument, nämligen obligationer i svenska kronor, men med olika utgivare: staten respektive banker och bostadsinstitut.

Diagram 7. Utlandets innehav av svenska räntebärande papper i SEK. 2013 till 2020
Ställningsvärde i slutet av respektive år, miljarder SEK



Källa: SCB

Utlandet lånar kronor för att köpa utländska tillgångar – ”carry trade”

En annan finansiell transaktion som ofta lyfts när det gäller kronförsvagningen är så kallad carry trade.¹⁴ De låga räntorna i Sverige under de senaste sju åren har inneburit ett incitament för både inhemska och utländska investerare att ta lån i svenska kronor för att sedan växla till utländsk valuta och placera pengarna i utländska tillgångar till en högre ränta. Den här valutaväxlingen ger ett tryck på kronan som försvagar den. Uppgifter om svenska monetära finansinstituts (MFI) utlåning i svenska kronor till utlandet verkar bekräfta i alla fall den första delen, det vill säga att bankernas utlåning i

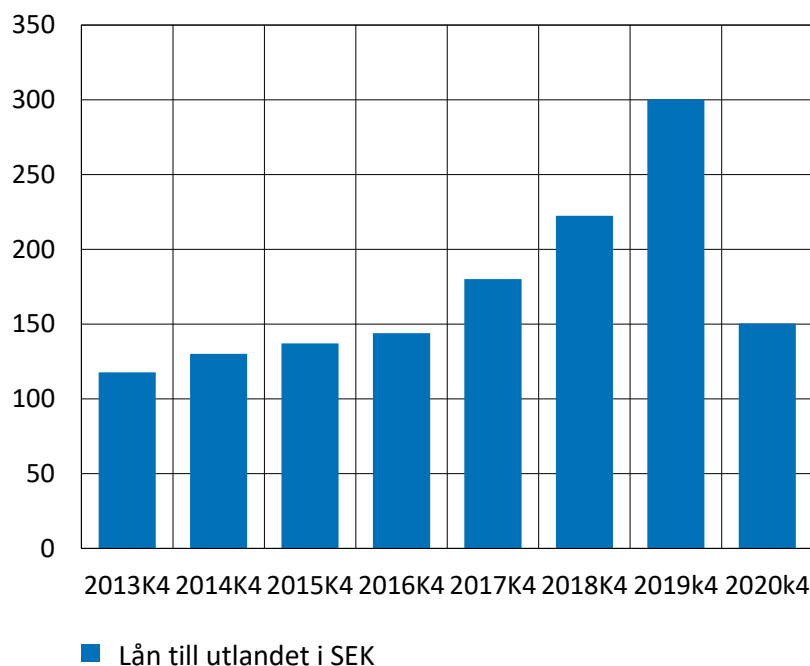
¹³ Gardberg (2018) pekar på att känsligheten i valutakursen i länder med stor utländsk skuldfinansiering tenderar att vara högre om skulderna består av obligationer och banklån än i länder där skulderna är finansierade via aktier.

¹⁴ Carry trade är en investeringsstrategi som i korthet innebär man lånar pengar i en valuta med låg ränta och växlar dem till en valuta som ger högre ränta och tjänar pengar på ränteskillnaden.

svenska kronor till utlandet har ökat med cirka 180 miljarder från slutet av 2013 till slutet av 2019. Vi kan se den här utvecklingen i diagram 8 nedan. Ökningen tilltog under 2018 och 2019, vilket kan ha bidragit till att kronan försvagats under den tiden. Under 2020 har denna utlåning till utlandet halverats och samtidigt har kronkursen förstärkts. Återigen är det viktigt att påpeka att slutsatser från statistik under pandemiåret ska dras med viss försiktighet.

