

# Kronan fortsätter att försvagas

## Hur svårt är det egentligen att förstå växelkursen SEK/EUR?

Kronans växelkurs mot euron har försvagats med 21 procent från 8,81 SEK/EUR i genomsnitt under 1999, då euron infördes som valuta, till 10,63 under 2022. Under 2023 har kronan försvagats med ytterligare drygt 10 procent mot euron och handlas nu kring 11,90 SEK/EUR. Vad kan förklara denna utveckling? Vilka faktorer är viktigast på kort respektive lång sikt?

### Analytiker:

Jesper Hansson, [jesper.hansson@swedbank.se](mailto:jesper.hansson@swedbank.se), +46 (8) 585 99 768

### Trendmässig försvagning i kronans växelkurs mot euron

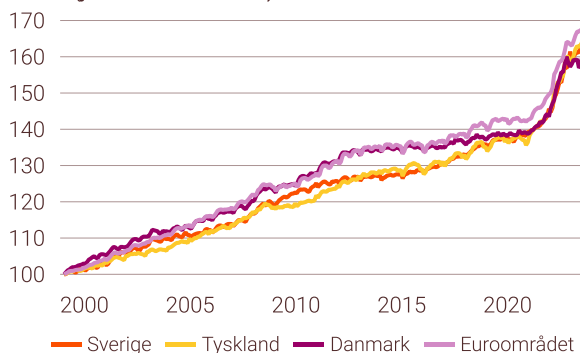
Kronans växelkurs mot euron har försvagats och är nu på den svagaste nivån sedan euron infördes som valuta i januari 1999. Långsiktig försvagning av växelkursen brukar gå hand i hand med högre inflation än i omvärlden. Det är inte särskilt konstigt att växelkursen försvagas i ett land där prisökningstakten är högre än i omvärlden. Annars skulle ju varor och tjänster över tid bli allt dyrare i landet och konkurrenskraften urholkas. Enligt teorin för köpkraftsparitet bör en produkt med priset uttryckt i gemensam valuta kosta lika mycket i olika länder, särskilt om det är näraliggande länder som är ungefär lika rika. Om teorin stämmer bör skillnader i inflation mellan länder på sikt motsvaras av förändring i den nominella växelkursen så att prisnivån uttryckt i gemensam valuta (real växelkurs) blir konstant.<sup>1</sup>

### Kronans växelkurs mot euron SEK/EUR, månadsmedelvärden



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

### Konsumentprisnivå (HIKP) Index (januari 1999=100)



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Hur har då inflationen sett ut i Sverige och euroområdet? Diagrammet visar konsumentprisnivåns utveckling sedan januari 1999 mätt med det harmoniserade konsumentprisindexet HIKP som är väldigt snarlikt vårt svenska KPIF. Sett under hela perioden har de svenska konsumentpriserna ökat nästan exakt lika mycket som i Tyskland, lite mindre än i euroområdet och lite mer än i Danmark. Försvagningen av nominell växelkurs mot euron kan alltså inte förklaras av högre inflation i Sverige än i euroområdet, Danmark och Tyskland. Med snarlik utveckling i konsumentpriser, mätt med HIKP, och ca 30 procent försvagning av växelkursen borde den relativa konsumentprisnivån i Sverige jämfört med euroområdet och Tyskland ha fallit rejält. Men har den verkligen gjort det? Är Sverige numera ett "billigt" land att konsumera i?

<sup>1</sup> För en mer utförlig beskrivning av vad som förklarar kronans långsiktiga utveckling, se Carl-Johan Belfrage, Jesper Hansson och Anders Vredin (2023), "Hur ska man se på kronans utveckling?", Ekonomisk kommentar, nr 3, Riksbanken, <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ekonomiska-kommentarer/svenska/2023/hur-ska-man-se-pa-kronans-utveckling.pdf>

