



Den stora kronläckan – jakten på utflödena

FREDAG
16 DECEMBER 2016

Det råder nästan 100-procentig enighet om att kronan är orimligt svag och att "aktiekursen" för "AB Sverige" logiskt sett bör stiga framöver. Världen är dock oenig om vilka typer av transaktioner som drivit kronan åt det svagare hållet. Varje månad försvinner ca 20 miljarder kronor oförklarad från Sverige. Vi behöver förstå vad som ligger bakom den enorma restposten för att förstå kronans framtid. Vi presenterar några pusselbitar som också ger slutsatsen att kronan kan stärkas men utan ketchup-effekt. I epilogen ifrågasätts också nyttan med den svaga kronan.

Hur går AB Sverige – och aktiekursen?

"AB Sverige" går lönsamhetsmässigt riktigt bra. Våra löpande affärer med omvärlden ger ett nettoöverskott på hela **190 miljarder kronor** (okt 2015-sep 2016). Och detta är **ingen tillfällighet**. Sverige har haft stora årliga överskott i bytesbalansen de senaste 20 åren – och väntas ha det de närmaste åren – på mellan 4 och 8 procent av BNP. Ett överskott på mer än 3 procent betraktas som **överdrivet stort**. Detta borde även synliggöras i "aktiekursen", d v s kronans värde.

Sveriges utlandsställning (marknadsvärderad). 2015. Mdr

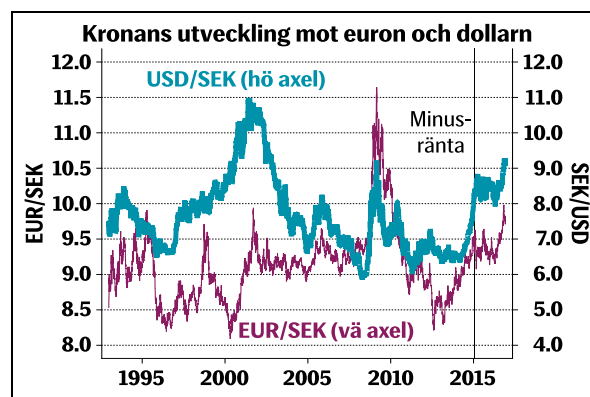
Källa: SEB, SCB	Tillgångar	Skulder	Netto
Direktinvesteringar	3 706	2 966	+740
Aktier	3 302	2 228	+1 074
Räntepapper	1 076	4 043	-2 967
Finansiella derivat	518	393	+125
Sedlar/inlåning	1 826	1 268	+558
Lån	718	546	+172
Handelskrediter	120	94	+26
Övrigt	183	128	+55
Valutareserv	491	--	+491
Total	11 940	11 666	+274

Förutom en **stark "resultaträkning"** har AB Sverige även en **stark "balansräkning"**. Den senaste statistiken visar att våra tillgångar i utlandet uppgår till 11 940 miljarder kronor och skulderna till 11 666 miljarder kronor (netto +274 miljarder). **Optimisten** menar att **Sverige är smart**: reala tillgångar som aktier och företag finansieras med räntebärande skuld. Det är fördelaktigt i dagens lågräntemiljö och räntekostnaden lär minska framöver i takt med att lån läggs om; durationen är i dag lång med 75 procent av värdepapperna med lång löptid. **Pessimisten** vill istället hänvisa till Sveriges beroende av utländskt och kanske mer **lättflyktigt kapital** vid framtida potentiella förtroendeproblem för Sverige.

Ett traditionellt bolag som kan uppvisa en motsvarande "årsredovisning" får normalt sett en hög aktiekurs. Men det verkar alltså inte gälla för AB Sverige och kronan.

Ifrågasatt "företagsledning"...

En aktiekurs återspeglar förstärkt inte bara historisk utveckling och dagens situation utan även **förväntningar om framtiden**. Hur utvecklas t ex konkurrenskraften mot andra företag (=länder)? Förstår företagsledningen (= politiker/Riksbank) vilka strategiska beslut som måste fattas för framtida lönsamhet och förmögenhetsuppbyggnad? Har företaget "rätt" sammansättning och tillgång på olika produktionsresurser?