Diagram 8. Svenska MFI:s utlåning till utlandet, 2013 till 2020

Stockar i Ställningsvärde i slutet av respektive år, miljarder SEK



Källa: SCB

4 Kronkursen och bytesbalansen

I tidigare avsnitt har vi lyft fram några faktorer som sannolikt har bidragit till den trendmässiga kronförsvagningen under de senaste 27 åren. I detta avsnitt analyserar vi hur kronförsvagning kan tänkas ha påverkat bytesbalansen. Slutligen går vi igenom några företeelser som kan göra att detta samband försvagas över tiden

4.1 Kronkursen har sannolikt gynnat bytesbalansöverskottet

I avsnitt 2 har vi sett att det finns flera faktorer som bidragit till försvagningen av kronan under perioden. Detta har rimligen bidragit till överskottet i bytesbalansen under

hela den period vi har analyserat. När kronan försvagas gentemot olika handelspartners valutor, blir det billigare för svenska exportörer att sälja sina varor och tjänster till utlandet. Den utländska efterfrågan av dessa produkter blir därmed högre och leder till större exportvolym. Samtidigt blir det dyrare för nationella importörer att köpa in utländska produkter vilket i sin tur medför mindre importvolym. De effekter som en växelkursförsvagning har på både exporten och importen förbättrar följaktligen bytesbalansen i volym. Samtidigt påverkar den svagare växelkursen priser på både import och export vilket påverkar nettoexport och bytesbalans som mäts i löpande priser. Vanligen påverkas importpriser mer än exportpriser på kort sikt vilket minskar nettoexporten innan den på sikt blir högre. Detta förlopp för nettoexport och bytesbalans kallas för J-kurvan i många läroböcker.¹⁵

Att större överskott i bytesbalansen har förenats med en försvagad växelkurs är inte unikt för Sverige. Diagram 2 nedan visar utvecklingen av både bytesbalansen som andel av BNP på x-axeln och den reala växelkursen på y-axeln mellan två elvaårsperioder (1995 till 2006 och 2007 till 2018) i ett antal länder.¹⁶ I detta diagram innebär högre värden på växelkursen en starkare nationell valuta. Även om korrelationen inte är så stark¹⁷ tenderar länder vars reala växelkurs har försvagats att visa på en starkare bytesbalans under perioden och tvärtom – länder med förstärkt valuta tenderar att visa på en försvagad bytesbalans.

¹⁵ Se exempelvis Blanchard med flera (2015)

¹⁶ Perioden har valts för att utifrån källorna (BIS och OECD) täcka det mesta av perioden som vi analyserat i staff memot samtidigt som så många länder som möjligt är med i analysen.

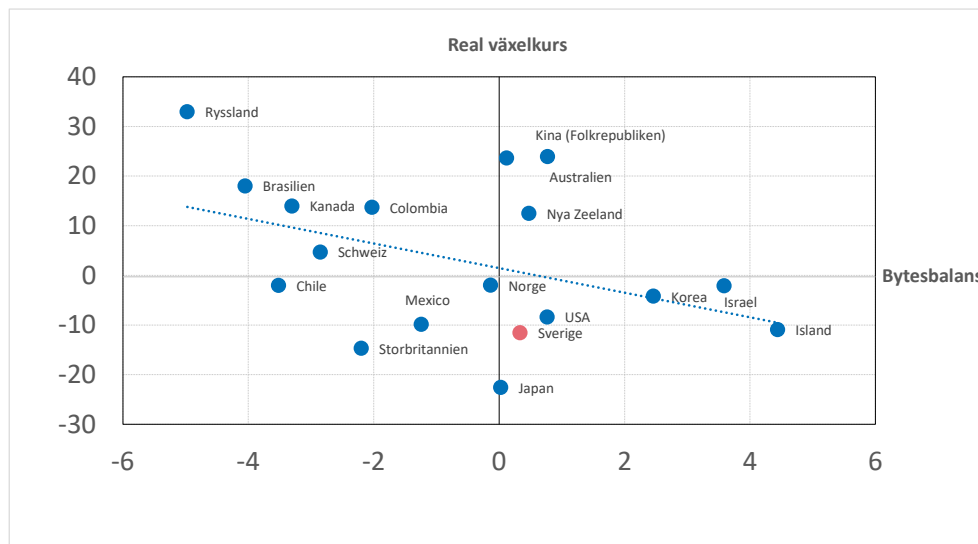
¹⁷ Korrelationen mellan bytesbalansens och den reala växelkursens utveckling i diagrammet är $-0,42$.