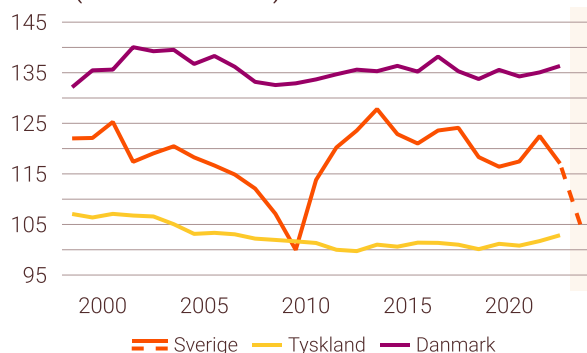
## Andra mått på relativ pris- och kostnadsnivå tyder inte på att Sverige har blivit ett billigt land

Det finns indikationer på att inflationsmätningarna för KPI och HIKP i Sverige och flera länder i euroområdet inklusive Tyskland inte är helt jämförbara.<sup>2</sup> Enligt HIKP faller exempelvis priserna på mobiltelefoner betydligt snabbare i Sverige än i Tyskland, vilket inte verkar vara en särskilt trolig beskrivning av verkligheten. Det dämpar den uppmätta konsumentprisutvecklingen i Sverige påtagligt. Låt oss därför studera några andra mått på relativt pris- och kostnadsläge för Sverige.

Om man jämför den relativa prisnivån för hushållens konsumtion så som Eurostat mäter den i beräkningarna av köpkraftsjusterad BNP framkommer en annan bild, se diagram nedan. 1999 var prisnivån 22 procent högre i Sverige än i euroområdet. Trots att kronan 2022 har blivit 21 procent billigare jämfört med euron var priset på svenska hushållens konsumtion uttryckt i gemensam valuta fortfarande 17 procent högre i Sverige än i euroområdet. Enligt denna statistik har alltså konsumentpriserna ökat betydligt snabbare i Sverige än i euroområdet och Sverige har inte blivit ett billigt land att konsumera i. Kronförsvagningen under 2023 kommer dock att innebära att konsumentpriserna i Sverige åtminstone tillfälligt närmar sig nivån i euroområdet.<sup>3</sup>

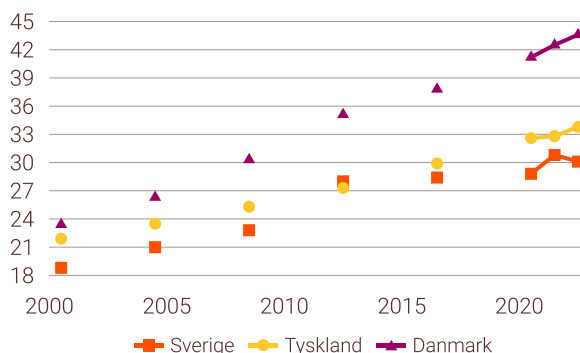
Även jämfört med Tyskland och Danmark har den relativa prisnivån varit ungefär oförändrad under perioden 1999–2022, men givetvis med stor variation mellan enskilda år. Danmark har under hela perioden sedan euron infördes som valuta varit ett dyrt land att konsumera i. Prisnivån var 32 procent högre i Danmark än i euroområdet 1999 och skillnaden ökade till 36 procent 2022. En delförklaring till den varaktigt högre prisnivån i Danmark är att det är ett rikare land med högre BNP per capita än både Tyskland och Sverige, men skattesystem, relativlöner, konsumtionens sammansättning och mycket annat kan också bidra till de uppmätta skillnaderna.

### Konsumentprisnivå jämfört med euroområdet Index (euroområdet=100)



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

### Arbetskraftskostnader i tillverkningsindustrin Euro/timme



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Ett annat viktigt mått på pris- och kostnadsnivå är arbetskraftskostnader. I diagrammet visas arbetskraftskostnader i tillverkningsindustrin i Sverige, Danmark och Tyskland mätt i euro. Statistiken från Eurostat finns endast tillgänglig för de år som visas i diagrammet. Lönenivån i tillverkningsindustrin var 2000 lägre i Sverige än i Tyskland och Danmark och är det fortfarande 2022. Under perioden har lönerna har ökat betydligt snabbare i Sverige mätt i kronor, men i euro har de bara ökat ca 4 procent mer än i Tyskland mellan 2000 och 2022.<sup>4</sup> Med rimliga antaganden om löneökningstakt i de 3 länderna och en konstant växelkurs för kronan mot euron på dagens nivå kommer arbetskraftskostnaderna i Sverige mätta i euro att falla i år. Sverige får då, åtminstone tillfälligt, konkurrensfördelar gentemot Tyskland och Danmark.