I Sverige och utlandet finns i dag frågor om landets inrikespolitiska läge, beslutskraft och långsiktighet. Även Riksbankens penningpolitik är starkt ifrågasatt. En del hävdar därför att dagens politik gör att **problem byggs upp för framtiden och det bör reflekteras i kronans värde**. I ärlighetens namn ska dock sägas att flera andra länder uppvisar liknande problem.

Kronan är 10-15 procent för svag

I effektiva termer, mot en korg av valutor (KIX), handlas kronan i dag nära **7-årslägsta**. Den senaste större försvagnings-trenden inleddes sen vintern 2013. Paradoxalt nog blev kronan starkare direkt efter att Riksbanken införde minusränta i februari 2015. En ny försvagningsrörelse inleddes i april/maj i år.

Källa: SEB	Aktuell kurs	Jämviktskurs
EUR/SEK	9.82	8.90
USD/SEK	9.42	7.75

Våra jämviktsmodeller för att fastställa ett tänkt normalvärde för kronan tar hänsyn till enbart den ekonomiska dimensionen och inte den trovärdighetsmässiga. De senaste beräkningarna visar att kronan i dag är **ca 10 procent för svag mot euron och drygt 15 procent för svag mot dollarn**. Det reser två frågor: **1. vilka flöden förklarar den överdrivna svagheten och 2. hur stort är utrymmet för starkare krona?**

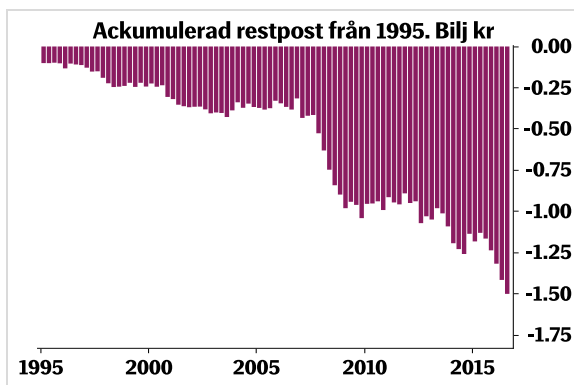
Skrämmande stort utflöde – är oförklarat!

SCB:s betalningsbalansstatistik är utgångspunkten för att försöka förklara kapitalflödena till och från Sverige. Tyvärr finns

i dag **oroväckande stora kvalitetsbrister i statistiken** (se tabell nedan). Bytesbalansen visar t ex ett överskott de senaste sju kvartalen på 333 miljarder kronor p g a överskott i såväl handels- som tjänstebalansen. Men under samma period har Sverige **oförklarade utflöden (restpost) på 364 miljarder kronor, d v s nästan 20 miljarder kronor i månaden.**

2015-2016:3	Mdr SEK	2015-2016:3	Mdr SEK
Bytesbalans	333	Kapitalbalans	-10
Handelsbalans	189	Finansiell balans	-41
Tjänstebalans	154	Direktinvesteringar	77
Löner	28	Portföljinvesteringar	-55
Kapitalavkastning	74	Finansiella derivat	-29
Övrig inkomst	-20	Övriga investeringar	-84
EU-netto	-58	Valutareserv	49
U-bistånd	-34	Restpost	-364

Vissa av de negativa flödena fångas alltså upp i statistiken. Sedan Riksbanken införde minusränta/statspappersköp i början av 2015 har **utlandets ägarandel i statspapper fallit från drygt 50 till drygt 30 procent av total stock** (= ca 150 miljarder kronor). Merparten av innehavet bör ha varit valutasäkrat (dock inte centralbankers försäljningar). Andra utflöden är av mer **bokföringsmässig karaktär**. Företag som t ex gör vinst i utlandet och låter pengarna stanna i utlandet får bytesbalansen att visa överskott medan direktinvesteringarna i utlandet ökar utan att en valutaväxling har ägt rum (här finns stor risk för betydande statistikbortfall). Utlandets ägarandel i svenska aktier har samtidigt varit stabil under perioden.



Vad är restposten?