Diagram 9. Bytesbalans- och real växelkursutveckling mellan två elvaårsperioder, 1995 till 2006 och 2007 till 2018

Real växelkurs: KPI-baserad, procentuell förändring av genomsnittlig real växelkurs mellan perioderna, ökning innebär appreciering

Bytesbalans: skillnaden i procentenheter av den genomsnittliga bytesbalansen i procent av BNP mellan perioderna

Blå streckad linje visar sambandet beräknat med minsta kvadratmetoden



Källa: BIS och OECD

4.2 Faktorer som kan försvaga sambandet mellan växelkurs och bytesbalans

Slutligen vill vi lyfta fram tre faktorer som kan försvaga sambandet mellan växelkursen och bytesbalansen: dominanta valutor, globala värdekedjor och reexport. Dessa har att göra med den ökade komplexiteten i den internationella handeln som med stor sannolikhet har medverkat till att elasticiteten mellan bytesbalansen och växelkursen har minskat över tiden. De två första faktorerna – dominanta valutor och globala värdekedjor – har diskuterats internationellt¹⁸ de senaste åren och bedöms vara relevanta för Sverige. Den tredje – reexport – är ett fenomen där det behövs mer statistiskt underlag för att vi bättre ska förstå omfattningen och påverkan på växelkursen.

Prissättning i dominanta valutor

Den dominanta rollen som vissa valutor har utmanar delvis de ekonomiska teorierna. I standardfallet, det vill säga när priserna sätts i det producerande landets egen valuta, leder en försvagning i valutan till högre importpriser och på lite sikt minskad importefterfrågan. Exportpriserna uttryckta i utländsk valuta blir samtidigt lägre vilket medför en större efterfrågan på landets exportvaror. Den ökade exporten och den minskade importen leder därmed till en förbättring av bytesbalansen. När priserna däremot

¹⁸ Se exempelvis IMF (2019), Goldberg och Tille (2008) samt Gopinath (2015).

sätts i en så kallad dominant valuta, som amerikanska dollar och euro, kan effekten på exportnettot av en lika stor försvagning av valutan bli mindre. IMF har utifrån data från flera länder undersökt detta och visat att genomslaget på exportvolymerna blir svagare ju större andel som faktureras i en dominant valuta jämfört med fakturering i producerande landets valuta. Importvolymerna verkar däremot inte påverkas nämnvärt av i vilken utsträckning fakturering sker i globala valutor.¹⁹ Detta resultat är nog inte så förvånande eftersom en försvagning av den nationella valutan gentemot flera valutor oftast har samma effekt på importpriser oavsett om fakturering sker i globala valutor eller i det producerande landets valuta.

IMF har även tagit fram uppgifter om flera länders utrikeshandel fördelat på valuta samt handelspartner och funnit att både export och import som faktureras i amerikanska dollar är större än själva exporten till respektive importen från USA. Detta gäller både för Sverige och för många andra länder.²⁰ Det är nog inte helt orimligt att anta att det ser likartat ut för euron och att fakturering av svensk export och import i euro är större än handeln med euroländer. Sammantaget innebär det att fakturering i globala valutor bland svenska företag i allt större utsträckning kan leda till att försvaga genomslaget av valutakursförändringar på den svenska bytesbalansen.