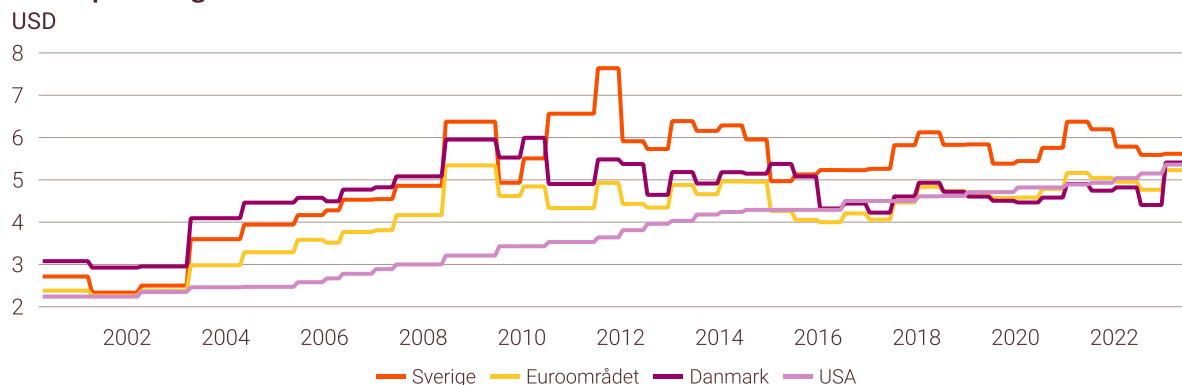
<sup>2</sup> Se Oskar Tysklind (2000), "Kvalitetsjusteringar och internationella prisjämförelser", Staff memo, Riksbanken, <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/staff-memo/svenska/2020/kvalitetsjusteringar-och-internationella-prisjamfoelser.pdf>

<sup>3</sup> Prognosen baseras på samma inflationstakt och att SEK/EUR försvagas med 9 procent under 2023 jämfört med 2022.

<sup>4</sup> Mellan 2000 och 2022 ökade arbetskraftskostnaderna med 101 procent i Sverige, 86 procent i Danmark och 54 procent i Tyskland mätt i nationell valuta. Mätt i euro var motsvarande siffror 60, 86 respektive 54 procent.

Ytterligare ett populärt mått, men med ganska begränsat informationsvärde, är The Economists Big Mac index. Diagrammet nedan visar priset på en Big Mac uttryckt i amerikanska dollar vid några olika tidpunkter sedan 2000. Data finns inte tillgängliga för Tyskland så här jämförs priset i Sverige, Danmark, euroområdet och USA. Priset på en Big Mac har sedan 2016 varit ganska likt i USA, Danmark och euroområdet trots varierande växelkurs USD/EUR. I Sverige har en Big Mac varit dyrare än i euroområdet under nästan hela perioden ända fram till förra sommaren, trots kronförsvagningen. Det är först på senare tid med ytterligare försvagning som en Big Mac kostar ungefär lika mycket i alla fyra områdena/länderna.

### Priset på en Big Mac i olika länder



Källor: The Economist & Swedbank Analys

### Trendmässig försvagning av kronan mot euron kan bero av penningpolitiken

Slutsatsen från denna genomgång av pris- och lönedata är att kronförsvagningen fram till 2022 i huvudsak kompensert för högre lön- och prisökningstakt i Sverige än i Tyskland och Danmark. Försvagningen av kronans växelkurs har bidragit till att bibehålla svensk ekonomis relativa pris- och kostnadsnivå sedan 1999. Sverige har fram till 2022 inte blivit ett "billigt land" jämfört med våra nordeuropeiska grannländer. Även mått baserade på relativa enhetsarbetskraftskostnader (ULC) bekräftar denna bild.

