

ANFÖRANDE

DATUM: 2025-11-14
TALARE: Vice riksbankschef Anna Seim
PLATS: Riksbanken

Drivkrafter bakom kronans utveckling*

Den svenska kronan har precis fyllt 150 år. Den ersatte riksdalern som enhet 1873 och 1874 trycktes den första svenska kronsedeln. Sedan dess har värdet på kronan styrts i en rad olika växelkursregimer: den skandinaviska myntunionen, Bretton-Woods-systemet och knytningar till olika handelsviktade valutakorgar. Sedan november 1992 har kronan fått flyta fritt, vilket tillsammans med det inflationsmål som fastställdes 1993, men formellt infördes 1995, utgör Sveriges penningpolitiska regim.

Växelkursen spelar en central roll för den makroekonomiska utvecklingen i en liten, öppen ekonomi som den svenska. Dess utveckling är viktig för en centralbank med ett inflationsmål även om växelkursen flyter fritt, eftersom den påverkar olika inflationsmått och konjunkturen.

Syftet med detta tal är att på ett strukturerat sätt belysa vad som påverkar den svenska kronan över olika tidshorisonter och kommentera de senaste årens utveckling. I arbetet med talet har jag diskuterat med mina medarbetare om vi borde parafasera författarna Carver och Murakami och döpa talet till "vad jag pratar om när jag pratar om kronan", för det är precis vad detta är: det jag skulle svara om någon bad mig försöka förklara den nominella växelkursen. Ett huvudbudskap i talet är att *det går att förstå kronans utveckling*. Den varierar över tid och är mycket svår att prognosticera, men i en bakåtblickande analys går det att hitta övertygande argument för varför den förstärkts eller försvagats.

* Jag vill särskilt tacka Anders Vredin för hjälp med att skriva talet och José Camacho, Mika Lindgren och Gustav Rosén för utmärkt dataanalys. Jag är tacksam för värdefulla synpunkter från Aino Bunge, Charlotta Edler, Erik Eldhagen, Peter Gustafsson, Marie Hesselman, Per Jansson, Stefan Laséen, Johan Linder, Carl Mitchell, Marianne Nessén, Carl Nordahl, Åsa Olli Segendorf, Maria Sjödin, Ulf Söderström och Erik Thedéen. Jag vill även tacka Caroline Jungner för klarspråksgranskning, Elizabeth Nilsson för översättningen till engelska och Emelie Nordeman som arrangerade seminariet.

Jag kommer att fokusera på den nominella växelkursen, alltså hur många kronor vi får betala för att växla till oss en enhet utländsk valuta. Många analyser, inklusive Riksbankens, handlar om olika mått på den reala växelkursen som mäter aggregerade relativpriser mellan olika länder uttryckta i samma valuta. Eftersom den reala växelkursen har visat sig något lättare att modellera och därför ofta används i prognosarbete kommer jag kort även att kommentera den. Men syftet med det här talet är att diskutera den nominella växelkursen och vad som påverkar den över olika tidshorisonter.¹

Växelkursen är ett relativpris som bestäms av utbud och efterfrågan på olika valutor. Dessa speglar i sin tur utbud och efterfrågan på varor, tjänster och finansiella tillgångar, som prissätts i olika valutor. Tidigare styrde förhållanden på varumarknaderna och handelsflöden efterfrågan på kronor i större utsträckning, men i takt med att finansiella flöden vuxit i omfattning och nu dominerar värdet av handel med varor och tjänster har finansmarknaderna blivit alltmer centrala för växelkursens utveckling.² Eftersom någon som vill köpa finansiella tillgångar i Sverige behöver svenska kronor för att göra det, påverkas kronkursen av förändringar i utbud och efterfrågan på dem.

Enligt ekonomisk teori är varumarknaden och internationella handelsflöden viktigare för växelkursen på längre sikt, medan kapitalflöden över landsgränser dominerar på kort sikt.³ I verkligheten finns det förstås ingen tydlig gräns mellan kort och lång sikt, men det finns pedagogiska poänger med denna uppdelning. Min uppfattning är att det generellt sett är klokt att diskutera utvecklingen på lång sikt innan man funderar över kort sikt. Man kan då bilda sig en uppfattning om vart ekonomin är på väg och låta anpassningar till denna långsiktiga jämvikt bli en del av den kortsiktiga bedömningen.

Förhållanden på varumarknader viktiga på längre sikt

Teorier om att växelkursen bestäms av förhållanden på varumarknaden utgår ofta från det som kallas lagen om ett pris. Enligt denna teori bör en vara som handlas i två olika ekonomier, i avsaknad av handelshinder och transportkostnader, säljas för samma pris i de två länderna när priset uttrycks i samma valuta.⁴ Enligt lagen

¹ Jag kommer genomgående att definiera den nominella växelkursen i termer av inhemsk valuta per enhet utländsk valuta. Den svenska växelkursen relativt den amerikanska dollarn är med denna definition exempelvis i skrivande stund 9,49 SEK per USD. En högre växelkurs innebär med detta sätt att räkna en försvagning av den svenska kronan gentemot dollarn, det vill säga en depreciering, medan en lägre växelkurs innebär en förstärkning, alltså en appreciering.

² Se fördjupningen i Penningpolitisk rapport september 2023, "Kronan kommer att stärkas på sikt".

³ Se exempelvis Krugman, Obstfeld och Melitz (2023) och Itskhoki och Mukhin (2021).

⁴ För en viss vara i gäller alltså vid tidpunkten t att $P_{i,t} = E_t P_{i,t}^*$, där $P_{i,t}$ är priset på denna vara i Sverige, $P_{i,t}^*$ är det utländska priset på motsvarande vara i utländsk valuta, och E är den nominella växelkursen.

om ett pris ska den nominella växelkursen avspegla relationen mellan priset på en och samma vara i inhemsk valuta och i utländsk valuta.

En berömd tillämpning av lagen om ett pris är tidskriften the Economist's Big Mac-index. Här använder man priset på en Big Mac i USA i dollar och priset på samma vara i andra länder för att räkna ut vad växelkursen borde vara enligt denna teori. Denna hypotetiska växelkurs jämförs med den faktiska och kan indikera om en valuta är övervärderad eller undervärderad. I skrivande stund antyder denna övning att kronan skulle vara övervärderad med ungefär 20 procent mot dollarn.⁵ En sådan analys är intressant men samtidigt mycket förenklad och kan därför vara vilseledande.