Globala värdekedjor

Globala värdekedjor innebär att länder i allt större utsträckning befinner sig i en internationell varuproduktionskedja där insatsvaror importeras till ett land, bearbetas, förädlas och därefter exporteras vidare till nästa led i produktionsprocessen. Denna process, där man köper in, bearbetar och sedan exporterar vidare utländskt material, blir allt större och medför att exportintäkter och importkostnader ofta varierar i samma riktning när växelkursen förändras. Det kan leda till att bytesbalansnettot blir mindre känsligt för valutakursändringar.²¹ År 2016 var det utländska förädlingsvärdets andel av den totala svenska exporten cirka 20 procent.²² Uppgifterna indikerar därmed att produktion i globala värdekedjor är vanligt i svensk tillverkningsindustri, och har också med stor sannolikhet bidragit till att sambandet mellan växelkursförändringar och bytesbalansen har försvagats.

Reexport

En annan företeelse som troligen bidrar till att exporten och importen blir mer okänsliga mot växelkursförändringar är reexporten. Med reexport menas import av varor till Sverige som därefter exporteras till utlandet utan någon vidare bearbetning. Exempelvis kan svenska handelsföretag ha lager i Sverige för importerade varor som sen skickas vidare till utlandet för vidare försäljning. Men det kan också handla om utländska företag som skaffar ett momsregistreringsnummer i Sverige för att ta emot varor producerade i länder utanför EU. Efter att varan har kommit till Sverige kan den röra sig fritt inom tullunionen. Det kan även handla om företag som har lagt ut sin tillverkning i andra länder och sedan importerar sina egna produkter innan de säljs till

¹⁹Se IMF (2019), sid 48.

²⁰ Se IMF (2019), sid 45.

²¹ Se Frohm (2018).

²² Se OECD (2018).

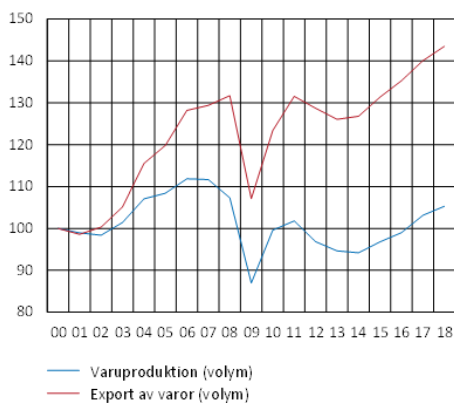
kunder i ett tredje land. Reexport kan leda till ett svagare samband mellan växelkursen och bytesbalansen av olika anledningar. Exempelvis har vissa typer av företag väldigt begränsad eller ingen fysisk verksamhet i Sverige. De har därför få eller inga anställda och väldigt låga kostnader i Sverige och därmed ett litet behov eller incitament att växla till svenska kronor. Samtidigt påverkas också företag med fysisk verksamhet i Sverige, och som är involverade i reexport, ofta mindre av växelkursförändringar eftersom de påverkar deras kostnader för import och intäkter från export i samma riktning. Det sänker elasticiteten mellan växelkursen och utrikeshandelns flöden.

Omfattningen av reexporten är svår att mäta men i diagram 10 ser vi en jämförelse mellan utvecklingen i varuproduktionen och varuexporten som ger en tydlig indikation på att den kan vara ett växande fenomen. Diagrammet visar hur varuexporten i volym har ökat med över 43 procent i Sverige mellan 2000 och 2018. Samtidigt har varuproduktionen bara stigit med 5 procent. Även om det kan ha skett en viss omfördelning mellan produktion för hemma- och exportmarknad är det sannolikt en växande reexport som bidragit mest till de skillnaderna.

Reexport är vanligare för vissa typer av varor. Exempelvis exporterade Sverige kläder för drygt 32 miljarder medan produktionen av kläder uppgick till knappt 13 miljarder 2018. I diagram 11 nedan kan vi se skillnaden. Där kan vi även se att mobiltelefoner är ett ännu tydligare exempel. 2018 producerades i Sverige mobiltelefoner för 31 miljarder kronor samtidigt som exporten var drygt 22 miljarder. I princip all den exporten bestod alltså av importerade mobiltelefoner.

