

Kronförstärkningen kan bli svår att hantera för Riksbanken

En ytterligare förstärkning av kronan skulle försvaga BNP-tillväxt och sysselsättningsutveckling samt pressa ner den redan låga inflationen. De positiva effekterna på hushållens reala inkomster och konsumtion bedöms inte kompensera det efterfrågebortfall som följer av exportens inbromsning.

För Riksbanken kan en utveckling med en betydande kronförstärkning och därmed sammanhängande låg inflation bli svår att hantera. Räntan är ju i redan i nuläget låg och därmed är utrymmet för att motverka den åtstramning som en kronförstärkning innebär begränsat. Med beaktande av det senaste utfallet för inflationen så skulle en kraftig kronförstärkning sannolikt innebära att inflationen de kommande åren hamnar klart under 1 procent, dvs utanför Riksbankens målintervall, samtidigt som risken för deflation faktiskt inte kan uteslutas. Vad gör Riksbanken då? För vår del menar vi att en kronförstärkning och dess effekter på tillväxt och inflation ytterligare aktualiserar vår bedömning från i höstas: det finns situationer när finanspolitiken har en viktig roll att spela i stabiliseringspolitiken och rollfördelningen mellan penning- och finanspolitiken när det gäller att stabilisera ekonomin måste noga övervägas.

Höstprognosens bild står sig utom när det gäller kronan

I LO-ekonomernas höstprognos från början av oktober var bedömningen att BNP-tillväxten i Sverige når sin kulmen i år. Nästa år dämpas exporten och importen tar fart; nettoexportens bidrag till tillväxten minskar markant. Inhemsk efterfrågan bedömdes inte fullt ut kunna överta stafettpinnen. Till skillnad från många andra prognosmakare förutsåg vi en stabil snarare än en accelererande utveckling för hushållens konsumtion. Senare tids statistik bekräftar vår bild. Nettoexporten tycks ha dämpats, inte minst genom ökad import. Den privata konsumtionen ”tuffar på”, men det syns inga tecken på acceleration; detaljhan-

delns ökningstakt är stabil samtidigt som stämningläget bland hushållen enligt hushållens inköpsplaner (HIP) försvagats något.

I ett avseende kan vår höstprognos redan sägas vara överspelad. Vi räknade med att kronans värde gentemot andra valutor skulle vara oförändrat, men pekade samtidigt på den stora sannolikheten för en kronförstärkning. Under de senaste två månaderna har kronan förstärkts, främst genom dollarns fall men kronan har också stärkts något mot euron. Det finns starka skäl för ett fortsatt dollarfall men även mot euron har kronan potential för att stärkas.

Den allmänna synen på kronan är att den, trots senare års förstärkning, fortfarande är undervärderad. För en sådan syn talar främst två faktorer som påverkar den *reala* växelkursen: dels förbättrar de stora överskotten i bytesbalansen hela tiden Sveriges nettoställning mot utlandet, dels utvecklas produktiviteten i industrin mycket starkt. En starkare real växelkurs kan komma till stånd på flera sätt, men i dagsläget torde en förstärkt nominell växelkurs ligga närmast till hands.

När i tiden en fortsatt kronförstärkning kommer sammanhänger bl a med i vilken grad försäkringsbolags och pensionsfonders finansiella investeringar utomlands fortsätter att motverka det valutainflöde som följer av bytesbalansöverskotten. Penningpolitikens inriktning har också betydelse. Den omvärdering av läget och därmed sammanhängande senareläggning av tidpunkten för en räntehöjning som varit tydlig i Riksbankens signalering har sannolikt bidragit till att de senaste månadernas kronförstärkning har bromsats.

En kronförstärkning ska också ses mot bakgrund av den långsiktiga trenden av dollarförsvagning. Det har talats om att dollarkursen behöver falla med ytterligare 15-20 procent för att USA:s bytesbalansöverskott ska hamna på hanterbara nivåer.

Den kronförstärkning som redan inträffat och den stora sannolikheten för en fortsatt förstärkning gör det intressant att fundera kring effekter på den svenska ekonomin och konsekvenser för den ekonomiska politiken. I den grova effektberäkning som redovisas här antas

kronan i termer av TCW-index förstärkas till 116 i slutet av 2005. Det motsvarar en appreciering med ca 7 procent jämfört med höstprognosen och drygt 5 procent jämfört med dagens nivå. Det ska framhållas att det handlar om en beräkningsförutsättning och inte en prognos. Antagandet innebär att en dollar kostar 6 kronor och en euro knappt 8,60 kronor i slutet av nästa år. Dollarn antas då stå i 1,42 gentemot euron.



Svagare export och lägre inflation

De mest påtaliga effekterna av en kronförstärkning är att exporten bromsas och att inflationen går ner. Allmänt sker en omfördelning från utländsk (export) till inhemsk (konsumtion) efterfrågan. Ändrad inriktning på efterfrågan innebär en överföring av resurser från exportsektorn till produktion för inhemskt bruk.

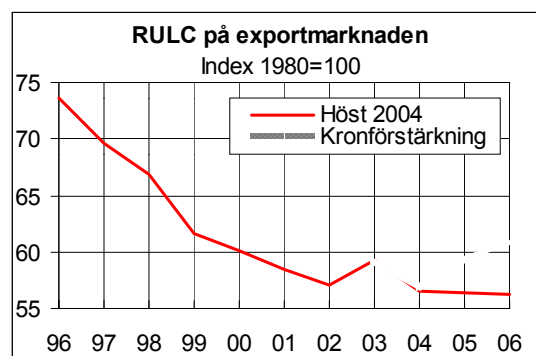
Det skeende som i höstprognosen bedömdes vara på väg blir än mer påtagligt om kronan blir starkare. Nettoexporten försvagas, inflationen blir lägre, hushållens reala disponibla inkomster förbättras och konsumtionen ökar. Sammantaget bedöms inte de negativa effekterna på exporten balanseras av de positiva effekterna på hushållens konsumtion; BNP-tillväxten och sysselsättningsutvecklingen försvagas när kronan stärks.

Nyckeltal i höstprognos respektive beräkning med kronförstärkning
Procentuell förändring

	2005		2006	
	Höst 04	Kronförstärkning	Höst 04	Kronförstärkning
BNP	2,8	2,1	2,8	2,0
Konsumtion	2,2	2,5	2,3	2,7
Export	7,5	4,5	7,0	4,5
Import	8,6	7,1	7,5	7,0
KPI	1,4	0,7	1,6	0,9
Sysselsättning	0,7	0,2	1,0	0,3
Arbetslöshet (%)	5,1	5,4	4,8	5,5
TCW	125,0	119,1	125,0	116,2
USD/SEK	7,42	6,39	7,42	6,01
EUR/SEK	9,10	8,75	9,10	8,75
USD/EUR	1,23	1,37	1,23	1,42

Ett fortsatt dollarfall har en negativ effekt på världshandeln. Inte minst innebär en starkare euro svårigheter för den europeiska utvecklingen. Det gäller särskilt som många europeiska länder, exempelvis Tyskland, har satsat på en exportledd konjunkturåterhämtning. För svensk export blir det ett avbräck när tillväxten i Europa försvagas. Med stöd av modellsimuleringar från OECD antas i våra beräkningar att marknadsstillväxten för svensk export till följd av dollarfallet blir 0,5 procentenheter lägre än i höstprognosen både 2005 och 2006.

Konkurrenskraften försvagas på grund av kronförstärkningen. Ökningstakten för relativ arbetskraftskostnad per producerad enhet mätt i gemensam valuta, RULC, blir 5 respektive 2,5 procent högre 2005 och 2006 än i höstprognosen. Svagare marknadsstillväxt och försämrad konkurrenskraft bedöms göra att *exporten* växer 3 respektive 2,5 procent långsammare 2005 och 2006 jämfört med höstprognosen.



Importen går ner när den totala efterfrågan minskar som en följd av att exporten bromsas kraftigt. Importens nedgång dämpas dock dels av att hushållens konsumtion ökar, dels av att en starkare krona gör importen relativt sett billigare.

Kronans förstärkning drar ner importprisutvecklingen och i förlängningen *inflationen*. Hur mycket importpriserna påverkas beror på hur mycket och hur snabbt växelkursförändringen slår igenom. Här antar vi ett genomslag på 50 procent första året och ytterligare 25 procent året efter. Mot den bakgrunden bedöms importpriserna utvecklas drygt 2 procentenheter svagare än i höstprognosen.

sen både 2005 och 2006. Inflationen påverkas med ungefär $\frac{1}{3}$ av importprisförsvagningen och bedöms därför bli 0,7 procentenheter lägre än i höstprognosen båda åren. Vi har då bara tagit hänsyn till effekten via importpriserna. Svagare efterfrågan och en sämre utveckling på arbetsmarknaden talar för att inflationen kan komma att tryckas tillbaka ännu mer. I andra riktningen finns en liten effekt från marginellt svagare genomsnittlig produktivitet utveckling i näringslivet när produktionen i mindre grad sker i exportsektorn.

Lägre inflation innebär en snabbare ökning av hushållens *reala disponibla inkomster*. Svagare sysselsättningsutveckling håller dock tillbaka inkomstuppgången. Hela inkomstökningen bedöms inte heller komma att konsumeras. En del kommer hushållen att spara. Det är särskilt troligt i en situation som nu, då risken för arbetslöshet är hög. Sammantaget bedöms *hushållens konsumtion* utvecklas 0,3 respektive 0,4 procentenheter snabbare 2005 och 2006 i jämförelse med höstprognosen.

Den något starkare konsumtionsutvecklingen kompenserar inte på långa vägar för det efterfrågebortfall som följer av exportens kraftiga inbromsning. *BNP-tillväxten* bedöms 2005 och 2006 bli 0,8 respektive 0,7 procentenheter lägre än i höstprognosen. Lägre tillväxt dämpar den redan försiktiga *sysselsättningsuppgång* som ligger i höstprognosen. Sammantaget 45 000 färre nya jobb tillkommer under de två kommande åren och *arbetslösheten* biter sig i stort sett fast på nuvarande höga nivå.

Utrymmet och behovet ökar för såväl penning- som finanspolitiken att bli expansivare.

För den ekonomiska politiken innebär en kraftig kronförstärkning följt av svagare tillväxt och sysselsättningsutveckling att såväl utrymmet för som behovet av en expansivare inriktning ökar.

Farhågorna för överhettning till följd av alltför expansiv *finanspolitik* kommer definitivt på skam om den skisserade utvecklingen blir verklighet. För *penningpolitiken* bör Riksbankens väg bort från en position, där en nära förestående räntehöjning signalerades, rimligtvis sluta i en räntesänkning.

Men för Riksbanken kan en utveckling med stor kronförstärkning och därmed sammanhängande låg inflation bli svår att hantera. Räntan är ju redan i nuläget låg och därmed är utrymmet för att motverka den åtstramning som en kronförstärkning innebär begränsat. Med beaktande av det senaste utfallet för inflationen så skulle en kraftig kronförstärkning sannolikt innebära att inflationen de kommande åren hamnar klart under 1 procent, d v s utanför Riksbankens målintervall, samtidigt som risken för *deflation* faktiskt inte kan uteslutas. Vad gör Riksbanken då? För vår del menar vi att en kronförstärkning och dess effekter på tillväxt och inflation ytterligare aktualiserar vår bedömning från i höstas: det finns situationer när finanspolitiken har en viktig roll att spela i stabiliseringspolitiken och rollfördelningen mellan penning- och finanspolitiken när det gäller att stabilisera ekonomin måste noga övervägas.