Till att börja med ska växelkursen inte kopplas till prisutvecklingen för någon enskild produkt. När man antar att lagen om ett pris inte bara gäller enskilda produkter utan också på aggregerad nivå får man den teori om växelkurser som kallas för absolut köpkraftsparitet – purchasing power parity (PPP). Man studerar då aggregerade prisnivåer och undersöker om det stämmer att den nominella växelkursen mellan exempelvis kronan och dollarn reflekterar relationen mellan prisnivåerna i Sverige och USA.⁶ Enligt relativ PPP, som har starkare empiriskt stöd än absolut PPP, avspeglar förändringar i växelkursen skillnader i inflationstakt mellan länder. Att den svenska KPI-inflationen under flera år varit lägre än den amerikanska talar enligt teorin om relativ PPP för att kronan har varit undervärderad mot dollarn under åren före den senaste kronförstärkningen.

Det finns dock goda skäl att ifrågasätta hur mycket dessa teorier säger om verkligheten. Tullar och transportkostnader bidrar till att varor inte säljs till samma priser i olika länder och många produkter, framför allt tjänster, handlas inte internationellt. Detta innebär att växelkursen mycket väl kan avvika från den nivå som teorin om köpkraftsparitet implicerar.

Om PPP håller så är den reala växelkursen konstant.⁷ Men eftersom PPP generellt inte är uppfyllt så kan den reala växelkursen variera över tid. Den har bland annat visat sig vara korrelerad med produktivitet i olika länder.⁸ Om man antar att den reala växelkursen styrs av reala faktorer på lång sikt, samtidigt som prisnivåerna i länder med inflationsmål långsiktigt drivs av penningpolitiken, så skulle ju dessa

⁵ <https://www.economist.com/interactive/big-mac-index>.

⁶ Enligt PPP gäller att $P_t = E_t P_t^*$, där P_t är aggregerad prisnivå (till exempel KPI) i Sverige, och P_t^* är aggregerad utländsk prisnivå. Detta kan vi skriva som $E_t = P_t / P_t^*$.

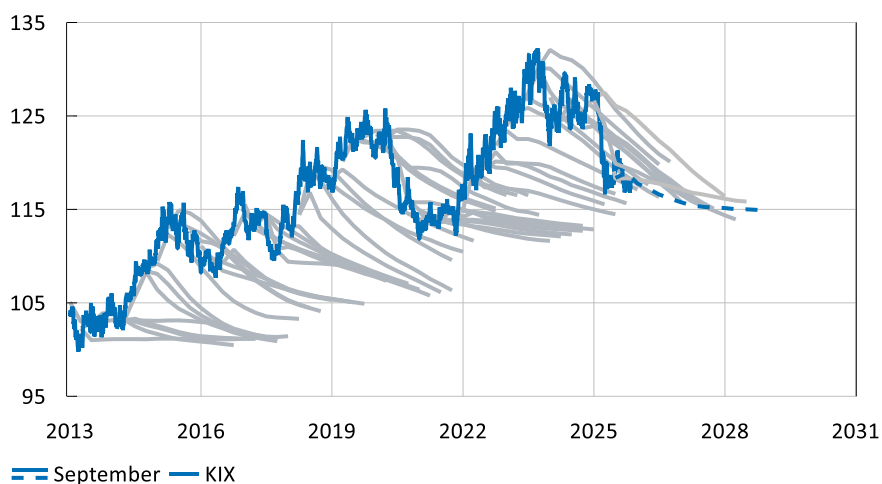
⁷ Den reala växelkursen definieras som $Q_t = E_t P_t^* / P_t$.

⁸ Exempelvis gör högre produktivitet ofta att prisnivåerna är högre i rika länder, vilket innebär att den reala växelkursen är starkare där än i fattiga ekonomier. För analyser av Sveriges reala växelkurs och fler referenser till litteraturen se exempelvis Lane (2007), Lagerwall och Nessén (2009), Bacchetta och Chikhani (2021) och Belfrage med flera (2025).

faktorer tillsammans kunna förklara hur den nominella växelkursen utvecklas.⁹ Prognosmakare använder därför ofta skattningar av den reala växelkursens långsiktiga nivå för att göra utsagor om den nominella växelkursen. Detta är även sedan länge den ansats som Riksbanken använder och en bakgrund till slutsatsen att den svenska kronan förväntats appreciera.¹⁰ Som framgår i diagram 1 har dock Riksbankens prognoser för växelkursen ofta slagit fel. Detta för mig in på frågan om vilka krafter, utöver dem på varumarknaden, som kan tänkas påverka växelkursen.

Diagram 1. Riksbankens prognoser över den svenska kronans utveckling

Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i 32 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Sedan 28 mars 2022 är indexet beräknat mot 31 länder, eftersom den ryska rubeln exkluderas. Helledragen linje avser utfall och streckad linje avser Riksbankens prognos från den penningpolitiska rapporten i september. De grå linjerna är från tidigare prognosomgångar.

Källa: Riksbanken.

Finansiella drivkrafter har kommit att dominera över tid

Som jag beskrev inledningsvis har kapitalflöden över landsgränser över tid blivit helt avgörande för utbud och efterfrågan på valutamarknaden och därmed för växelkurser.¹¹

⁹ Att en centralbank med ett inflationsmål styr långsiktig inflation betyder inte att den också kontrollerar prisnivån. För det krävs att den har, och lyckas upprätthålla, ett mål för prisnivån (price level targeting). I många länder, däribland Sverige, kan tillfälliga avvikelser från inflationsmålet få permanenta effekter på prisnivån och på den nominella växelkursen, se Benigno och Benigno (2008) och Engel och Wu (2023).

¹⁰ Riksbankens ansats sammanfaller med vad som föreslås i internationell forskning av Ca' Zorzi med flera (2017). Se Befrage med flera (2025) för nyare studier.

¹¹ Valutamarknaden är egentligen inte en enda marknad utan flera, se Nordström (2022) för en beskrivning.