Andersson och Jonung argumenterar i senaste numret av Ekonomisk debatt för att det är Riksbankens penningpolitik som har orsakat kronans försvagning.<sup>5</sup> Ekonomisk teori och empiri talar för att inflationen och därmed den nominella växelkursen på lång sikt bestäms av penningpolitiken. Den relativa prisnivån mellan länder (real växelkurs) bestäms enligt standardteorin av reala, s k fundamentala, faktorer som ekonomiskt välstånd, produktivitet och terms-of-trade. Inflationsmål bestämmer prisutvecklingen i olika länder och nominell växelkurs anpassar sig på lång sikt så att relativ prisnivå blir förenlig med de fundamentala faktorerna. Under 2000-talet har de fundamentala faktorer haft en snarlik utveckling i Sverige och euroområdet så det är inte orimligt att det relativa pris- och kostnadsläget är ungefär oförändrat, vilket den data som redovisades i föregående avsnitt bekräftar.

Om det är så att inflationen (HIKP och KPIF) mäts på ett annat sätt i Sverige som gör att uppmätt inflation blir lägre än i Tyskland även om den sanna prisutvecklingen är densamma, så innebär det att Riksbankens inflationsmål i praktiken är något högre än ECB:s.<sup>6</sup> Då tenderar att kronans (nominella)

<sup>5</sup> Se Fredrik N G Andersson och Lars Jonung (2023), "Varför är den svenska kronan så svag mot euron?", *Ekonomisk Debatt*, nr 5, <https://www.nationalekonomi.se/sites/default/files/2023/08/51-5-fngalj.pdf>

<sup>6</sup> Riksbanken noterade 2004 att förändrade beräkningsmetoder för inflationstakten skulle innebära att den uppmätta inflationen från 2005 skulle bli ca 0,2 procentenheter lägre än med tidigare metod, se "Ändrade beräkningsmetoder för inflationstakten", fördjupning i Inflationsrapport 2004:2, [http://archive.riksbank.se/Upload/Dokument\\_riksbank/Kat\\_publicerat/Rutor\\_IR/IR04\\_2\\_ruta4.pdf](http://archive.riksbank.se/Upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rutor_IR/IR04_2_ruta4.pdf) I praktiken höjdes då inflationsmålet i Sverige med 0,2 procentenheter. Konjunkturinstitutet beskrev i en fördjupning i Konjunkturläget, juni 2004 de långsiktiga konsekvenserna av detta: "... innebär i princip att inhemska priser och löner på sikt kommer att öka 0,2 procentenheter snabbare per år medan nominella räntor blir motsvarande högre och växelkursens utveckling motsvarande svagare",

växelkurs att försvagas gentemot euron. Det kan röra sig om skillnad i storleksordningen 0,5 procentenheter per år, vilket givet all annan osäkerhet är ganska försumbart. Men ackumulerat över drygt 20 år kan det förklara 10 procents försvagning av växelkursen mot euron. Detta är rimligen inget som Riksbanken avsiktligt har valt utan en följd av detaljer i hur beräkningen av konsumentpriser skiljer sig åt mellan länder. Om dessa skillnader i beräkningen av HIKP/KPIF består och Riksbanken behåller samma inflationsmål som ECB är det en rimlig slutsats att kronan kommer att fortsätta försvagas i långsam takt.

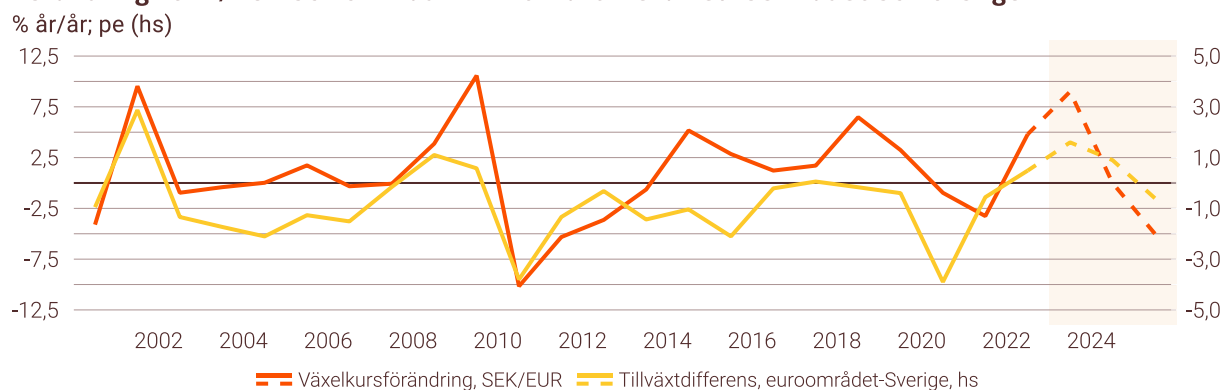
### Kronan tenderar att försvagas när BNP-utvecklingen är svag i Sverige