Restposten är en delpost i ett lands betalningsbalans (visar alla transaktioner med omvärlden). Restposten är nettot av alla statistikfel/bortfall som innebär att betalningsbalansens tre huvuddelar *bytesbalans*, *kapitalbalans* och *finansiell balans* inte summerar till noll. **En restpost som är negativ innebär att vissa inflöden till Sverige överskattas (t ex bytesbalansen) eller att utflöden underskattas, d v s utflöden som kan förklara varför kronan är svag.**

Utflödena som vi inte ser men behöver förstå

Att svenska finansiella institut köper utländska tillgångar, att svenska företag bygger upp tillgångar i utlandet och utlandet säljer svenska tillgångar återges i betalningsbalansstatistiken men **räcker alltså inte för att förklara utflödena** och därmed kronans drivkrafter. Vi behöver förstå vilka utflödena är för att kunna bedöma när/om kronan kan stärkas framöver.

Vi tror oss **kunna identifiera**, men har svårt att kvantifiera, följande troliga flödeskrafter som varit negativa för kronan:

1. Likviditetshantering. Multinationella svenska och utländska företag undviker att ha kassa i svenska kronor när räntan

är negativ vilket leder till valutaköp och kronförsäljningar. Detta agerande sker dock till priset av en **ökad valutarisk**.

2. Minskad valutasäkring. Att sälja utländsk valuta och köpa kronor på termin, med svensk minusränta, ger negativ resultatpåverkan. Det minskar intresset för att säkra kommersiella flöden och utländska tillgångar i utlandet. När terminskontrakt avvecklas i förtid/inte förlängs minskar bl a banksystemet sina kortfristiga lån i utländsk valuta (utflöde via banknettot – sälja kronor). Detta hände 2008-2009 (se diagram). **3. Trendföljande modeller.** Om kronan rör sig i speciell riktning under längre tid uppstår säljsignaler i kronan. Det ger upphov till snabba kapitalströmmar som går via banknettot.

Vår slutsats blir således att **svenska aktörer har en mer öppen valutaexponering än tidigare** och att **utländska aktörer minskat sin kronexponering**. Därmed finns ett utrymme för en starkare krona när Riksbanken – sannolikt de närmaste månaderna – släpper taget om kronan och tillåter en gradvis förstärkning. **Utlandets aptit** på svenska räntepapper väntas öka igen och det finns möjligheter att kommande **aktieutdelningssäsong** tvingar tillbaka kassalikviditet till Sverige. Företagens intresse för **skattekonton** bekräftar känsligheten för den negativa räntan. Men det är tveksamt hur/om företag väljer att åter öka **valutasäkringsgraden** (räntedifferensen mot t ex dollarn väntas ju förbli negativ de närmaste två åren).

Vår prognos är att **EUR/SEK** och **USD/SEK** om sex månader handlas till **9,60** och **9,30**. Om ett år väntas kronan handlas till **9,30** mot euron och **8,75** mot dollarn.

Epilog: Svag krona – bra eller dåligt?

Ett enkelt svar är att svenskt exportberoende gynnas av Riksbankens penningpolitik och svag krona. På minuskontot återfinns urholkad köpkraft, svagare omställningskraft, reapris på svenska tillgångar och sviktande omvärldsförtroende.

Svag/undervärderad krona – på plus & minuskontot

Potentiellt PLUS Sverige	Potentiellt MINUS Sverige
1. Export/tillväxstimulans	1. Urholkad köpkraft för hushåll
2. Starkare arbetsmarknad	2. Svag omställningskraft i industrin – tillfälligt skydd för sektorn
3. Ökad importerad inflation (om inflation under målet 2%)	3. "Rea-pris" på svenska tillgångar
	4. Internationellt förtroende

I vilken utsträckning den av Riksbanken försvagade kronan får på svensk ekonomi avgörs av:

1. Kronsavghetens uthållighet och omfattning och löptid på ingångna valutasäkringskontrakt;
2. Exportmarknadernas underliggande styrka;
3. Importföretagens lönsamhet och möjlighet att höja priser (d v s kundernas substitutionsmöjligheter); att Riksbanken säger att kronan ska stärkas minskar viljan att höja priser och Riksbankens egen kronprognos blir därmed kontraproduktiv.

Mycket talar för att genomslaget på ekonomin/inflationen är mindre än vad många, inklusive Riksbanken, hoppas på. Undantaget är energi- och internationella livsmedelspriser där transmissionens är starkare p g a små möjligheter att hitta inhemska substitut. Sammantaget kan en politik som så starkt riktar in sig på växelkursen **skapa fler problem än lösningar**.

Robert Bergqvist
robert.bergqvist@seb.se

Carl Hammer
carl.hammer@seb.se