För att få förstå vad som driver dessa flöden hjälper det att tänka på en internationell investerare som beaktar två möjliga placeringar, exempelvis en i Sverige och en i USA. Övergripande brukar vi säga att den investeraren beaktar i sitt val är förväntad avkastning, likviditet och risk. Om vi för enkelhetens skull tänker oss marknaden för statsobligationer så blir avkastningen statsobligationsräntan över en viss löptid. Likviditeten fångar hur snabbt tillgången skulle kunna omsättas på marknaden, och eftersom den är ungefär densamma i utvecklade länder så bortser vi från den här. I en stiliserad ansats är en investerare indifferent mellan två placeringar med samma löptid om så kallad icke-kurssäkrad ränteparitet, *uncovered interest rate parity (UIP)*, gäller.¹² Om vi betraktar två placeringar som bedöms vara lika likvida och riskfyllda så säger teorin om ränteparitet att om räntan är lägre i Sverige än i USA, så måste en investerare förvänta sig en appreciering av kronan för att vara indifferent mellan valet att investera i en svensk eller i en amerikansk tillgång. Anledningen är att när investeraren vid periodens slut kvitterar ut sina investerade pengar har förstärkningen av kronan kompenserat för den lägre avkastningen på den svenska tillgången. Om den svenska placeringen uppfattas som mer riskfylld kommer investeraren dessutom att kräva en högre förväntad avkastning, det vill säga en riskpremie, för att hålla den svenska tillgången.

Ränteparitetsvillkoret är inte helt intuitivt eftersom det säger att en högre ränta i Sverige är konsistent med en förväntad försvagning av kronan. Detta går emot den vedertagna uppfattningen att om räntan stiger mer i Sverige än i exempelvis USA, så ökar efterfrågan på kronor och leder till en appreciering gentemot dollarn. Men nyckeln till att förstå ränteparitet är att konstatera att det är ett jämviktsvillkor. En högre ränta gör typiskt sett att kronan förstärks men den blir då starkare än den jämviktskurs som är konsistent med ränteparitetsvillkoret. På sikt måste kronan därför försvagas om paritet åter ska gälla.

Argumenten ovan är mycket förenklade. Sambandet mellan ränta och växelkursen är i själva verket komplext. I verkligheten har förväntningar om den framtida växelkursen stor påverkan på dagens växelkurs vilket gör samband svåra att modellera och skatta empiriskt. Men även i rikare och mer realistiska modeller kommer riskuppfattning och preferenser för risk att påverka efterfrågan på finansiella tillgångar i Sverige och därmed kronkursen.

¹² Villkoret för icke-kurssäkrad ränteparitet kan skrivas $i_{SVE,t} = i_{US,t} + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} + \rho_t$, där i_{SVE} och i_{US} är den nominella avkastningen (räntan) på en placering i Sverige respektive USA, E som tidigare den nominella växelkursen uttryckt i svenska kronor per dollar och E^e är förväntad framtida växelkurs. ρ är en riskpremie som är noll om villkoret för ränteparitet håller exakt, men positiv om det uppfattas som mer riskfyllt att placera i Sverige än i USA. Om det omvända gäller är riskpremien negativ.

Om vi på djupet vill förstå vad som styr kronans utveckling måste vi därmed försöka förstå vad som driver avkastning och risk, och även likviditet, på finansiella marknader.

Finansiella flöden drivs av förväntad avkastning, risk och likviditet

Baserat på internationella erfarenheter och forskning finns alltså goda skäl att tro att växelkursen i stor utsträckning drivs av kapitalflöden över landsgränser som påverkar utbud och efterfrågan på olika valutor. Kapitalflöden speglar investerarens preferenser för olika tillgångar och därmed förväntad avkastning, risk och likviditet. Därför är det i grunden de ekonomiska förhållandena bakom dessa faktorer som till stor del bestämmer hur kronan utvecklas.

En stark produktivitetstillväxt i Sverige innebär exempelvis större framtida vinster och en stark aktiemarknad, långsiktigt stabila statsfinanser gör statsobligationer till en attraktiv tillgång och en sund bostadsmarknad kan öka efterfrågan på säkerställda obligationer. Allt detta kan öka efterfrågan på kronor. Många institutionella investerare strävar efter att hålla vissa andelar av inhemska och utländska värdepapper i sina portföljer, liksom vissa andelar värdepapper med låg respektive hög risk.

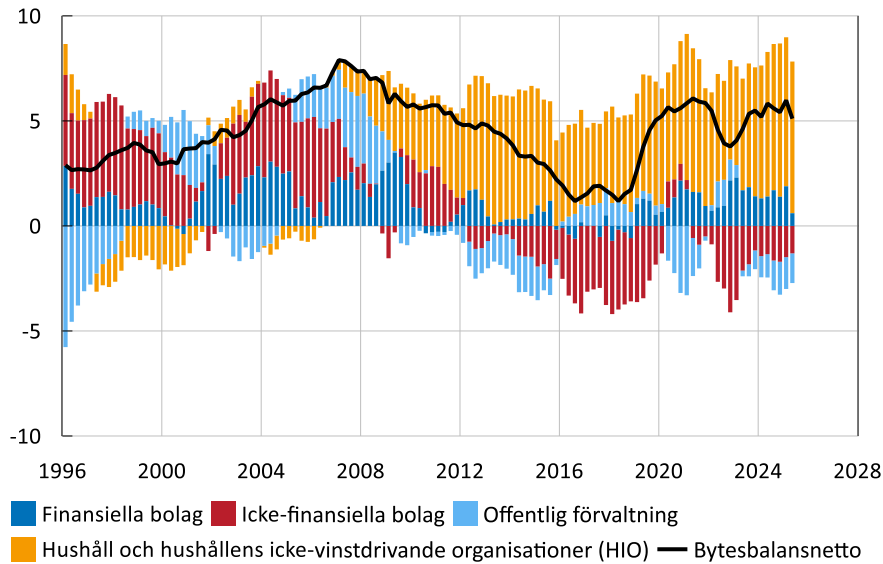
Som jag varit inne på tidigare har finansiella flöden över landsgränser ökat kraftigt de senaste decennierna. Det gäller även finansiella flöden från Sverige. Sverige har sedan 1990-talskrisen haft ett finansiellt sparandeöverskott mot omvärlden, vilket har avspeglats i att våra bytesbalansöverskott uppgått till i genomsnitt cirka 5 procent av BNP de senaste tjugo åren, se diagram 2.

Bakom bytesbalansöverskottet ligger framför allt ett högt sparande i hushållssektorn. Det kollektiva pensionssparandet utgör en stor del av detta. Hushållens sparande resulterar i omfattande placeringar utomlands, även om detta huvudsakligen sker via investeringsfonder och försäkrings- och pensionsföretag snarare än genom direkta placeringar av hushållen själva. Inflödet till dessa sektorer (inklusive socialförsäkringsfonder) har de senaste tjugo åren uppgått till i genomsnitt drygt 200 miljarder kronor per år, motsvarande omkring 5 procent av BNP, se diagram 3. Diagram 4 visar de totala finansiella flödena till utlandet från investeringsfonder, försäkringsbolag, pensionsfonder och socialförsäkringsfonder över tid. Dessa har i genomsnitt uppgått till cirka 3 procent av BNP under de senaste tjugo åren. 2024 uppgick de till i genomsnitt cirka 6 procent av BNP. De var detta år ungefär lika stora som Sveriges finansiella nettosparande mot utlandet, det vill säga bytesbalansöverskottet. Det höga sparandet i Sverige har alltså lett till en svensk efterfrågan på utländska tillgångar,

ett kontinuerligt kapitalutflöde och därmed ett högt utbud av kronor. Detta har rimligen bidragit till att kronan försvagats, både på kort och lång sikt.¹³

Diagram 2. Bytesbalans och finansiellt sparande fördelat efter sektor

Procent av BNP



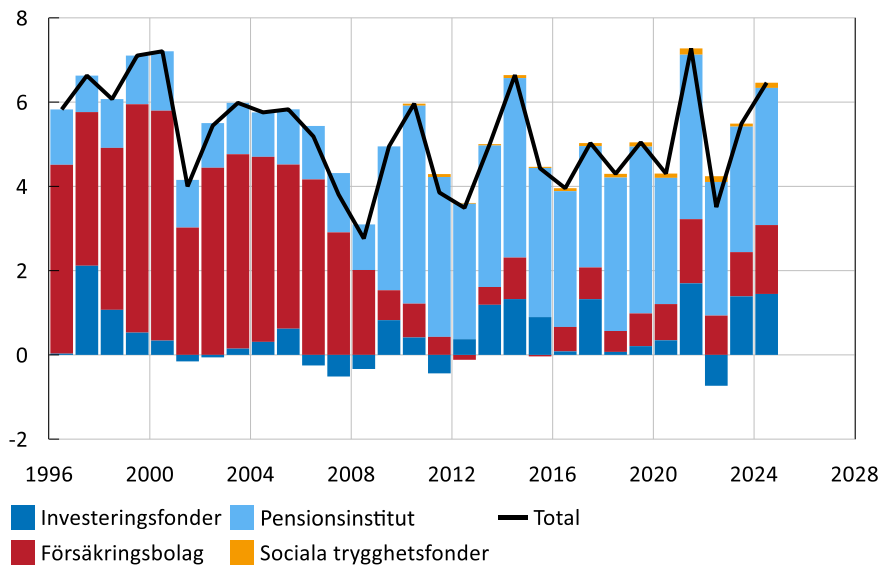
Anm. Kvartalsdata.

Källor: SCB och Riksbanken.

¹³ Ett högt sparande och ett bytesbalansöverskott kan också leda till en försvagning av den reala växelkursen. Denna så kallade transfereffekt diskuterades av Bertil Ohlin och John Maynard Keynes efter första världskriget. Se Lane (2007) för en senare tillämpning.

Diagram 3. Hushållens finansiella investeringar i utvalda sektorer

Procent av BNP

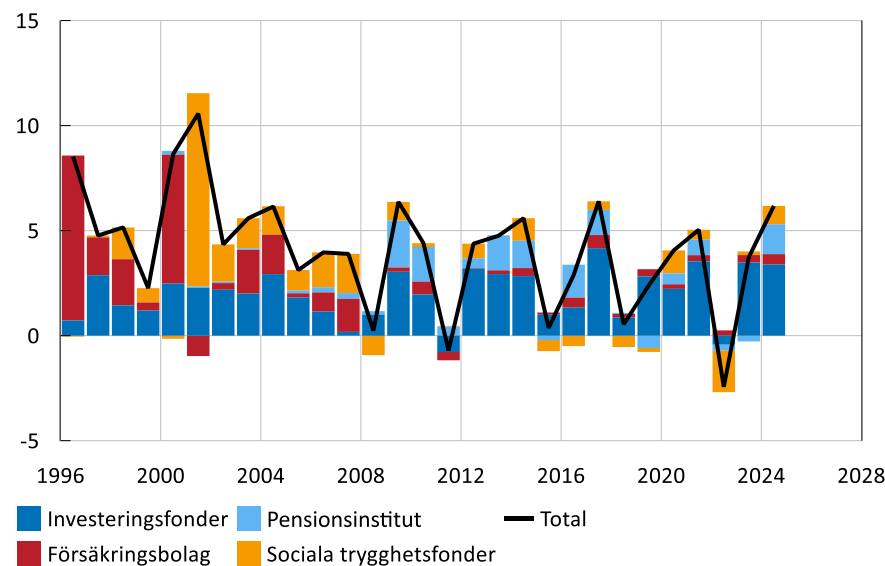


Anm. Årligt genomsnitt. Diagrammet visar hushållens nettoplaceringar i finansiella instrument (fondandelar, pensionsrätter, samt privat försäkringssparande) i respektive sektor per år. Notera att några bolag klassificerades om från försäkringsbolag till pensionsinstitut 2009.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 4. Investeringar i utlandet från olika sektorer

Procent av BNP



Anm. Årligt genomsnitt. Transaktioner från Sverige till utlandet visar sociala trygghetsfonder, svenska investeringsfonder, försäkringsbolag och pensionsinstituts nettoinköp (köp minus försäljning) av utländska i) räntebärande värdepapper, ii) aktier (både noterade och onoterade), samt iii) fondandelar under aktuellt år i procent av BNP (kvartal nettoinköp i förhållande till kvartal BNP).

Källor: SCB och Riksbanken.

Kronans utveckling de senaste åren

Värdet på den svenska kronan har varierat kraftigt sedan övergången till flytande växelkurs 1992. Diagram 5 visar kronans utveckling relativt euron och den amerikanska dollarn, men också i termer av KIX-indexet som vi ofta jämför med. En fördel med KIX-indexet är att det är handelsviktat och därmed beaktar att vårt beroende av andra länder kan förändras över tid. Figuren visar att när den fasta kursen övergavs hösten 1992 deprecierade kronan omedelbart med cirka 12 procent relativt KIX, men också att kronans genomsnittliga värde i början av 1993 var ungefär detsamma som i dag. I detta avseende går det alltså varken att tala om någon långsiktig försvagning eller förstärkning av kronan under tiden med rörlig växelkurs.

Samtidigt ser vi en långsiktig försvagning av kronan mot euron, medan kronans värde mot den amerikanska dollarn inte visar någon tydlig trend över perioden som helhet. Det är med andra ord svårt att kort och koncist sammanfatta hur kronan utvecklats i en värld med rörliga växelkurser och tidvis stora rörelser mellan de stora valutorna.

I tider med stor osäkerhet har kronan ibland försvagats, eftersom finansiellt kapital då letar sig till det man brukar kalla safe havens, alltså "säkra hamnar".¹⁴ En sådan är den schweiziska francen, som utöver en trendmässig förstärkning över tid ofta apprecierat extra mycket i kristider.¹⁵ Den mest kända säkra hamnen är dock den amerikanska dollarn som normalt stärks i kristider. En viktig anledning till det är dollarns unika roll i likviditetshänseende. Den amerikanska dollarn används ofta som räkneenhet och betalningsmedel i internationella transaktioner, även när det gäller transaktioner där amerikanska aktörer inte är motparter. Amerikanska statspapper används också som säkerheter i många transaktioner. USA-dollarn har därmed en särställning som världens reservvaluta.¹⁶

Diagram 5 visar att kronan varit påtagligt volatil de senaste 30 åren. I linje med resonemanget om säkra hamnar ser vi att kronan var som svagast i början av 2009 och under 2023, det vill säga under den globala finanskrisen och efter den globala inflationsuppgången. Kronan var som starkast 2012 i början av krisen i euroområdet, för att därefter försvagats trendmässigt fram till hösten 2023. I år

¹⁴ Det är dock inte generellt så att kronan alltid försvagas i tider av ökad global osäkerhet, se Flam och Persson (2024).

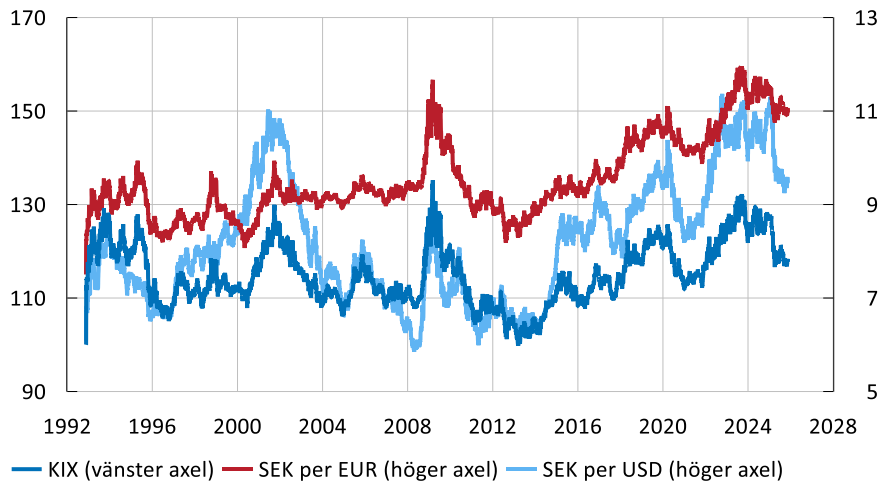
¹⁵ Den schweiziska centralbanken har flera gånger intervenerat för att francen inte ska stärkas för snabbt, se Martin och Moser (2024) och Rathke och Straumann (2024). Det finns flera teorier om varför francen upplevs som riskfri. Välskötta statsfinanser och en stark och konkurrenskraftig ekonomi är en förklaring, en stor banksektor som flyttar hem kapital i turbulenta tider är en annan. Det finns troligen också en viss persistens i förväntningarna: att Schweiz har etablerats som en trygg hamn skapar en tro på att det också kommer att vara det i framtiden.

¹⁶ Se till exempel Nelson och Weiss (2022), Bertaut med flera (2025) och ECB (2025).

har kronan stärkts med omkring 14 procent mot dollarn och omkring 5 procent mot euron.

Diagram 5. Nominell växelkurs mot KIX samt euro och dollar

Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i 32 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Sedan 28 mars 2022 är indexet beräknat mot 31 länder, eftersom den ryska rubeln exkluderats.

Källor: Macrobond Financial AB och Riksbanken.

Om vi bara fokuserar på de senaste tio åren fram till 2024 visar diagram 5 att kronan har försvagats mot euron, den amerikanska dollarn och i termer av KIX. Jag menar att denna utveckling går att förstå och beror på ett antal faktorer i samverkan. Jag tar här upp några jag tror haft betydelse.

Som vi redan konstaterat har det omfattande sparandet i hushållssektorn, som illustreras i diagram 3, resulterat i ett kapitalutflöde som troligen legat bakom en del av den trendmässiga deprecieringen av kronan mot exempelvis dollarn de senaste tio åren. I samband med eurokrisen lade Riksbanken dessutom om penningpolitiken i mer expansiv riktning. Styrräntan sänktes då och en period med tillgångsköp inleddes med syfte att pressa ner längre räntor. Detta bidrog sannolikt också till en svagare krona. Riksbanken kommunicerade vidare 2016–2019 att man var beredd att intervensera om kronan skulle bli för stark vilket kan ha bidragit till en högre premie för att hålla krontillgångar och därmed en något svagare växelkurs.¹⁷ Riksbankens obligationsköp kan också ha påverkat kronan via effekter på de finansiella marknadernas funktionssätt. När en stor aktör köper upp tillräckligt stora volymer av statspapper och utestående volymer blir mindre,

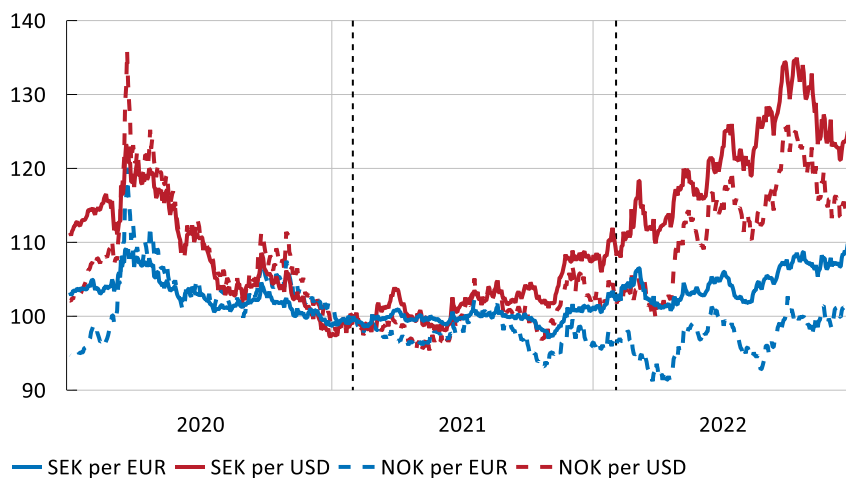
¹⁷ För en detaljerad genomgång av den svenska penningpolitikens utveckling 1973–2022, se Bylund med flera (2024).

kan det leda till sämre likviditet och göra svenska statsobligationer mindre attraktiva för exempelvis institutionella investerare.¹⁸

Två andra faktorer som kan ha påverkat kronans utveckling på kort sikt är relaterade till Riksbankens hantering av valutareserven. Riksbanken beslutade i januari 2021 att övergå till en egenfinansierad valutareserv i stället för att, som tidigare, förlita sig på upplåning via Riksgälden. Riksbanken köpte då utländsk valuta under 2021 och 2022. Riksbanken meddelade sedan i juni 2023 att man skulle utreda möjligheten att valutasäkra en del av valutareserven, något som man senare i september också implementerade. Riksbanken genomförde då en serie transaktioner där man sålde dollar och euro på termin.¹⁹ Diagram 6 och 7, hämtade från en preliminär forskningsrapport av Artta med flera (2025), visar den svenska kronans utveckling mot amerikanska dollar och euro jämfört med den norska kronans utveckling mot samma valutor. Diagrammen antyder att efter dessa förändringar utvecklades de två valutorna, som tidigare haft en likartad utveckling, i märkbart olika riktningar.

Diagram 6. Utveckling av SEK och NOK mot EUR och USD under perioden för Riksbankens övergång till egenfinansierad valutareserv

Index, 2021-02-01 = 100



Anm. Vertikal streckad linje vid 2021-02-01 avser när Riksbanken började köpa utländsk valuta. Vertikal streckad linje vid 2022-02-03 avser när Riksbanken utökade takten i valutaköpen.

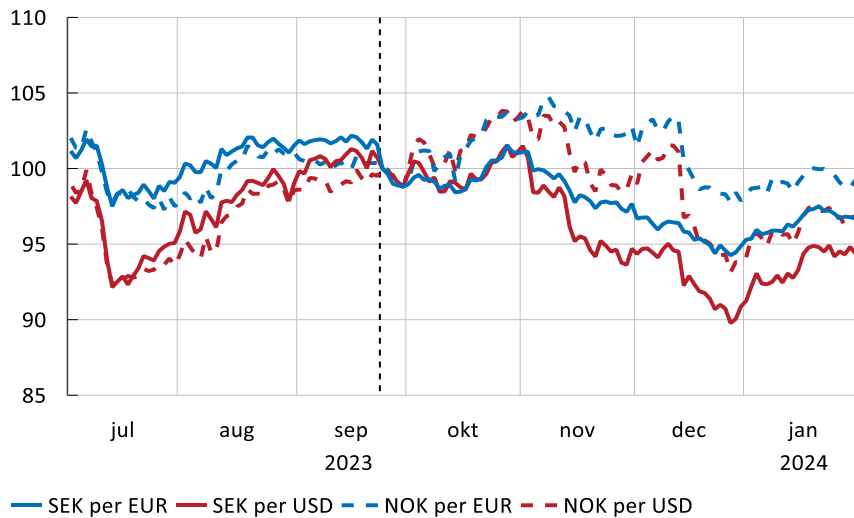
Källor: Macrobond Financial AB och Riksbanken.

¹⁸ I Riksbankens Finansmarknadsenkäter, som publiceras två gånger per år, framfördes kritik av denna karaktär mot Riksbankens köp av statsobligationer. Se även Åkerman (2023).

¹⁹ Omfattningen på Riksbankens operationer på valutamarknaden motsvarade sammanlagt omkring 3,5 procent av BNP 2021–2022 och 1,7 procent av BNP 2023–2024. Det kan tilläggas att Riksgäldskontoret från 2015 (och med paus 2020–2022) sålt svenska kronor mot utländsk valuta i samma storleksordning som Riksbankens operationer under 2021–2022.

Diagram 7. Utveckling av SEK och NOK mot EUR och USD under Riksbankens valutasäkringsperiod

Index, 2023-09-25 = 100



Anm. Vertikal streckad linje vid 2023-09-25 avser när Riksbanken började sälja valuta på termin.

Källor: Macrobond Financial AB och Riksbanken.

Forskningsrapporten analyserar valutatransaktionerna med hjälp av moderna ekonometriska metoder. Resultaten är preliminära och bör tolkas med försiktighet, men de antyder att Riksbankens operationer i några fall haft effekter på kronans växelkurs. Storleken på effekterna är osäkra men i stort sett i linje med tidigare forskningslitteratur på området.²⁰

Att dessa förändringar kopplade till valutareserven kan ha gett vissa effekter på växelkursen är inte förvånande och i linje med internationell forskning. Jag vill samtidigt påpeka att Riksbanken har en guld- och valutareserv primärt för att kunna upprätthålla en beredskap och värna den finansiella stabiliteten, inte för att påverka växelkursen. Vi ser årligen över vår strategiska allokering. Under våren 2025 beslutade vi om att behålla nuvarande valutasäkringsgrad vilket innebär att ungefär en fjärdedel av valutareserven fortsatt är valutasäkrad. Min bedömning är att detta är väl avvägt.

Mycket svårt att prognosticera kronans utveckling

Den nominella växelkursen är kopplad till utvecklingen i den reala växelkursen och aggregerade prisnivåer, samtidigt som gränsöverskridande kapitalrörelser drivna av preferenser för finansiella placeringar är helt avgörande på kort sikt. Allt detta

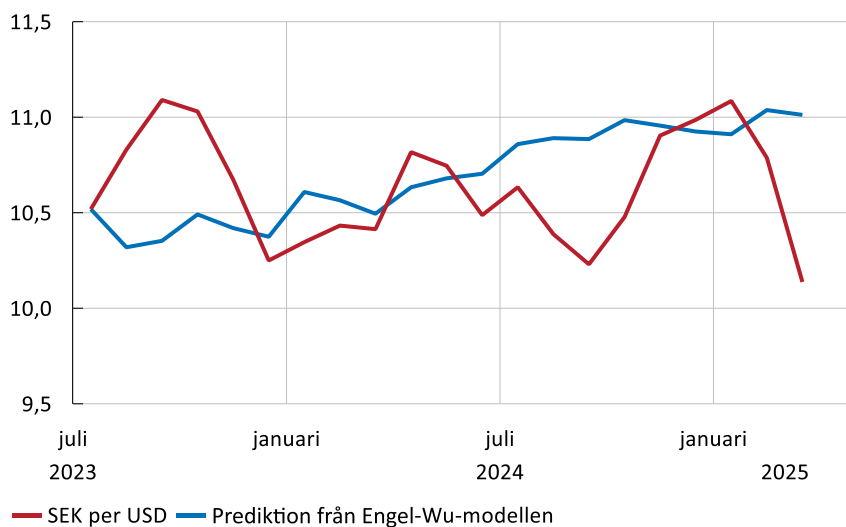
²⁰ Se till exempel Itskhoki och Mukhin (2021), Sizova med flera (2025) och Artta med flera (2025), som också ger fler referenser till forskningslitteraturen på området.

bidrar till att det är mycket svårt att förutse rörelser i nominella växelkurser. Även om det finns vissa möjligheter att förklara varför den nominella växelkursen har utvecklats som den gjort i efterhand, är dess framtida utveckling mycket svår att prognosticera. Som jag konstaterade tidigare är detta tydligt i diagram 1 över Riksbankens prognoser för kronan.

När det gäller bakåtblickande förklaringar använder Engel och Wu (2024) både makrodata och finansiella data för att förstå den amerikanska dollarns utveckling under åren 1999–2023 mot ett antal valutor, däribland den svenska kronan. Rosén och Vredin (2025) undersöker vad Engel-Wu-modellen säger om dollarns utveckling sedan augusti 2023 och tillämpar även modellen på några bilaterala växelkurser gentemot den svenska kronan. Resultaten visar att bland annat inflation, räntor och handelsbalans påverkar växelkursernas utveckling på senare tid, i linje med Engel och Wu (2024) och de argument jag gått igenom i dag.

Diagram 8. Nominell växelkurs för SEK per USD och den beräknade kursen enligt Engel-Wu-modellen

Genomsnittlig månadsförändring



Källor: Macrobond Financial AB och Riksbankens egna beräkningar.

Engel-Wu-modellen fångar dock inte kronans förstärkningar mot dollarn i slutet av 2023 och i början av 2025, se diagram 8. Både i slutet av 2023 och i början av 2025 försvagades dollarn även mot andra valutor, vilket innebär att förstärkningen av kronan relativt dollarn inte bara beror på svenska förhållanden. Men Riksbankens valutasäkring av en del av valutareserven 2023 kan alltså ha spelat viss roll. Under 2025 har dollarförsvagningen antagligen att göra med finansiella flöden ut ur dollarexponeringar till följd av osäkerhet om den ekonomiska politiken i USA. Detta bryter mot det historiska mönstret med dollarn som en säker hamn. Kronan har dock förstärkts även mot andra valutor. Det båda episoderna har gemensamt är att det har skett förändringar i efterfrågan och utbud på valutamarknaden som

inte fångas av de makrovariabler som traditionellt brukar användas för att förklara nominella växelkursers utveckling.

Som jag nämnde ovan är den reala växelkursen något lättare att modellera och prognosticera än den nominella växelkursen. Riksbankens prognoser på lång sikt har därför i stor utsträckning byggts på antagandet att den reala växelkursens avvikelser från en bedömning av dess långsiktiga trend ger vägledning om vart den nominella växelkursen ska ta vägen på sikt. När den reala växelkursen väl skattats kan man genom att beakta den aktuella relativprisnivån bilda sig en uppfattning om den nominella växelkursen. Man ska dock vara medveten om att eftersom relativprisnivån förändras över tid så gör även den nominella växelkursen det. Dessutom påverkas real och nominell växelkurs på ett komplicerat sätt av varandra.

På kort sikt är det svårt att hitta någon bättre prognosmodell för den nominella växelkursen än en så kallad random walk – en stokastisk, eller slumpmässig, process där dagens värde beror på gårdagens värde och en slumpterm med väntevärde noll. Den bästa prediktionen för morgondagens växelkurs blir då att den är densamma som i dag. Den klassiska referensen på detta område är en uppsats av Meese och Rogoff (1983) men exempelvis Askestad med flera (2019) drar samma slutsats när det gäller kronan. Det betyder inte att förändringar i växelkurser är helt slumpmässiga. Som framgår av diagram 5 har ju kronan förstärkts och försvagats i vågor. Men även om sådana vågor till viss del går att förklara i efterhand, som Engel och Wu (2024) visar, är finansiella marknader så komplexa, och störningarna som drabbar dem och makroekonomin så stora och frekventa, att prognoser om framtiden sällan slår in.

En slutsats blir därmed att den reala växelkursen ger viss information om hur den nominella troligen kommer att utvecklas framöver. Men för att förstå kronans utveckling behöver traditionella makrodata kompletteras med noggranna analyser av finansiella flöden.

Kronans utveckling går att förstå

Den svenska kronan engagerar och berör. När den försvagas brukar det leda till missnöje över att utländska varor blir dyrare. Det drabbar producenter som är beroende av importerade insatsvaror i sin produktion, och en svagare krona missgynnar konsumenter som får mindre för pengarna i andra länder. En svag krona gynnar dock svenska exportföretag vars varor blir billigare i omvärlden och därmed mer konkurrenskraftiga. Det finns alltså, åtminstone på kort sikt, både vinnare och förlorare av en svag eller stark växelkurs.

En svag krona brukar tas upp som ett problem då den gör oss fattigare. Jämfört med andra länder stämmer det där och då, men som diagram 5 visar har kronan varierat mycket över tid, och både försvagats och förstärkts.

Forskningslitteraturen visar entydigt att det som är viktigt för ett lands välstånd på sikt är starka institutioner och en miljö som skapar incitament för utbildning, innovation och utveckling. Beständiga skillnader i reala inkomster mellan länder bestäms av den typen av strukturella förutsättningar, inte av den nominella växelkursens utveckling.

Som jag nämnde inledningsvis är kronans utveckling viktig för våra möjligheter att nå inflationsmålet eftersom den har direkta och indirekta effekter på inflation och ekonomisk aktivitet. Riksbanken följer kronans utveckling mycket noga och bedriver ständigt ett analytiskt arbete för att bättre förstå dess drivkrafter. I detta tal har jag belyst hur växelkursen påverkas av såväl makroekonomiska förhållanden som preferenser och förändringar på finansiella marknader. Jag har argumenterat för att kronan är mycket svår att prognosticera men att den visst går att förstå.

Referenser

Artta, Katja, Marianne Nessén, Ettore Savoia och Anders Vredin (2025), "Financial Flows and Exchange Rate Dynamics: Evidence from Sweden", Working paper nr. 456, Sveriges riksbank.

Askestad, Emil, Ana Maria Ceh, Paola di Casola och Annukka Ristiniemi (2019). "Att göra prognoser för kronan", Ekonomisk kommentar, nr 12, Sveriges riksbank.

Bacchetta, Philippe och Pauline Chikhani (2021), "On the Weakness of the Swedish Krona", *Penning- och valutapolitik*, nr. 1, Sveriges riksbank.

Belfrage, Carl-Johan, Peter Gustafsson och Rachatar Nilavongse (2025), "Den reala växelkursens trendmässiga utveckling", staff memo, Sveriges riksbank.

Benigno, Gianluca och Pierpaolo Benigno (2008), "Exchange rate determination under interest rate rules", *Journal of International Money and Finance* 27, 971–993.

Bertaut, Carol, Bastian von Beschwitz och Stephanie Curcuru (2025), "The International Role of the Dollar – 2025 Edition", FEDS Notes, July 18.

Bylund, Emma, Jens Iversen och Anders Vredin (2024), "Monetary Policy in Sweden After the End of Bretton Woods", *Comparative Economic Studies*, Volume 66, 535–590.

Ca' Zorzi, Michele, Marcin Kolasa och Michal Rubaszek (2017), "Exchange rate forecasting with DSGE models", *Journal of International Economics* 107, 127–146.

ECB (2025), *The international role of the euro*, June 2025.

Engel, Charles och Steve Pak Yeung Wu (2023), "Liquidity and Exchange Rates: An Empirical Investigation", *Review of Economic Studies* 90 (5), 2395–2438.

Engel, Charles och Steve Pak Yeung Wu, (2024), "Exchange Rate Models and Better than You Think, and Why They Didn't Work in the Old Days", NBER Working Paper No. 32808, National Bureau of Economic Research.

Flam, Harry och Mats Persson (2024), *Krona på rätt kurs? – en ESO-rapport om den svenska valutans utveckling 1993–2024*, Rapport till Expertgruppen för Studier i Offentlig Ekonomi 2024:4, Finansdepartementet.

Itskhoki, Oleg och Dmitry Mukhin (2021), "Exchange Rate Disconnect in General Equilibrium", *Journal of Political Economy*, Vol. 129, Nr. 8, 2183–2232.

Krugman, Paul, Maurice Obstfeld och Marc J. Melitz (2023), *International Economics: Theory and Policy*, 12th Global Edition, Pearson.

Lagerwall, Björn och Marianne Nessén (2009), "Kronans långsiktiga utveckling", *Ekonomisk kommentar*, nr 6, Sveriges riksbank

Lane, Philip R. (2007), "The Swedish external position and the krona", *International Economics and Economic Policy* 4(3), 263–279.

Martin, Antoine och Thomas Moser (2024), "The implementation and transmission of the SNB's monetary policy during the recent tightening cycle", 18 April 2024, Swiss National Bank.

Meese, Richard A. och Kenneth Rogoff (1983), "Empirical exchange rate models of the seventies: Do they fit out of sample?", *Journal of International Economics* 14.1-2, 3–24.

Nelson, Rebecca M. och Martin A. Weiss (2022), "The U.S. Dollar as the World's Dominant Reserve Currency", [IF11707.4.pdf](#).

Nordström, Amanda (2022), "Understanding the foreign exchange market", *Penning- och valutapolitik*, nr. 1, Sveriges riksbank.

Rathke, Alexander och Tobias Straumann (2024), "Made in Frankfurt? The Monetary Policy of the Swiss National Bank Since 1973", *Comparative Economic Studies*, Volume 66, 591–619.

Rosén, Gustav och Anders Vredin (2025), "Går det att förstå växelkursers utveckling med en ny modell?", staff memo, Sveriges riksbank.

Sizova, Elizaveta, Olav Syrstad och Ingebjørg Hansen Sævareid (2025), "Rebalancing of Currency Hedging and the Impact on Exchange Rates". Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=5143899>.

Sveriges riksbank (2023), "Kronan kommer att stärkas på sikt", fördjupning i Penningpolitisk rapport, september 2023.

Åkerman, Anders (2023), "[Starka statsfinanser kan ha skapat vår svaga krona](#)", DN debatt, 2023-09-28.