Under 2023 har kronan fortsatt att försvagas mot euron. Swedbanks prognos är att kronan igenomsnitt under 2023 blir ca 9 procent svagare jämfört med årsmedelvärdet för 2022 (11,60 jämfört med 10,63). Löner och priser har hittills i år utvecklats ganska likt utvecklingen i euroområdet och Tyskland. Om något tycks tyska löner i industrin öka något snabbare än i Sverige, vilket på lång sikt torde tendera att stärka kronan. Vad kan förklara kronförsvagningen i år som nu innebär att pris- och kostnadsläge i Sverige faller påtagligt?

Enligt etablerad teori bör växelkursen försvagas när den relativa ekonomiska utvecklingen försämras. Om efterfrågan (resursutnyttjandet) utvecklas svagare i Sverige än i omvärlden bör växelkursen försvagas för att motverka nedgången i ekonomisk aktivitet genom starkare nettoexport. Växelkursen fungerar som en stötdämpare för variation i efterfrågan. Tecken på att denna mekanism fungerar är tydlig inom detaljhandeln i Sydsverige och inom besöksnäringen där antalet utländska kunder nu ökar. Svagare efterfrågeutveckling sänker också förväntningar på framtida styrränta så att räntedifferensen faller, vilket också bidrar till en svagare växelkurs.

Det finns ett ganska starkt samband mellan förändringen i växelkursen mellan kronan och euron och skillnaden mellan BNP-tillväxten i euroområdet och Sverige med en korrelationskoefficient på knappt 0,7, se diagram. Kom ihåg att detta samband inte kan utnyttjas för att förutse växelkursutvecklingen framöver eftersom vi här använder utfall för BNP-tillväxt som inte är känd förrän några månader efter årets slut.<sup>7</sup>

### Förändring i SEK/EUR och skillnad i BNP-tillväxt mellan euroområdet och Sverige



Prognosmakare i allmänhet är eniga om att BNP-tillväxten i Sverige blir lägre än den i euroområdet 2023. I diagrammet visas Swedbanks BNP- och växelkursprognoser från augusti för åren 2023–25. Enligt den kommer kronans försvagas med drygt 9 procent i år. Baserat på den historiska korrelationen med

<https://www.konj.se/download/18.23274eb6150c285f0ae90305/1446565968892/Methodmassiga-forandringar-i-berakningen-av-inflationen-och-KPI.pdf>

<sup>7</sup> En skattad enkel regressionsmodell under perioden 2000-2022 ger följande resultat: Procentuell förändring SEK/EUR = 2,76 + 2,16\*(BNP-tillväxt EA – BNP-tillväxt Sverige), R<sup>2</sup>=0,45.

skillnaden i BNP-tillväxt borde växelkursen försvagas med ca 5 procent under 2023. Drygt halva försvagningen kan alltså förklaras med normal samvariation med relativ BNP-tillväxt.

Även 2024 är utsikterna för den ekonomiska utvecklingen i Sverige dystrare än för euroområdet och det är inte sannolikt med någon större förstärkning av kronan. På lite längre sikt väntas dock tillväxten i Sverige bli högre än i euroområdet och då bör kronan stärkas igen. Det är dock inte troligt att den stärks till nivåer i närheten av de vi såg för 10 år sedan. Mera troligt är att kronan når ungefär samma nivå som under 2020–2021, dvs i intervallet 10–10,50 SEK/EUR. Då skulle det relativa pris- och löneläget jämfört euroområdet, Tyskland och Danmark vara på ungefär samma nivå som vid 2000-talets början.

## VIKTIG INFORMATION

Denna rapport ("Rapporten") har sammanställts av analytiker på Swedbank Macro Research, en del av Swedbank Research, vilken är en avdelning inom Corporates & Institutions, ("Swedbank Macro Research"). Swedbank Macro Research är ansvarig för att ta fram rapporter om den ekonomiska utvecklingen på den globala marknaden och lokala marknader. Swedbank Macro Research består av research-avdelningar i Sverige, Norge, Finland, Estland, Lettland och Litauen.

### Vad vår research är baserad på

Swedbank Macro Research grundar sin analys på mångsidig information och olika aspekter, till exempel en grundläggande analys av cyklisk och strukturell ekonomisk utveckling, aktuellt eller förväntat marknadssentiment.

### Distribution och mottagare

Denna Rapport distribueras av Swedbank Macro Research inom Swedbank AB (publ) ("Swedbank"). Swedbank står under tillsyn av Finansinspektionen i Sverige. Andra distributörer har inte rätt att göra några ändringar i Rapporten innan vidare distribution.

I Finland distribueras denna Rapport av Swedbanks filial i Helsingfors, som står under tillsyn av Finlands finansiella tillsynsmyndighet (Finanssivalvonta).

I Norge distribueras denna Rapport av Swedbanks filial i Oslo, som står under tillsyn av Norges finansiella tillsynsmyndighet (Finanstilsynet).

I Estland distribueras denna Rapport av Swedbank AS, som står under tillsyn av Estlands finansiella tillsynsmyndighet (Finantsinspektsioon).

I Lettland distribueras denna Rapport av Swedbank AS, som står under tillsyn av Finans- och kapitalmarknadsinspektionen i Lettland (Finanšu un kapitāla tirgus komisija).

I Litauen distribueras denna Rapport av "Swedbank" AB, som står under tillsyn av Republikens Litauens centralbank (Lietuvos bankas).

Rapporten får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som inte är kunder till Swedbank eller någon sparbank som samarbetar med Swedbank, eller som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

I Storbritannien adresseras Rapporten endast till personer (och får endast förlitas på av sådana personer), som har professionell erfarenhet av frågor som rör investeringar i enlighet med artikel 19(5) i Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, såsom ändrad ("Ordern"), personer som är så kallade "high net worth entities" i enlighet med artikel 49(2)(a) till (d) i Ordern eller personer som det på annat sätt är tillåtet att enligt lag kommunicera Rapporten till (samtliga sådana personer refereras till som "Relevant Persons"). Ingen annan person får agera utifrån eller lita på Rapporten och personer som distribuerar Rapporten måste säkerställa att sådan distribution sker i enlighet med lag.

### Ansvarsbegränsningar

All information i denna Rapport är sammanställd i god tro från källor som anses vara tillförlitliga. Swedbank påtar sig dock inte något ansvar, uttryckligen eller underförstått, för fullständighet eller riktighet vad gäller innehållet i denna Rapport, och innehållet ska inte tas för sanning eller användas i stället för att göra en egen välgrundad, oberoende bedömning.

Var medveten om att uttalanden avseende framtida värderingar är föremål för osäkerhet. Du är ensam ansvarig för sådana risker och Swedbank rekommenderar att du kompletterar ditt beslutsunderlag med sådant material som du bedömer som nödvändigt.

Analyserna i denna Rapport är analytikerns nuvarande analys endast och är föremål för förändring om förutsättningarna förändras. Om analytikern ändrar åsikt eller om en ny analytiker med en annan åsikt blir ansvarig för Swedbank Macro Researchs bevakning strävar Swedbank efter att informera om detta så snart det är möjligt med tanke på eventuella regleringar, lagar, interna procedurer eller andra omständigheter.

Rapporten är framställt i informations syfte till behöriga mottagare och är inte avsett att vara rådgivande.

I den utsträckning det är tillåtet enligt gällande lag påtar sig Swedbank inte något ansvar för direkt eller indirekt förlust eller skada av vad slag det än må vara, som grundar sig på användande av denna Rapport.

### Intressekonflikter

Inom Swedbank Macro Research är interna riktlinjer implementerade för att hantera intressekonflikter för att säkerställa integriteten och oberoendet för analytikerna på Macro Research. Research produkter baseras enbart på publik information.

Materialet får inte mångfaldigas utan Swedbank Researchs medgivande.

### Producent

Producerad av Swedbank Macro Research.

Swedbank C&I, Swedbank AB (publ), SE-105 34 Stockholm.

Besöksadress: Malmkillnadsgatan 23, 111 57 Stockholm.