Diagram 9. Utveckling av varuproduktion och varuexport i Sverige, 2000-2018

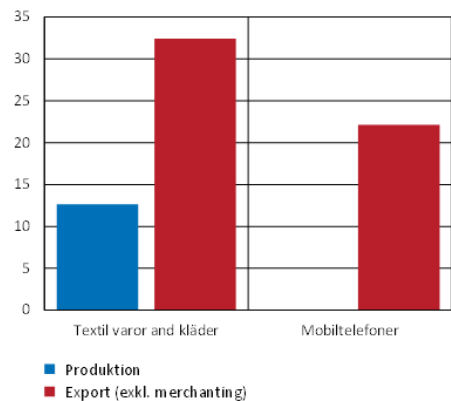
Index 2000=100



Källa: SCB

Diagram 10. Produktion och export av textilvaror och kläder samt mobiltelefoner 2018

Miljarder SEK



Källa: SCB

Referenser

- Bacchetta, P. och P. Chikhani (2021), "On the weakness of the Swedish krona", Pening- och valutapolitik 1, 2021, Sveriges riksbank
- Belfrage, C.-J., V. Corbo och S. Ingves (2019), Perspektiv på kronan, inflationen och penningpolitiken, Ekonomiska kommentarer nr 12, Sveriges riksbank.
- Belfrage, C.-J., P. Bonomolo och P. Stockhammar (2020), "A time-varying equilibrium VAR model of the long-run real exchange rate", staff memo, februari, Sveriges riksbank.
- Bergvall, A. (2004), "What determines real exchange rates? The Nordic countries", Scandinavian Journal of Economics, vol 106(2), s 315-337.
- Blanchard, O., L. Calmfors, H. Flam, J. Hassler och P. Krusell (2015), Makroekonomi, Liber, s. 142.
- Blanchard, O., M. Chamon, A. R. Gosh och J.D. Ostry (2015), "Are capital inflows expansionary or contractionary? Theory, policy implications and some evidence", IMF working paper No. 15/226.
- Frohm, E. (2018), "Hur påverkar globala värdekedjor kronkursens effekter på exporten?", Ekonomiska kommentarer, nr 9. Stockholm: Sveriges riksbank.
- Gardberg, M. (2018), "Linking net foreign portfolio debt and equity to exchange rate movements", IFN Working paper 1246.
- Goldberg, L. och C. Tille (2008), "Vehicle currency use in international trade", Journal of international economics, s. 177-192.
- Gopinath, G. (2015), "The international price system", Uppsats presenterad vid Jackson Hole Economic Symposium, augusti 2015.
- IMF (2019), "Exchange Rates and the External Adjustment", kapitel 2 i External sector report.
- Konjunkturinstitutet (2011), Lönebildningsrapport 2011, s. 73-74
- Lagervall, B. och M. Nessén (2009), "Kronans långsiktiga utveckling", Ekonomiska kommentarer nr 6, Sveriges riksbank.
- Lane, P. R. (2006), "The Swedish external position and the krona", Sveriges Riksbank Working Paper Series nr 200.
- Nilsson, K. (2004), "Do fundamentals explain the behaviour of the Swedish real effective exchange rate?", Scandinavian Journal of Economics, vol 106(4), s 603-622.
- OECD (2018), OECD Quarterly International Trade Statistics, Volume 2018 Issue 2.
- SCB (2015), Betalningsbalansen (BoP) Källor och Metoder 2015, sida 4-5.

Referenser

Sellin, P. (2007), "Using a New Open Economy Macroeconomics model to make real nominal exchange rate forecasts", Sveriges Riksbank Working Paper Series nr 213.

Sveriges riksbank (2018), "Kronans utveckling på längre sikt", Penningpolitisk rapport oktober 2018, sida 35-38



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK)