

Industrins konkurrenskraft, växelkurs och penningpolitik



En rapport av [Industrins Ekonomiska Råd](#), juni 2014

INDUSTRINS EKONOMISKA RÅD

Ett nytt Industriavtal gäller från den 1 juli 2011 då det ersatte det tidigare Industriavtalet från 1997, som varit en hörnsten i lönebildningen i Sverige sedan dess. Det nya Industriavtalet har undertecknats av Industrirådet, som består av ledande företrädare för svenska arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer inom industrisektorn. Industrirådets uppgift är bl a att följa och främja tillämpningen av Industriavtalet. Genom sitt Industriutskott utser Industrirådet de Opartiska ordförande (OpO) som bistår parterna samt Industrins Ekonomiska Råd.

Industrins Ekonomiska Råd är en rådgivande grupp bestående av fyra ekonomer som inte är anställda i arbetstagar- eller arbetsgivarorganisation. Industrins Ekonomiska Råd ska lämna utlåtanden och rekommendationer i ekonomiska frågor på uppdrag av Industrirådet, de opartiska ordförandena eller Industrins utvecklingsråd samt Industrins förhandlingsråd. Uppdrag från de två sistnämnda institutionerna ska fastställas av Industriutskottet. Industrins Ekonomiska Råd svarar självständigt för sina utlåtanden och rekommendationer, men ska under arbetet samråda med och inhämta synpunkter från parterna, främst från organisationernas chefsekonomer eller motsvarande befattningshavare.

Rapporter från Industrins Ekonomiska Råd finns tillgängliga på Industriavtalets hemsida www.industriradet.se.

Industrins Ekonomiska Råd består för närvarande av:

Henry Ohlsson, professor i nationalekonomi, Uppsala universitet, 070-167 93 32

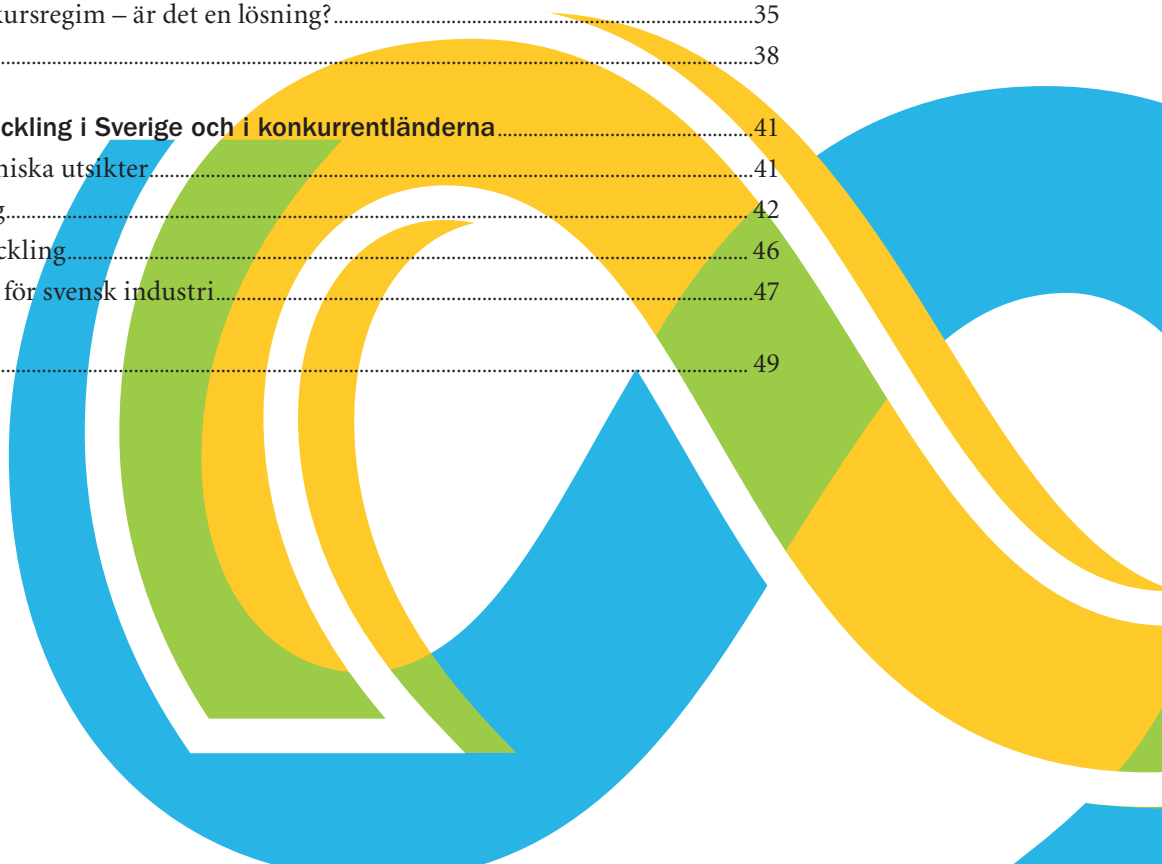
Cecilia Hermansson, senior ekonom, Swedbank och forskare, KTH, 070-266 15 88

Juhana Vartiainen, överdirektör, Statens ekonomiska forskningscentral, Finland, + 35 8 40 304 5502

Mauro Gozzo, chefekonom, Business Sweden, 070-883 85 28

INNEHÅLL

Förord	3
1. Sammanfattande slutsatser	5
2. Svensk industris konkurrenskraft i internationell jämförelse	9
2.1 Industrins priser.....	9
2.2 Konsumentpriserna	12
2.3 Industrins arbetskraftskostnader.....	13
2.4 Slutsatser.....	15
3. Sysselsättning och Riksbankens måluppfyllelse	17
3.1 Penningpolitik och sysselsättning under ett inflationsmålsregim	17
3.2 Penningpolitik, arbetslöshet och inflation under krisen	18
3.3 Hur har Riksbanken resonerat?	20
3.4 Lönesättarna och inflationsmålet – principiella synpunkter	21
3.5 Hur bör arbetsmarknadens parter agera?.....	23
3.6 En klarare penningpolitisk målsättning och möjligen institutionella reformer på bostadsmarknaden?	24
4. Växelkursens betydelse för konkurrenskraften	27
4.1 Växelkursens betydelse för relativ kostnadsutveckling.....	27
4.2 Bestämningsfaktorer för växelkurser.....	29
4.3 Byte av växelkursregim – är det en lösning?.....	35
4.4 Slutsatser.....	38
5. Framtida utveckling i Sverige och i konkurrentländerna	41
5.1 Makroekonomiska utsikter.....	41
5.2 Prisutveckling.....	42
5.3 Kostnadsutveckling.....	46
5.4 Konsekvenser för svensk industri.....	47
Referenser	49



FÖRORD

Industrins Ekonomiska Råd har fått i uppdrag att lägga fram en rapport som ska beskriva och analysera den aktuella utvecklingen av svensk industris arbetskraftskostnader och konkurrenskraft i relation till utvecklingen inom industrin i konkurrentländerna.

Rapporten ska belysa konkurrenskraftens utveckling genom att jämföra de senaste avtalens utfall med hur kostnadsläget har utvecklats. Enligt uppdraget data från olika statistikällor jämföras. Kostnadsutvecklingen i svensk industri skall även relateras till utvecklingen av industrins egna priser och till konsumentprisernas utveckling.

Rapporten ska vidare beskriva och analysera hur lönebildning och sysselsättning kan ha påverkats av Riksbankens bristande uppfyllelse av inflationsmålet. En i detta sammanhang relaterad och särskilt viktig fråga är hur konkurrenskraften påverkas av variationer i den svenska kronans värde.

Slutligen ska rapporten enligt uppdraget redogöra för vilken kostnadsutveckling som kan förutses i våra konkurrentländers industri och vilka inflationstakter man kan förvänta sig i Sverige och i omvärlden. Här är det också viktigt att analysera vilken betydelse den förväntade kostnadsutvecklingen i omvärlden och den förväntade inflationen i Sverige kan förväntas ha för industrin och dess anställda i Sverige.

Stockholm 5 juni 2014

Industrins Ekonomiska Råd

Henry Ohlsson

Mauro Gozzo

Cecilia Hermansson

Juhana Vartiainen

1. SAMMANFATTANDE SLUTSATSER

Svensk industri har uppvisat en imponerande utveckling under de senaste decennierna. Med världsledande företag i många branscher och en trendmässigt hög produktivitetstillväxt har den svenska industrin stått sig stark. Detta har bl a visat sig genom framskjutna placeringar i internationella undersökningar om konkurrenskraft ur olika aspekter. Men de framtida utmaningarna är stora och finns både på hemmaplan och ute i världen.

Världsekonomin är fortfarande efter många år bräcklig i efterdyningarna av finanskrisen. Den värsta krisen inom euroområdet verkar vara överstånden men flera av de stora europeiska ekonomierna har stora problem. De framtida europeiska samarbetsformerna kan också sägas ha ifrågasatts genom resultaten från det senaste valet till Europaparlamentet.

I en situation då exportmarknaderna inte självklart växer i den takt vi vant oss vid ökar kraven på att svensk industri måste ha en god konkurrenskraft i detta korta perspektivet för att garantera en god industriell utveckling på lite längre sikt. Utmaningarna är stora inte minst genom den svenska kronans kursutveckling och konsekvenserna av den förda penningpolitiken.

I det följande sammanfattas de analyser och bedömningar vi gör i rapporten punktvis.

INDUSTRINS PRISER OCH KOSTNADER

- Den svenska industrins producentpriser (i kronor) har under de senaste åren utvecklats betydligt långsammare än producentpriserna för industrin i det viktigast konkurrenslandet Tyskland. Kronan har stärkts kraftigt gentemot euron. Betalningar i euro har därför blivit allt mindre värda i kronor. På motsvarande sätt har de amerikanska producentpriserna (i dollar) under samma period också ökat betydligt snabbare än de svenska (i kronor) och kronan har stärkts mot dollarn.
- Arbetskraftskostnaderna per arbetad timme inom svensk industri är mycket höga i internationell jämförelse. Detta är ett klart faktum även om det vore önskvärt att kvalitén på statistiken på detta område förbättrades.

PENNINGPOLITIKEN OCH LÖNEBILDNINGEN

- Konsumentpriserna i Sverige har under de senaste decennierna ökat långsammare än konsumentpriserna inom euroområdet och i USA. Den genomsnittliga ökningstakten i Sverige på 1,4 procent per år under tiden sedan 1997 ligger också klart under Riksbankens inflationsmål på 2 procent per år. Inflationsmålet har inte heller uppnåtts under de senaste åren. Penningpolitiken har inte lyckats med denna uppgift.
- Eftersom inflationstakten systematiskt har underskridit 2-procentsmålet verkar Riksbankens räntebeslut även ha motiverats av andra faktorer än inflationen. Finansiell stabilitet, hushållens skuldsättning och bostadspriser kan vara viktiga faktorer som vid sidan av inflationsmålet påverkar penningpolitiken efter finanskrisen. Om Riksbanken tar på sig ett bredare mandat för penningpolitiken kan detta dock komma att hota Riksbankens oberoende ställning.
- Inflationsförväntningarna har så småningom påverkats av den systematiskt lägre inflationstakten. Detta är ett mycket stort problem för lönebildningen. Ett trovärdigt inflationsmål har varit en avgörande utgångspunkt vid löneförhandlingarna. Det står nu klart att parterna kommer att få det svårt att förutse Riksbankens agerande och därmed den framtida penningpolitiken.

VÄXELKURSEN

- Fluktuationerna i växelkurserna mellan Sverige och dess konkurrentländer har ökat. Detta skapar osäkerhet för företagen och försvårar för parterna på arbetsmarknaden vid avtalsförhandlingarna.
- Forskningen har haft stora svårigheter att empiriskt fastställa sambandet mellan ekonomiska fundamenta och växelkursen. De viktigaste bestämningsfaktorerna är relativa förändringar mellan länder av inflation, räntenivå, produktivitet och sparande. Dessas betydelse för växelkursen har dock visat sig skifta över tiden i styrka och inbördes betydelse. Forskningen visar också att växelkursernas samband med dessa bestämningsfaktorer först är mätbara på lång sikt. De flesta undersökningar talar om minst fyra års sikt.
- Sverige har en rörlig växelkurs. Andra växelkursregimer som fast växelkurs mot euron (Danmark) eller fast golv mot euron (Schweiz) minskar visserligen osäkerheten om växelkursen men samtidigt har dessa växelkursregimer andra nackdelar.

DE KOMMANDE ÅREN

- Prognoser för marknadsutsikterna för svensk industri signalerar en gradvis konjunkturförstärkning. Samtidigt förblir omvärldens efterfrågeläge svagare än normalt under de kommande två åren. Särskilt i Europa fortsätter den reala ekonomin att utvecklas svagt med hög arbetslöshet och relativt låga investeringar.
- I en sådan miljö fortsätter råvaru-, producent- och konsumentpriser att utvecklas långsammare än normalt. Huvuddelen av OECD-området har låg inflation, och länder som har inflationsmål uppfyller inte dessa.
- Svensk inflation mätt som HIKP väntas ligga under eurogenomsnittet i år, men överstiga det något nästa år. Fortsätter Riksbanken att föra en mindre expansiv penningpolitik än omvärldens centralbanker finns risk för att inflationen förblir mycket låg. Då riskeras inflationsmålets trovärdighet, penningpolitikens effektivitet sjunker, lönebildningen försvåras och sysselsättningen dämpas.
- Konkurrenskraften i svensk industri förutses hållas tillbaka av något högre kostnadsökningar än i konkurrentländerna, men gynnas av en förhållandevis hög produktivtetsutveckling. Detta skulle leda till att svenska reala enhetsarbetskostnader utvecklas i linje med euroområdet. Det finns stor osäkerhet förknippade med prognoserna, och det är särskilt svårt att bedöma växelkursens framtida utveckling, vilken är central för utfallet. Ekonomiska fundamenta är dock konsistenta med en långsam och gradvis real förstärkning av kronan, vilket kan sätta press på industrins lönsamhet och utmana lönenormeringen. En god konkurrenskraft i industrin behöver heller inte leda till högre sysselsättning om produktivtetsförbättringar främst är ett resultat av outsourcing som möts med högre lönetillväxt för de kvarvarande anställda.

2. SVENSK INDUSTRIKONKURRENSKRAFT I INTERNATIONELL JÄMFÖRELSE

Det finns inga entydiga sätt att mäta ett lands eller en näringsgrens konkurrenskraft. En ansats är att se till de kunskaper och färdigheter som de människor har som arbetar i landet eller inom näringsgrenen. Till det kan också läggas de maskiner, anläggningar och liknande som de sysselsatta har till sin hjälp i produktionen.

I denna rapport kommer vi emellertid att ha fokus på två andra faktorer som är avgörande för internationellt konkurrensutsatta svenska industrin. Den första faktorn är de *priser* som industrin får för de varor och tjänster som man producerar och säljer. Den andra faktorn är de *kostnader* som industrin har för att producera. Vi kommer här se till kostnaderna för den arbetskraft som är sysselsatt inom industrin. Skillnader gentemot industrin i konkurrentländerna när det gäller såväl producentpriser och arbetskraftskostnader är av avgörande betydelse för den svenska industrins konkurrenskraft.

Vi kommer här att fokusera på en förädlingsvärdeansats där vi ser till producentpriser å ena sidan och arbetskraftskostnaderna per producerad enhet å den andra. Mer specifikt är vi intresserade av utveckling av:

- *producentpriserna* för svensk industri jämfört med producentpriserna för industrin i konkurrentländerna
- *växelkursen*
- *arbetskraftskostnaderna* för svensk industri jämfört med motsvarande kostnader för industrin i konkurrentländerna
- *arbetsproduktiviteten* i svensk industri jämfört med den inom industrin i konkurrentländerna

Det är intressant att jämföra både nivåer och relativa förändringar. Här är det viktigt att komma ihåg att jämförelser av producentpriser och kostnader måste ske i samma valuta för att bli meningsfulla.

Kapitlet innehåller också en jämförelse av utvecklingen av konsumentpriserna i Sverige och i de viktigaste konkurrentländerna. Vid sidan av nominallönernas utveckling är konsumentpriserna ökningstakt som avgör om hur mycket och i så fall hur mycket de sysselsattas reala köpkraft utvecklas.

2.1 INDUSTRIKONKURRENSKRAFT

Hur producentpriserna utvecklas är en avgörande förutsättning för industrin. Tabell 2.1 redovisar hur industrins producentpriser har utvecklats sedan 1997. Tidsperioden är vald för att motsvara tiden sedan Industriavtalet slöts.

Tabell 2.1**Producentpriser inom industrin 1997–2014 i inhemsk valuta, genomsnittlig årlig procentuell förändring, kvartalsdata**

	1997–2003	2003–2009	2009–2014, kv 1	Hela perioden
Tyskland, i euro	0,6	1,1	1,7	1,1
Euroområdet, i euro	0,8	1,7	2,0	1,4
USA, i dollar	1,3	3,6	3,2	2,7
Sverige, i kronor	0,2	2,9	0,3	1,2
Kronor per euro	0,8	2,3	-3,6	0,2
Kronor per dollar	-0,1	-1,3	-1,9	-1,0

Anm. Med dollar avses amerikanska dollar, med kronor avses svenska kronor.

Källa: OECD, Riksbanken

Svensk industris producentpriser (i kronor) har ökat i ungefär i samma takt som tysk industris (i euro) sett över hela perioden. Eurokursen har varit relativt oförändrad sett till hela perioden. Däremot har producentpriserna för den amerikanska industrin ökat snabbare än de svenska, i genomsnitt 2,7 procent per år jämfört med 1,2 procent per år. Skillnader i industrins branschammansättning är en viktig orsak till varför producentprisernas ökningstakt kan skilja sig åt.

Kronan har stärkts gentemot dollar, i tabellen framgår detta av att SEK/USD har minskat med i genomsnitt 1 procent per år under perioden. För de svenska företag som får betalt i dollar innebär det producentpriserna i kronor har ökat långsammare än producentpriserna i dollar som man har mött, man får färre kronor för en intjänad dollar.

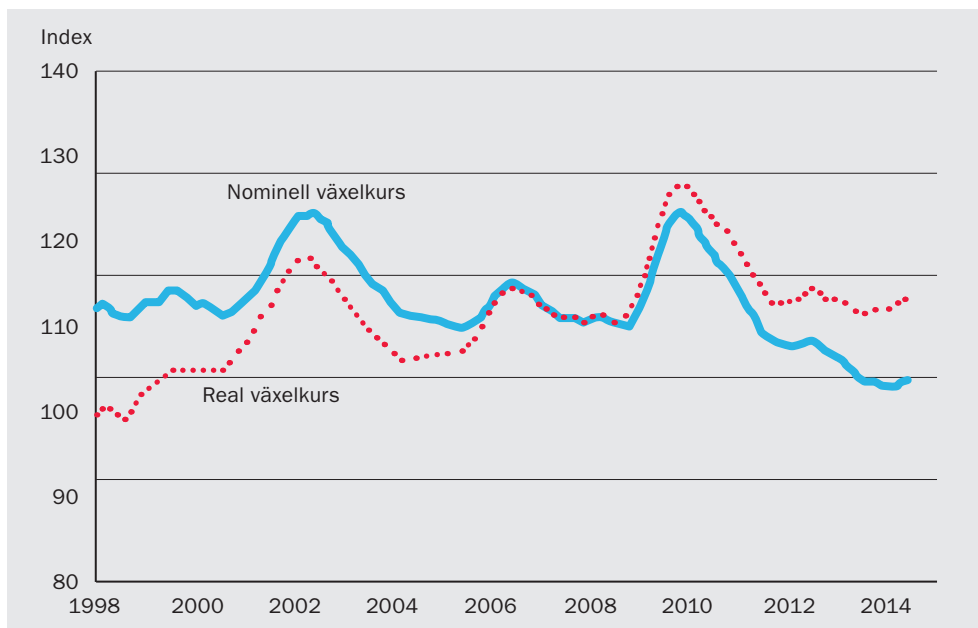
Sedan 2009 har de svenska producentpriserna (i kronor) utvecklats betydligt långsammare än de tyska (i euro). Ett viktigt skäl till detta är att kronan har stärkts kraftigt gentemot euron. Betalningar i euro har blivit allt mindre värda i kronor. På motsvarande sätt har de amerikanska producentpriserna (i dollar) under samma period också ökat betydligt snabbare än de svenska (i kronor) och kronan har stärkts mot dollarn.

Denna bild bekräftas om man ser till hur de svenska exportpriserna har utvecklats. Under de tre åren 2010 – 2012 minskade de svenska exportpriserna (i kronor) för hela ekonomin med en genomsnittlig årstakt om 1,9 procent. De tyska exportpriserna ökade samtidigt med 2,6 procent i årstakt och de amerikanska med 3,6 procent i årstakt.

Slutsatsen är prisutvecklingen (i utländsk valuta) på de exportmarknader där svensk industri säljer och växelkursens rörelser har betydelse för de producentpriser svensk industri kan nyttiggöra sig. Som framgår av Tabell 2.1 har den svenska kronans värde varit relativt stabilt om man ser till hela perioden sedan 1997. Samtidigt har variationerna över på några års sikt varit avsevärda.

Diagram 2.1

Kronan växelkurs 1998–2014, medelvärde under det senaste året



Anm. Nivån för den reala växelkursen redovisas så att den överensstämmer med den reala för 2006.
Källa: Riksbanken, BIS

Den heldragna kurvan i Diagram 2.1 visar hur kronans styrka, mätt med hjälp av KIX-index¹, har utvecklats under perioden 1998–2014. Kurvan visar kronkursens mer trendmässiga utveckling, den visar vecka för vecka kronans genomsnittliga värde under de senaste 52 veckorna. Detta innebär att plötsliga och kortvariga förändringar inte påverkar kurva särskilt mycket.

Den heldragna visar hur mycket man i kronor (nominell växelkurs) har behövt betala för ett vägt genomsnitt av utländska valutor. Som framgår av diagrammet försvagades den svenska kronan under 2001. Man fick betala mer för utländska valutor. Det följande året återhämtade sig kronan. Detta mönster återupprepade sig under finanskrisen. Kronan försvagades under 2009. Finanskrisens konsekvenser för svensk industri kom på så sätt att dämpas något. Under 2010 återhämtade sig sedan kronan.

Utvecklingen under de senaste åren har emellertid brutit tidigare mönster. Kronan har sedan 2011 närmast trendmässigt förstärkts till nivåer som vi inte någon gång sedan 1997. Vi har behövt betala allt mindre för utländska valutor. Det ska dock sägas att det har skett en utplaning den senaste tiden.

Slutsatsen är att den osedvanligt starka svenska kronan utgör en inte tidigare upplevd förutsättning för svensk industri.

1) Konjunkturinstitutet har tagit fram ett index, KIX, som mäter den svenska kronans värde. Det baseras på valutor från samtliga OECD-länder samt Kina, Indien, Brasilien och Ryssland. Indexet innehåller fler länder och varor än tidigare index. Ländernas vikter i indexet över tiden beroende på om handeln med ett visst land ökar eller minskar relativt övriga handelsländer.

2.2 KONSUMENTPRISERNA

De sysselsattas reallöner bestäms av nominallönerna och konsumentpriserna. Tabell 2.2 visar hur konsumentpriserna har utvecklats under tiden sedan 1997. Det finns flera olika index som visar konsumentprisernas utveckling. Vi har här valt att använda Harmoniserat index för konsumentpriser (HIKP) som är ett index som är lämpligt för internationella jämförelser.² HIKP är också det index som den Europeiska centralbanken (ECB) använder för sin penningpolitik.

Den svenska Riksbankens inflationsmål är satt till att den årliga ökningstakten för konsumentpriserna ska vara 2 procent. Inflationsmålet har utan tvivel varit en mycket viktig förutsättning för lönebildningen under de senaste decennierna. Med ett trovärdigt inflationsmål har de nominella löneökningarna man förhandlat om haft en tydlig konsekvens för den reala köpkraften.

Det framgår av Tabell 2.2 att konsumentpriserna i Sverige (i kronor) sett över hela perioden har ökat långsammare än konsumentpriserna inom euroområdet. De amerikanska konsumentpriserna har i sin tur ökat snabbare än motsvarande priser inom euroområdet. Den genomsnittliga ökningstakten i Sverige på 1,4 procent per år ligger också klart under Riksbankens inflationsmål på 2 procent per år.

Tabell 2.2
Konsumentpriser (HIKP) 1997-2014 i inhemsk valuta,
genomsnittlig årlig procentuell förändring, kvartalsdata

	1997-2003	2003-2009	2009-2014, kv 1	Hela perioden
Tyskland, i euro	1,1	1,8	1,8	1,6
Euroområdet, i euro	1,9	2,0	1,8	1,9
USA, i dollar	2,0	2,7	2,1	2,3
Sverige, i kronor	1,5	1,8	0,8	1,4

Källa: OECD

Sedan 2009 har konsumentpriserna utvecklats betydligt långsammare i Sverige än i euroområdet och USA. Skillnaden är betydande; 1 procentenhet gentemot euroområdet och mer än så gentemot USA.

Slutsatsen är att inflationsmålet inte uppnåtts varken på kort eller på lång sikt. I denna mening har inte penningpolitiken lyckats med sin uppgift.

Låt oss återvända till Diagram 2.1. En starkt krona innebär problem för industrins konkurrenskraft. Samtidigt innebär en starkt krona att utländska varor blir billigare i kronor. Men detta kan motverkas av att prisökningstakten på varor och tjänster i utlandet är högre än prisökningstakten i Sverige. Och som framgår av Tabell 2.2 är just detta som har hänt.

2) Eurostat har utvecklat HIKP i samarbete med EU-ländernas statistikmyndigheter. KPI-posterna för egnahem ingår till största del inte i HIKP. Däremot mäter HIKP andra poster som inte ingår i KPI. Detta gäller barnomsorg, äldreomsorg och patientavgifter på sjukhus samt fond- och värdepapperstjänster.

Den streckade linjen i Diagram 2.1 visar den svenska kronans reala kursutveckling. Frågan som besvaras av den streckade linjen är hur mycket i kronor jag behöver betala för varor och tjänster i utlandet jämfört med varor och tjänster i Sverige. Detta påverkas av prisutvecklingen hemma jämfört med utlandet och (den nominella) växelkursen.

Under perioden 1998-2010 varierade den reala kronkursen en hel del. Men trenden var en att den reala kronkursen visade på att varor och tjänster i utlandet (i kronor) gradvis blev dyrare än varor och tjänster i Sverige. Sedan 2010 har varor och tjänster i utlandet (i kronor) blivit billigare än varor och tjänster i Sverige eftersom kronan har stärkts nominellt. Men den snabbare prisutvecklingen i utlandet gör att den reala förstärkningen av kronan inte är lika kraftig som den nominella.

2.3 INDUSTRINS ARBETSKRAFTSKOSTNADER

Det föreligger betydande svårigheter att finna goda statistiska källor som ger trovärdig jämförande information om arbetskraftskostnadernas nivå och ökningstakt i de industrialiserade länderna. Medlingsinstitutet gör i sin senaste årsrapport en noggrann genomgång av tillgängliga statistikkällor samt deras förtjänster och brister.³

Eurostat genomför en *Labour Cost Survey (LCS)* vart fjärde år, senast 2012 som ännu inte är publicerad. Källan till detta är enkäter till företag. Eurostat publicerar även *Labour Cost Index (LCI)* som baseras på olika typer av lönesummestatistik från de olika länderna.

Det amerikanska Bureau of Labor Statistics (BLS) publicerade tidigare jämförande arbetskraftskostnadsstatistik, organisationen Conference Board har nu övertagit och fortsatt detta arbete. I detta fall är det nationalräkenskaperna i de respektive länderna som ligger till grund för statistiken.

Skillnaderna i statistiken är alltså betydande både vad gäller nivåer och ökningstakter för arbetskraftskostnaderna. Som Medlingsinstitutet visar gäller detta i särskilt hög grad för Sverige. För Sverige visar LCS betydligt högre tal än den nationalräkenskapsbaserade statistiken.

De bakomliggande orsakerna till detta är inte klarlagda. Men det finns ett antal tänkbara förklaringar som har föreslagits. Källorna skiljer sig åt i vad mån företag med få anställda finns med eller inte. Bonus och vinstdelning behandlas olika liksom kostnader för lärlingsutbildningar. I de flesta fall önskar man också beräkna arbetskraftskostnaderna per arbetad timme. I många fall är det emellertid besvärligt att beräkna faktiskt antal arbetade timmar. Detta gäller bl a anställda med månadslön.

Tabell 2.3 redovisar arbetskraftskostnader per arbetad timme som redovisat av Conference Board. Senast tillgängliga data är för 2012.

3) Se Medlingsinstitutet (2014) och då särskilt s 60–77.

Tabell 2.3**Arbetskraftskostnader per arbetad timme inom industrin 1997-2012, genomsnittlig årlig procentuell förändring, årsdata**

	1997-2002	2002-2007	2007-2012	Hela perioden
Tyskland, i euro	2,9	1,7	2,4	2,3
USA, i dollar	4,7	3,8	2,3	3,6
Sverige, i kronor	4,2	3,9	2,5	3,5
Kronor per euro	1,2	0,2	-1,2	0,1
Kronor per dollar	5,0	-7,0	0,0	-0,8

Källa: Conference Board

Arbetskraftskostnaderna per arbetad timme inom svensk industri (i kronor) ökade med i genomsnitt 3,5 procent per år under perioden 1997-2012. Detta var en högre ökningstakt än i Tyskland (i euro) samtidigt som den ligger på samma nivå som ökningstakten i USA (i dollar). En jämförelse med Tyskland påverkas inte i väsentlig grad av växelkursutvecklingen. Den starkare kronan gör dock att jämförelse med USA visar på en högre ökningstakt för svensk industri om man mäter i samma valuta.

Under den senaste femårsperioden för vilken det finns data tillgängliga 2007-2012, ligger den ökningstakten för arbetskraftskostnaderna inom industrin (i kronor) betydligt lägre än för den amerikanska industrin. Arbetskraftskostnader i tysk industri ökade snabbt under 2007-2012 efter att ha minskat under åren före. Genom kronförstärkningen blir skillnaden mellan tysk och svensk industri något mindre om man mäter i gemensam valuta.

Enligt SCB:s nationalräkenskaper uppgick arbetskraftskostnaderna per arbetad timme i svensk industri till i genomsnitt 313 kr under 2013. Detta var en ökning med 2,4 procent jämfört med den genomsnittliga nivån som var 306 kr. Men omräknat till euro var ökningen 3,1 procent (från 35,1 euro per timme 2012 till 36,2 euro per timme 2013) eftersom kronan stärktes.

Den tyska Boeckler-stiftelsen redovisar återkommande jämförelser av arbetskraftskostnader inom EU. Jämförelserna baseras på LCS och LCI. Den senaste rapporten, IMK (2013), publicerades i slutet av 2013. Enligt rapporten hade svensk industri de högsta arbetskraftskostnaderna per timme inom EU med 44,0 euro. Detta är avsevärt högre än vad de svenska nationalräkenskapsdata visar för 2012, 35,1 euro per timme. Enligt Boeckler-stiftelsen uppgick arbetskraftskostnaderna inom tysk industri till 35,1 euro per timme under 2012.

Det är givetvis besvärande att det inte är möjligt att avgöra var arbetskraftskostnaderna inom svensk industri ligger i jämförelse med de viktiga konkurrentländerna. Det vore också önskvärt med mer aktuell statistik.

Tabell 2.4

Arbetsproduktivitet och enhetsarbetskostnader inom industrin 1997-2012, genomsnittlig årlig procentuell förändring, årsdata

	1997-2002	2002-2007	2007-2012	Hela perioden
Arbetsproduktivitet				
Tyskland	2,6	5,4	0,5	2,8
USA	6,3	6,1	2,7	5,0
Sverige	6,3	7,5	1,7	5,1
Enhetsarbetskostnad				
Tyskland, i euro	0,3	-3,4	1,9	-0,4
USA, i dollar	-1,5	-2,1	-0,3	-1,3
Sverige, i kronor	-2,0	-3,4	0,8	-1,5

Källor: Conference Board

Genom att kombinera information om arbetskraftskostnaden per arbetad timme med data över produktionen per arbetad timme (arbetsproduktiviteten) är det möjligt att beräkna arbetskostnaden per producerad enhet (enhetsarbetskostnaden). Under perioden 1997-2012 ökade arbetsproduktiviteten inom svensk industri med i genomsnitt 5,1 procent årligen, se Tabell 2.4. Denna produktivitetsökning ligger på samma nivå som den i den amerikanska industrin. Den tyska industrin har haft en långsammare produktivitetsutveckling.

Enhetsarbetskostnaderna minskade med i genomsnitt 1,5 procent årligen 1997-2012. Även här är svensk industri på samma nivå som den amerikanska medan den genomsnittliga minskningen var mer blygsam för den tyska industrin.

Under den senaste femårsperioden med data har svensk industri inte haft en lika snabb produktivitetsutveckling som den amerikanska. Enhetsarbetskostnaderna inom svensk industri började också öka.

2.4 SLUTSATSER

Växelkurs och penningpolitik ger avgörande förutsättningar för avtalsförhandlingar. Det står klart av redovisningen i detta kapitel att växelkursens utveckling har skapat problem för den svenska industrins konkurrenskraft. Samtidigt har penningpolitiken, som ger viktiga utgångspunkter för lönebildningen, inte klarat att nå inflationsmålet.

Dessa båda problem bildar bakgrund till den fortsatta diskussionen i denna rapport. Kapitel 3 diskuterar penningpolitikens betydelse för lönebildningen. Syftet med kapitel 4 är att gå igenom de ekonomiska faktorer som har betydelse för växelkursen och att diskutera möjligheterna att prognosticera framtida växelkursvärden.

Detta kapitel har också jämfört den historiska utvecklingen av producentpriser, arbetskraftskostnader, produktivitet och kostnader per producerad enhet för svensk industri med motsvarigheterna för tysk och amerikansk industri. Historien är en sak, frågan är vad man kan säga om utfallet av sådana jämförelser för de kommande åren. Rapportens avslutande kapitel blickar framåt och diskuterar den framtida utvecklingen för svensk industri i jämförelse med vad som kan komma att ske i de för svensk industri viktigaste konkurrentländerna.

3. SYSSELSÄTTNING OCH RIKSBANKENS MÅLUPPFYLLELSE

3.1 PENNINGPOLITIK OCH SYSSELSÄTTNING UNDER ETT INFLATIONSMÅLSREGIM

Riksdagen har gett Riksbanken i uppdrag att upprätthålla penningpolitisk stabilitet, dvs en låg och stabil inflationstakt. Detta är inte i konflikt med hög sysselsättning. Penningpolitiken understödjer sysselsättning bäst genom att fastställa ett inflationsmål och se till att inflationstakten över tid och i genomsnitt når upp till målet. Genom att agera så kan den penningpolitiska myndigheten – Riksbanken i Sveriges fall – se till att den nivå på arbetslöshet och sysselsättning som är strukturellt möjliga att uppnå också faller ut över tiden.

Utfallet på arbetsmarknaden (och därmed för samhällsekonomin) beror till stor del på Riksbankens agerande och de avtal arbetsmarknadens parter sluter. Därför är det viktigt att Riksbanken och lönesättarna förstår varandras beteende och var och en kan betinga sina åtgärder på ett korrekt antagande om den andra partens beteende. Lönesättarna kan endast påverka ökning av nominella löner, dvs löner i kronor. Implicit i en löneförhandling finns dock med ett antagande om vad lönen ger i köpkraft, dvs hur prisnivån utvecklas. Om detta antagande är korrekt, blir utfallet av löneförhandlingar konsistent med vad parterna under förhandlingen strävar mot. Då kan parterna fokusera sina överläggningar på reallönen, det vill säga lönen i kronor dividerat med konsumentprisindexet.

Om det däremot råder en osäkerhet kring penningpolitikens handlingsregel, kan det uppstå ett läge där den slutgiltiga reallönen antingen blir högre eller lägre än den reallön som parterna under förhandlingen strävade mot. Arbetsmarknadens parter kan endast förhandla om höjningar av nominallöner, det vill säga löner i kronor. I själva verket avser förhandlingen dock reallöner. Det är ju reallönen som bestämmer hur mycket löntagaren verkligen kan konsumera. Om inflationen blir lägre än vad som förväntades under förhandlingarna, blir reallönen också högre. Detta innebär i sin tur att arbetslösheten blir högre än vad parterna utgick från, eftersom en högre reallön gör det mindre attraktivt för företagen att anställa. Omvänt, om centralbanken låter inflationen öka och på så vis överraskar lönesättarna med en högre inflation, blir reallönen lägre än vad parterna i sina förhandlingar utgick från. Arbetslösheten därmed också lägre, eftersom en lägre reallön gör det mer lockande för företagen att rekrytera.

Det är det senare fallet som fram till 1970-talet motiverade diskussionen om att en högre inflationstakt permanent skulle kunna leda till hög sysselsättning och låg arbetslöshet. 1970-talets framsteg i makroteori samt erfarenheterna från 1970-talets stagflation innebar dock att denna naiva tankegång förkastades. En högre inflation kan inte ge en varaktigt högre sysselsättning, eftersom inflationsförväntningarna anpassar sig till den högre inflationen. Det går inte att permanent överraska allmänheten med en oförväntat hög inflationstakt.

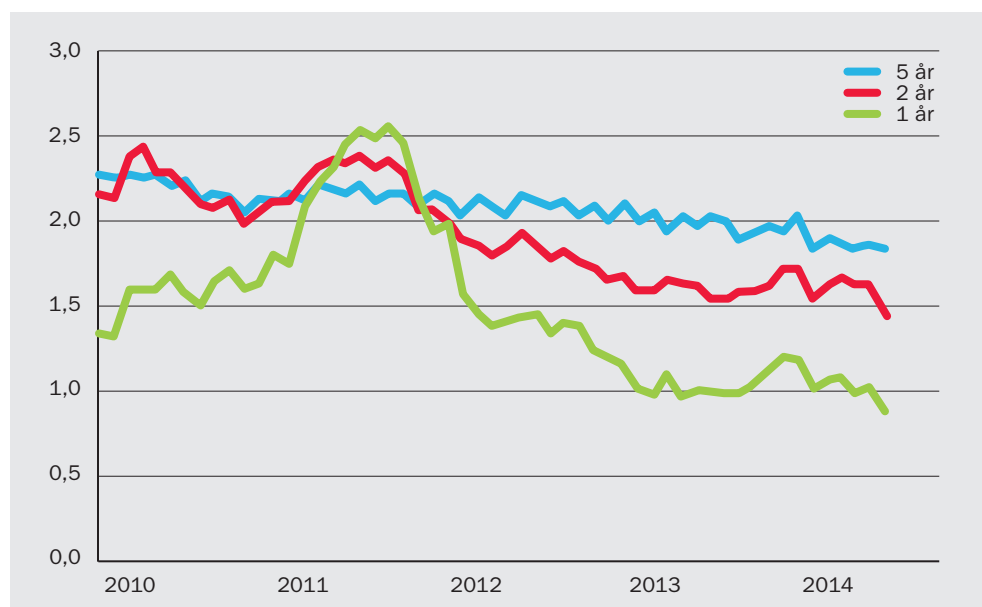
Därför anser de flesta nationalekonomer numera att penningpolitiken främst ska styra ekonomin så att en stabil inflationstakt upprätthålls. Centralbanken gör detta med sina räntebeslut. Det är viktigt att styra och fokusera på allmänhetens förväntningar. Om företag, hushåll och lönesättarna blir övertygade om att inflationstakten på några års sikt styrs till 2-procentsmålet, är det lättare för centralbanken att åstadkomma en genomsnittlig inflationstakt som motsvarar målet. Då får centralbanken även större utrymme för även konjunkturell stabilisering av den reala ekonomin, eftersom räntan kan sänkas rejält under lågkonjunkturer utan att äventyra inflationsmålet. Det är också utifrån dessa principer som Riksbanken under 2000-talet har förklarat och motiverat sitt agerande.⁴

3.2 PENNINGPOLITIK, ARBETSLÖSHET OCH INFLATION UNDER KRISEN

Inflationsmålet på 2 procent verkar ha haft en tydlig effekt på inflationsförväntningar. Det verkar också ha varit en allmän uppfattning bland arbetsmarknadens parter att Riksbanken försöker styra ekonomin med reporäntan på så sätt att inflationsmålet på 2 procent nås samtidigt som samhällsekonomin rör sig till balans. Diskussioner med löneförhandlare både på den fackliga sidan och arbetsgivarsidan stöder denna uppfattning. Därutöver visar Prosperas mätningar att inflationsförväntningarna har legat

Diagram 3.1

Inflationsförväntningar på olika tidshorisonter enligt Prospera, baserat på ett urval av 53 organisationer aktiva på penningmarknaden.



Källa: Konjunkturinstitutet

4) Enligt gällande teori är nivån på inflationsmålet inte viktigt i detta avseende, så länge det är inte mycket högt. Det är dock sannolikt bra att tillåta lite inflation för att underlätta relativlönejusteringar. De flesta centralbanker syftar mot en stabil inflation på ca 2 procent. Riksbankens uttryckta inflationsmål är 2 procent, mätt i KPI.

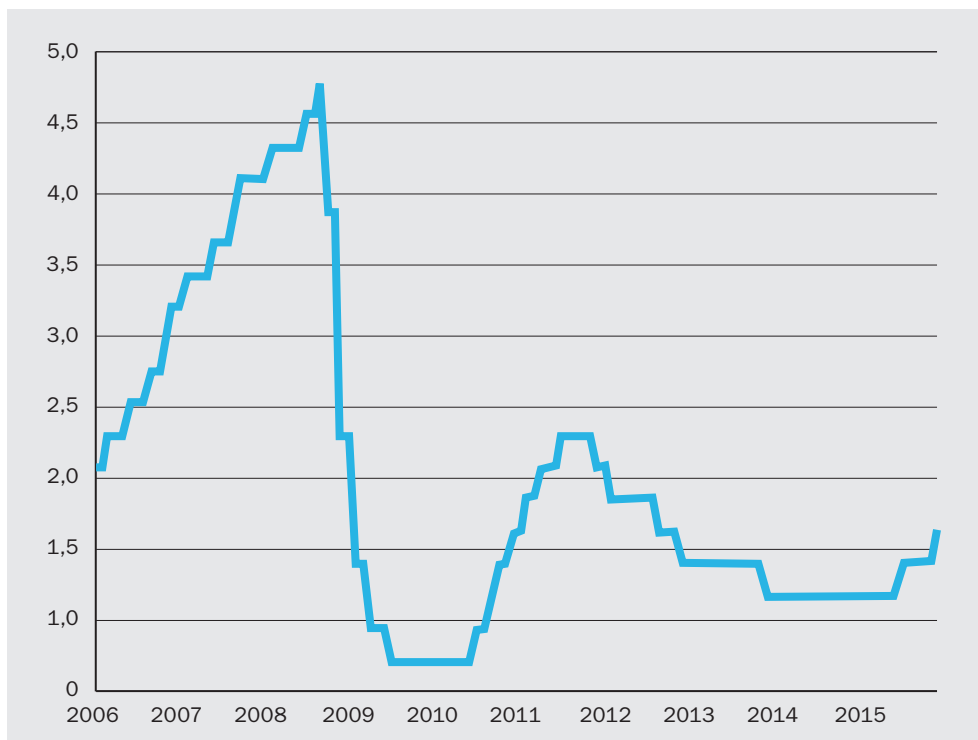
mycket nära 2-procentsmålet (se Svensson 2013 och Diagram 3.1).⁵ Det är endast under de senaste åren som inflationsförväntningarna möjligen börjat sjunka, så att även 5-årsförväntningar börjar vackla nedåt och underskrida 2-procentsmålet, se Diagram 3.1.

Riksbanken har dock under senare år systematiskt underträffat inflationsmålet. Den har överskattat den kommande inflationen och valt en reporäntebana som har gett upphov till en inflationstakt som underskrider målet. Som Svensson (2014) har framfört, är Riksbankens agerande efter 2000 inte förenligt med antagandet om att Riksbanken tolkar pris- och löneinformationen rationellt och strävar mot en inflationstakt som i genomsnitt ligger på 2 procent.⁶ Genomsnittet för inflationen efter 2000 ligger klart under 2 procent. Dessutom är räntebesluten efter sommaren 2010 svåra att motivera ur ett inflationsmålsperspektiv.

Riksbanken började höja styrräntan under sommaren 2010, i ett läge där Riksbankens inflationsprognos låg klart under 2-procentsmålet och arbetslösheten var över 8,5 procent, dvs tydligt över sin jämviktsnivå. Åtstramningen av penningpolitiken som ägde rum från och med 2010 kan inte motiveras med inflationstrycket. Med inflations-

Diagram 3.2

Styrräntan. Utfall och Konjunkturinstitutets prognos från april 2014.



Källa: Konjunkturinstitutet

5) Svensson skriver "Det verkar klart att dessa aktörer inte har rationella förväntningar. De tycks lita på att Riksbanken ska hålla inflationsmålet, trots att inflationen blivit systematiskt betydligt lägre" (Svensson 2013, s. 12).

6) Se Svensson (2014). Konjunkturinstitutet (2013) och Hjelm (2013) har framfört liknande synpunkter.

prognosen klart under målet och arbetslösheten tydligt över sin jämviktsnivå talade båda variabler för en fortsatt lätt penningpolitik. Dock höjde Riksbanken styrräntan i flera steg från och med juli 2010, så att den hade nått 2,0 procent i november 2011 innan Riksbanken började sänka den igen (se Diagram 3.2). Svensson gör även en jämförelse med andra centralbanker som utifrån en liknande lägesbeskrivningar landade i lägre räntebanor.

Svensson (2013) presenterar en skattning av sysselsättningsförlusterna förknippade med denna förtida åtstramning, och hans huvudskattning är att arbetslösheten under perioden 1997-2011 har varit 0,8 procentenheter högre än i fallet där Riksbanken hade nått 2-procentsmålet. I Svensson (2014) drar han även slutsatsen att Sverige på grund av Riksbankens åtstramning har under 2013 haft ca 60 000 fler arbetslösa än under en fortsatt låg räntebana. Det är oroande att arbetslösheten nu stiger, trots att ekonomin börjar återhämta sig.

Svenssons kritik har vållat diskussion, men hans argument är övertygande:

- Inflationen har systematiskt underskridit målet.
- Riksbankens räntehöjningar efter 2010 är omotiverade, eftersom inflationen var klart under målet och arbetslösheten fortfarande är hög.
- Den bristande måluppfyllelsen har sannolikt gett upphov till högre arbetslöshet.

3.3 HUR HAR RIKSBANKEN RESONERAT?

Riksbankens kommunikation antyder att den utöver inflationsmålet även motiverats av makrofinansiell stabilitet. Motiven för Riksbankens agerande har dock inte varit helt tydliga. ”Chatten” med Stefan Ingves den 15 december 2010 antydde att det främst handlade om att nå inflationsmålet.⁷ En tolkning av Riksbankens agerande i första skedet var att Riksbanken hade prognostiserat en för hög inflation och därför också valt en mer åtstramande reporäntebana än vad som hade rekommenderats av andra bedömare som Konjunkturinstitutet. Detta kan också vara förknippad med att Riksbanken möjligen haft en för hög skattning av jämviktsarbetslösheten.⁸ Skillnaden mellan faktisk arbetslöshet och jämviktsarbetslösheten påverkar lönetrycket, och en hög skattning av jämviktsarbetslösheten leder till slutsatsen att reporäntan måste höjas redan vid förhållandevis höga arbetslöshetsnivåer.

Dessa tolkningar är i linje med Konjunkturinstitutets kritik att Riksbanken har systematiskt har överskattat inflationen (se Konjunkturinstitutet 2013 och Hjelm 2014). Riksbanken har i detta sammanhang vidhållit att produktivitetsutvecklingen har överraskat positivt samt att importpriserna ökat långsammare än vad som hade antagits i prognosen. En liknande kritik framfördes också av två externa utvärldare som konstaterade att

7) <http://www.riksbank.se/en/Press-and-published/Chat/2010/Chat-with-Stefan-Ingves-15-December-2010/>

8) Se Konjunkturinstitutet.

inflationen under långa perioder legat under målet och att detta kunde vara ett tecken på systematiska brister i Riksbankens analysverktyg.⁹

Från och med 2013 har Riksbanken dock betonat finansiell stabilitet och hushållens skuldsättning (af Johnick 2013, Jansson 2014). Denna oro kan vara motiverad, men det är anmärkningsvärt att Riksbankens kommunikation om sina motiver har varit så skiftande.¹⁰

Det är också möjligt att detta avspeglar en utveckling av det penningpolitiska tänkandet. Centralbanker och makroteoretiker har under de senaste åren fört en intensiv diskussion om penningpolitikens grundläggande teori. Denna forskningslitteratur är i ett fertilt och febrilt läge, generellt argumenterar man för att utvidga penningpolitikens mandat och tänkandet. Innan finanskrisen handlade penningpolitiken i mångt och mycket om att styra inflationen mot målet. Den teoretiska grunden för centralbankens agerande baserades på den s.k. DSGE-modelltraditionen från antaganden om perfekta marknader och fokuserar på trögheter i pris- och lönesättning.

Den nya penningpolitiska filosofi som håller på att växa fram lägger betydligt mer vikt på finansiella imperfektioner och betraktar penningpolitiken som en försäkringsmekanism som ska förebygga en instabil utveckling. Penningpolitiken utvidgas till att handla om mer än inflationsmålet. Finansiell stabilitet och penningpolitisk stabilitet är nära relaterade till varandra.¹¹

Dessa nya tankebanor kan ha bidragit till en omvärdering av vad som är en lämplig penningpolitik inom Riksbanken. Intrycket blir ändå att Riksbanken har under diskussionens gång ändrat motiveringarna för de penningpolitiska besluten, vilket i sig försvagar penningpolitikens trovärdighet.

3.4 LÖNESÄTTARNA OCH INFLATIONSMÅLET – PRINCIPIELLA SYNPUNKTER

Enligt vår bedömning är kritiken framförd av Lars EO Svensson och Konjunkturinstitutet väl motiverad. Penningpolitiken har under 2000-talet främst motiverats utifrån några förhållandevis enkla principer och ”kanaler” genom vilka lönesättarna kan förstå samspelet mellan sina beslut och Riksbankens agerande. Ur lönesättarnas synvinkel handlar det mycket om hur olika centralt avtalade löneökningar och därmed ökningar av arbetskraftskostnader påverkar Riksbankens beslut. Dessa scenarier har varit en central del av Konjunkturinstitutets Lönebildningsrapporter under senare år. Även Riksbanken har ibland framfört en pedagogisk analys av detta samband.¹² I Sveriges Riksbank (2010) rapporterar Riksbanken en simulering som visar hur arbetsmarknadens parter kan åstadkomma en lägre räntebana och en högre sysselsättning genom återhållsamma löneökningar.

9) Giavazzi och Mishkin (2006).

10) Detta har uppmärksammats även av Paul Krugman, som har i sitt blogginlägg elakt kommenterat skiften av tyngdpunkten i argumenteringen.

11) Se Brunnermeier och Sannikov (2012a, 2012b).

12) Se alternativscenarierna i Sveriges Riksbank (2010).

Som betonats i Konjunkturinstitutet (2013), har Riksbankens kommunikation därefter dock varit sparsam kring dessa för lönesättarna centrala frågor. Riksbanken har nu börjat vädja till finansiell stabilitet, men det finns i Riksbankens kommunikation knappast ens något erkännande om att det finns en kostnad förknippad med att man gradvist har introducerat ytterligare ett mål för penningpolitiken. Riksbanken har inte följt upp med sin ”betingad” analys av sambandet mellan löner och styrräntan, och, som Hjelm (2014) påpekar, en nedrevidering av löneprognosen i april 2013 föranledde inte någon rapporterad ny bedömning av kostnadstrycket och lämplig reporänta.

Denna sparsamma kommunikation minskar på penningpolitikens legitimitet. Trots att penningpolitiken handlar om ganska små variationer i konsumentprisindex, finns det ett viktigt principiellt och även symboliskt samband mellan räntebesluten och lönesättningen. Genom sin utfästelse att nå inflationsmålet ger Riksbanken en för arbetsmarknadsparterna viktig gemensam utgångspunkt för löneförhandlingarna. Om Riksbanken nu inför helt nya kriterier – såsom hushållens skuldsättning – för sina räntebeslut, kan det förvåna parterna: vad har hushållens skuldsättning med deras förhandling att göra? Det verkar inte uppenbart att Riksbanken är helt medveten om detta samband mellan räntebesluten och lönesättning.

Om det råder en osäkerhet om Riksbankens handlingsregel, blir sannolikt även framtida förhandlingar svårare. Då kan parterna komma att söka påverka verklighetsbeskrivningen, istället för att från en gemensam verklighetsbeskrivning. Lite annorlunda uttryckt, när det råder en allmänt etablerad uppfattning om inflationsutvecklingen, kan parterna samtidigt förhandla om både reallön och nominell lön.

Det finns en viss ironi i att analysen som Lars EO Svensson för fram faktiskt helt vänder om det traditionella argumentet om hur penningpolitiken innan de rationella förväntningars revolution försökte åstadkomma varaktigt bättre sysselsättning genom att överraska ekonomins agenter med högre inflation. Vi konstaterade ovan att dessa försök var baserade på idén att aktörernas inflationsförväntningar låg på en given nivå, och att det därmed var möjligt att öka sysselsättning genom att låta inflationstakten stiga. Genom att utnyttja allmänhetens förväntningar var det alltså enligt det tidigare synsättet möjligt att åstadkomma en högre sysselsättning. Vi vet dock efter 1970-talets makroteoretiska framsteg att ett sådant agerande inte varaktigt kan minska arbetslösheten, eftersom inflationsförväntningarna under tiden anpassas till centralbankens strategi och den högre inflationsförväntningen inkorporeras i löneavtalen.

Svenssons (2014) analys visar att svenska företag och hushåll från och med 1997/1998 har förväntat sig en inflationstakt på 2 procent och att de sannolikt nu har överraskats av en lägre inflation. Riksbankens agerande kan därför teoretiskt tolkas som att den har utnyttjat förväntningarna om att inflationsmålet skulle uppnås och på så sätt åstadkomma en högre arbetslöshet. Detta har knappast varit fallet, förstås, och dess agerande måste förklaras på annat sätt. Resultatet är ändå att arbetslösheten sannolikt har blivit högre än vad som hade blivit resultatet av en lättare penningpolitik.

Om Riksbanken från 2010 bedömde att makrostabiliteten hade blivit en viktig faktor som skulle påverka räntebesluten och den önskade inflationsbanan, hade det varit särskilt viktigt att på ett tydligt sätt kommunicera detta till arbetsmarknadens parter. Detta skulle ha gett parterna en viktig signal om att den faktiska inflationstakten sannolikt skulle bli lägre än inflationsmålet. Detta skulle ha varit ett motiv för återhållsamhet i de nominella löneavtalen.

3.5 HUR BÖR ARBETSMARKNADENS PARTER AGERA?

Diagram 3.1 antyder att förväntningarna har börjat anpassa sig till en inflationstakt som även på 5 års sikt underskrider 2-procentsmålet. Detta skapar ett dilemma för arbetsmarknadens parter. De måste presentera resultaten av löneförhandlingarna inför sina medlemmar och medlemsföretag på ett transparent sätt. De har också sannolikt hittills utgått från att 2-procentsmålet gäller.

Löneförhandlingarna kommer att bli svårare om det råder osäkerhet om penningpolitikens inriktning. Det är inte svårt att komma med kritiska frågor. Om parterna tror på ett fortsatt underskridande av inflationsmålet, bör de minska på sina löneyrkanden på ett motsvarande sätt? Borde de då även i den omvända situationen höja sina löneyrkanden? Eller bör man tänka sig att finansiell stabilitet endast verkar i en riktning, så att den ibland kan åberopas för att motivera högre räntor men aldrig för att motivera lägre räntor? Blir inflationsmålet nu asymmetriskt på något komplicerat sätt? Hur ska parterna kunna förutse Riksbankens agerande?

Bristande kommunikation kring den traditionella ”kanalen” mellan arbetskostnadsökning och reporänta kan också föranleda problem. Denna kanal har framhållits av både Riksbanken och Konjunkturinstitutet för att motivera lägre centralt avtalade löneökningar. Men om kanalen viftas bort av Riksbanken, viftas även samma kanal med motsatta tecken bort: förväntning om höga löneökningar kommer att leda till konsekvenser i form av större och tidigare räntehöjningar. Det är just denna konsekvens som enligt gängse makroekonomisk teori bidrar till att upprätthålla en återhållsam löneökningstakt.

För att ta ett sista något spekulativt exempel, om den låga inflationen verkligen har ökat arbetslösheten och parterna fortfarande agerar enligt 2-procentsmålet, kan vi få en något högre arbetslöshet under flera år. Detta kan i sin tur göra att Riksbankens och andra bedömningar av hur hög den strukturella arbetslösheten blir felaktiga. Den strukturella arbetslösheten – alltså arbetslösheten vid ett normalt resursutnyttjande – skattas ju genom att jämföra lönetrycket och arbetsmarknadsläget. I sådana bedömningar skulle i detta fall flera observationer om förhållandevis höga nominella löneökningar ingå tillsammans med höga nivåer av arbetslöshet. Detta kan i sin tur leda till höga skattningar av den strukturella arbetslösheten. Om den strukturella arbetslösheten felaktigt bedöms vara hög kan det leda till en för stram ekonomisk politik.

3.6 EN KLARARE PENNINGPOLITISK MÅLSÄTTNING OCH MÖJLIGEN INSTITUTIONELLA REFORMER PÅ BOSTADSMARKNADEN?

Som det framgår av analysen ovan att nuläget inte är tillfredsställande ur lönebildningssynpunkt. Arbetsmarknadens parter kan inte fullt ut utgå från att inflationen på lång sikt i genomsnitt kommer vara 2 procent. Det finns osäkerhet om Riksbankens målsättning. Inför kommande avtalsrörelser vore det önskvärt med en kommunikation från Riksbanken om hur den tänker agera framgent. För parterna är det särskilt viktigt att sambandet mellan deras löneavtal och Riksbankens räntebeslut tydliggörs.¹³ I sin Sveriges Riksbank (2010) presenterade Riksbanken en analys av konsekvenserna av olika löneökningstakter. Dessa resonemang borde följas upp.

Det finns också ett behov för en mer grundläggande diskussion om ekonomiska institutioner. Riksbankens direktionsledamot Per Jansson (2014) argumenterar väl för behovet av att ta hänsyn till och styra hushållens stora och växande skulder. Denna oro är i sig befogad, en välvillig tolkning av Riksbankens agerande utgår från detta perspektiv. En rimlig tolkning av den förda penningpolitiken är att Riksbanken är mycket oroad över hushållens skuldsättning. Mmen som Svensson (2014) argumenterar är det inte klart att en högre reporänta är ett effektivt verktyg.

Jansson (2014) pläderar för en bredare översyn av bostadspolitiken, vilket är välmotiverat. Den svenska bostadspolitiken bidrar till att hushållens skuldsättning blir hög och att hushållen blir alltför exponerade gentemot svängningar i bostadspriserna. Den omfattande hyresregleringen, tillsammans med en förmånlig skattebehandling av att äga sin bostad, gör att investeringen i den egna bostaden blir för många hushåll är det enda attraktiva sätt att arrangera sitt boende. Litet enkelt uttryckt får bankerna spela hyresvärd dock så att hushållen blir sårbart för svängningar i tillgångspriserna. Då är det inte överraskande att hushållens skulder blir höga i förhållande till inkomstflödena. Deras nettoförmögenhet påverkas starkt av bostadsprisernas svängningar, eftersom den till stor del består av en högt belånad bostad. Riksbanken verkar vilja påverka hushållens exponering genom att undvika en alltför lång period med extremt låga räntor. Detta kan vara rimligt ur makrostabilitetssynpunkten men är sannolikt inte optimalt vad för inflationsmålet och lönebildningen. Dessutom är det inte klart att en högre räntebana bidrar till en lägre skuldsättning. Tvärtom, genom att inte sänka räntan i tid eller höja den för tidigt kan Riksbanken bidra till en utveckling där inflation blir låg, realräntan hög och hushållens reala skuldbörda därmed också högre än annars.

Inflationsmålet och den konjunkturella penningpolitiken verkar ha skjutits undan till förmån för makrofinansiella hänsyn. Det är därför motiverat att ansvarsfördelningen för penningpolitiken och övervakningen av den finansiella stabiliteten. Att räntepolitiken har kommit att användas för andra syften än inflationsmålet kan visa sig vara ett problematiskt arrangemang. Å andra sidan finns det inget skäl att principiellt ifrågasätta Riksbankens oro över skuldsättning och hushållens kapitalexponering.

¹³ Samma önskemål har framförts i av Konjunkturinstitutet i Lönebildningsrapporten 2013 samt Hjelm (2014).

En annan viktig och principiell synpunkt är att utvidgningen av Riksbankens målsättning inte rimmar väl med dess oberoende. Den rådande delegeringen av penningpolitiska beslut till en oberoende myndighet är beroende av att delegeringen avser ett väl begränsat ansvarsområde och att prestationen – huruvida inflationsmålet på sikt och i genomsnitt har uppnåtts – kan mätas lätt och utvärderas. Ju mer Riksbankens mandat utvidgas i en mer diskretionär och ogenomskinlig riktning, desto svårare blir det att motivera Riksbankens oberoende. Risker är nu att den framväxande och mer diffusa penningpolitiska strategin också kommer att äventyra samförståndet kring Riksbankens oberoende, i synnerhet om allmänheten får intrycket att Riksbanken främst tillgodoser bankernas intressen och inte bryr sig om arbetslöshet och löntagarnas köpkraft. Det är sannolikt utifrån sådana resonemang som regeringen har inrättat det Finansiella Stabilitetsrådet, där företrädare för regeringen, Finansinspektionen, Riksgälden och Riksbanken möts och diskuterar den ekonomisk-politiska helhetsbilden. Detta verkar väl motiverat, eftersom penningpolitisk stabilitet och makrofinansiell stabilitet beror på vad olika ekonomiska aktörer och beslutsfattare gör.

4. VÄXELKURSENS BETYDELSE FÖR KONKURRENSKRAFTEN

4.1 VÄXELKURSENS BETYDELSE FÖR RELATIV KOSTNADSUTVECKLING

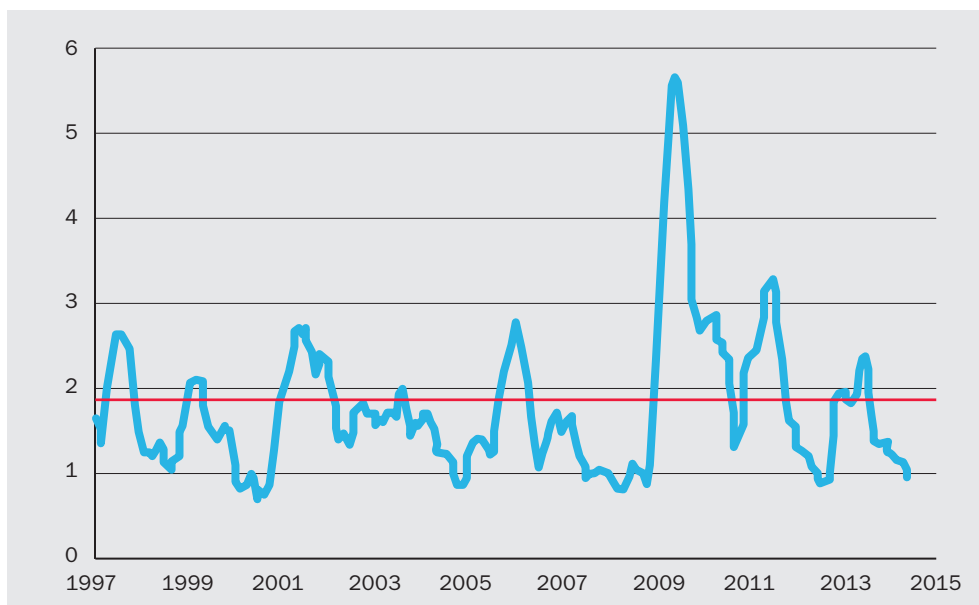
I en relativt liten ekonomi som Sveriges utgör exporten en stor del av ekonomin. Exportintäkterna betalar för importen och en stor del av de varor och en del av de tjänster som konsumeras inom landet är importerade. För företag med nya ideer är ofta hemmamarknaden för liten och man måste i ett relativt tidigt skede gå ut på export. Tillverkningsindustrins exportandel låg 2011 på 64 procent enligt SCB. Det är lätt att hitta exportföretag, även relativt små sådana som har en exportandel som ligger på över 95 procent. Det är till och med lätt att hitta relativt stora exportföretag som inte har någon hemmamarknad utan alltså exporterar 100 procent. Det betyder normalt att man är sårbar för snabba förändringar i växelkurser.

Samtidigt har exportindustrin i allmänhet en hög internationaliseringsgrad. Större företag har verksamheter i många länder och underleverantörer spridda över världen. En annan viktig faktor är att kostnaden för försäljning och marknadsföring utgör en hög andel av slutpriset till kund för den typ av sofistikerade produkter och tjänster som ett exportland som Sverige erbjuder internationellt. Dessa kostnader tas normalt till stor del lokalt i det land man exporterar till. Dessa faktorer mildrar effekterna av växelkursrörelser. Det normala för ett exportföretag som vuxit fram i Sverige är ändå att man har en proportionerligt större andel av sina kostnader än sina intäkter i kronor. Finns det en risk att valutakursen kommer att variera, ja då finns det ett starkt incitament för ett exportföretag att dra ned sin exponering mot kronor, för att inte riskera att hamna i allvarliga ekonomiska svårigheter. På kort sikt kan ett exportföretag valutasäkra sig i en bank. Men det skjuter bara fram risken några månader i tiden. Därför strävar allt fler företag efter att balansera intäkter och kostnader i olika valutor. Det vi kan vänta oss är att om valutakursen varierar mer än tidigare, ja då kommer exportföretaget i högre utsträckning flytta produktion utomlands, göra sig av med sina svenska underleverantörer (eller tvinga dem att förlägga verksamhet utomlands).

I Diagram 4.1 visar vi hur den svenska kronans fluktuationer har ökat efter finanskrisen.

Diagram 4.1

Avvikelse från trend i den svenska kronans kurs mot KIX-index, standardavvikelse från glidande årsmedelvärde.



Källa: Bearbetning av data från Riksbanken.

Fluktuationer i växelkurser riskerar att drastiskt ändra kostnadsrelationerna mellan företag från olika valutaområden. Att stora risker är förknippade med rörliga växelkurser är ingen nyhet. Det har också bidragit till att växelkursregimerna varierat över tiden. Över det senaste århundradet har det funnits en strävan att skapa system med fasta växelkurser mellan länder som handlar mycket med varandra. Bretton Woods-systemet varade under lång tid. Under 1980-talet fick vi i kraftigt ökad utsträckning fria kapitalrörelser. Det växte fram en insikt om att det var mycket svårt att ha en fast växelkurs i en värld av fria kapitalrörelser. I Europa fick vi en ekonomiskt monetär union (EMU) med en gemensam valuta euron, först som elektronisk valuta och från 1 januari 2002 med cirkulerande mynt och sedlar. Bakgrunden till EMU var främst att säkerställa den europeiska integrationen så att länderna inte efter t.ex. en krissituation skulle resa hinder mot varandra. Med en gemensam valuta kan man inte konkurrensdevalvera. Euron var ett politiskt projekt och de för- och nackdelar som det medför att inte ha en självständig penningpolitik diskuterades alldeles för lite i de länder som kom att ingå.

Den amerikanska dollarn har förblivit världsvalutan och fluktuationerna mellan euron och dollarn har varit betydande. Bland större länder och valutor har vi en stor spridning i typen av växelkursregim. Vi har rent flytande växelkurser där centralbanken har ett inflationsmål, vi har flytande växelkurs där centralbanken har som uppgift att också stabilisera valutan (managed float) och vi har fast växelkurs mot dollarn eller någon annan stor valuta. Den kinesiska renminbin har fast växelkurs mot en icke offentliggjord korg av valutor där riktpunkten ändras över tiden. I praktiken har man de senaste åren haft en både nominell och real appreciering mot dollarn. I Japan har centralbanken

under de senaste åren drivit en aktiv politik för att få ned yens kurs genom kvantitativa lättnader, samtidigt som man höjt inflationsmålet. Valutorna i arabiska gulfen samt hongkong-dollar har fast växelkurs mot dollarn.

I Sverige och Danmark fanns en politisk vilja att ansluta sig till europrojektet men i båda fallen föll det i folkomröstningar. Danmark valde att binda sin valuta till euron, medan Sverige valde en rörlig växelkurs. I båda fallen ville en majoritet av politiska partier, fackföreningsrörelse och näringslivsorganisationer ha en euroanslutning. När det blev nej i folkomröstningarna gjordes heller ingen analys av handlingsalternativen. Danmark hade redan fast växelkurs och ingick i ERM2, Sverige hade rörlig växelkurs. Man lät helt enkelt det rådande systemet förbli som det var. I Sveriges fall fanns länge en tilltro till att det stora handelsutbytet med euroblocket skulle leda till att valutasvängningarna blev små. Det likartade inflationsmålet som ECB skulle också bidra till stabilitet. Så var också i stort sett fallet fram till finanskrisen. Sedan har svängningarna blivit desto större. Vi har hamnat i en helt annan situation än vad egentligen någon av såväl förespråkare som motståndare till EMU-anslutning hade tänkt sig.

Vi har därför intresserat oss för att titta närmare på de faktorer som anses bestämma växelkursen samt vilka empiriska resultat som finns för olika teorier. I synnerhet intresserar vi oss för möjligheterna att bedöma utvecklingen på kort sikt och lång sikt. Att svängningarna kan vara svårförklarliga på kort sikt är kanske inte så märkligt. Hur ser det ut på lite längre sikt? Hur torrt på fötterna har vi när det gäller bedömningen av valutarörelserna på lite längre sikt? Följande genomgång går igenom de viktigaste teorierna över de faktorer som anses bestämma förändringar i växelkurser. Vi utger oss på inget sätt göra en fullständig genomgång, och vi har i flera fall förenklat resonemangen för att även den som inte är nationalekonom ska kunna hänga med. Se även litteraturanvisningarna.

I avsnitt 4.3 tar vi upp erfarenheterna i Danmark och Schweiz, två länder som valt en annan växelkursregim än Sverige.

4.2 BESTÄMNINGSFAKTORER FÖR VÄXELKURSER

Relativpriser och inflation

Om priset på en vara skiljer sig mellan land A och land B så kommer handel medföra att den reala växelkursen ändras så att priserna minus transaktionskostnader blir de samma. Detta kallas för ”The law of one price”, ett av de äldsta teoremen i nationalekonomi och anses härröra tillbaka till universitetet i Salamanca på 1400-talet. Betydligt senare myntade den svenske nationalekonomen Gustaf Cassel begreppet köpkraftsparitet (PPP= Purchasing Power Parity). En valuta är köpkraftsparitetsjusterad i förhållande till en annan valuta när en identisk varukorg har samma pris. Att prisnivåerna skiljer sig åt mellan olika länder är uppenbart för alla. Man har därför antagit att valutakurserna utjämnas i linje med skillnaderna i köpkraftsparitet först på mycket lång sikt. Däremot modererade man tidigt sambandet mellan prisnivå och växelkurs till att anta att en valuta bör förändras i förhållande till en annan i takt med förändrade inflationstakter mellan länderna.

Internationella organ som IMF och Världsbanken kom att räkna om BNP i framför allt tillväxt- och utvecklingsländerna korrigerade för skillnaderna i köpkraftsparitet. Omräknat till köpkraftskorrigerad BNP blev dessa länders vikt i världsekonomin betydligt större, än när man anger ländernas BNP till marknadspris i gemensam valuta.

Dessvärre har man haft svårt att empiriskt belägga att växelkurserna förändras i riktning mot minskade skillnader i köpkraftsparitet. Detta brukar ekonomer kalla ”*The purchasing power parity puzzle, PPPP*”. Lucio Sarno och Mark Taylor gjorde 2002 en stor genomgång av alla viktigare empiriska studier. De finner ett visst men svagt stöd för en utjämning i de reala växelkurserna mellan de viktigaste industriländerna. Resultaten är mer nedslående för utvecklings- och tillväxtländer. Man drar följande slutsats: ”*movements in real exchange rates of these economies are largely driven by real shocks... Overall, the results provided by the literature on identifying the source of shocks driving real and nominal exchange rate movements has provided mixed results.*”

Sedan dess har en hel del empiriska studier genomförts. I en studie som Miguel de Carvalho och Paulo Julio gjorde för det portugisiska handelsministeriet 2010 mätte man förändringar i de reala växelkurserna i relation till såväl konsumentpriser som producentpriser för 20 bilaterala växelkurser. Man fann att bara i 30 procent av fallen gav modellen bättre resultat än en så kallad random walk-variabel när det gäller KPI. För PPI var resultaten ännu sämre. Slutsatsen är att om det finns en tendens för växelkurser att förändras i riktning mot att utjämna skillnader i PPP så är den ytterst långsiktig. Volatiliteten är betydande. Barbara Rossi (2013) hänvisar till flera andra empiriska studier som kommer fram till att avvikelser i en valuta från riktningen att utjämna skillnaden i köpkraftsparitet kan pågå under mycket lång tid och att det är svårt att påvisa rörelse i ”rätt riktning” annat än på mycket lång sikt. Man kan möjligen tolka detta som att avvikelserna i köpkraftsparitet är marknadens mått på risken i att göra affärer med vissa länder.

Produktivitetsskillnader

Enligt Harrod-Balassa-Samuelson-teoremet (uppkallat efter upphovsmännen och i sin slutliga form lanserat 1964) är den relativa produktivitetsutvecklingen en viktig bestämningsfaktor för den reala växelkursen. Man delar in ekonomin i konkurrensutsatta och icke-konkurrensutsatta näringar (”tradable and non tradable industries”). Produktivitetsoökningen i den konkurrensutsatta sektorn förutses leda till högre prisnivå i den icke-konkurrensutsatta sektorn, vilket bidrar till en real appreciering av valutan. Det har dock visat sig svårt att empiriskt belägga teoremet. Det finns exempel på mätningar som visar att sambandet mellan produktivitet och växelkurs håller. Jaewoo Lee och Man-Keung Tan gjorde 2003 en studie för IMF då man tog sektordata för 12 industriländer fram till 1992 och Lee och Tan fann en positiv effekt mellan arbetsproduktivitet och den reala växelkursen. Med högre produktivitet i den konkurrensutsatta sektorn apprecieras den reala växelkursen. När däremot arbetsproduktiviteten ersattes av den totala faktorproduktiviteten försvagades sambandet kraftigt. Dessutom kunde man inte påvisa någon effekt av förändringar i den icke-konkurrensutsatta sektorn, vilket man borde enligt Harrod-Balassa-Samuelson.

Svårigheterna med den här typen av studier är att de ofta inte håller när man byter tidsperiod. Det beror på att effekten av olika faktorer på växelkursen ändras sig över tiden, ibland drastiskt. Cheung m fl, citerade av Rossi (2013), kom 2005 fram till ett annat resultat än Lee och Tan. Man avfärdade att en modell med arbetsproduktiviteten som förklaringsvariabel prognostiserar växelkursen bättre än en slumpvariabel.

Räntedifferenser

Ekonomen Irving Fisher formulerade redan 1896 att skillnader i räntenivå mellan två länder bör påverka valutakursen mellan länderna. Om man vid en given nominell valutakurs och förutsatt perfekt framtidssyn kan köpa en utländsk obligation till ett annat pris än en inhemsk obligation inklusive transaktionskostnader så kommer man sälja de dyrare obligationerna och köpa de billigare tills växelkursen utjämnat prisskillnaderna.

Trots den uppenbara logiken i teoremet, visade det sig svårt att empiriskt belägga det. Dornbusch utvecklade teorin ytterligare i en berömd artikel i Journal of Political Economy 1976, då begreppet ”overshooting” infördes. Förenklat innebär det att på grund av att priser uppvisar en stelhet så leder uppkomsten av en räntedifferens till en reaktion i den reala växelkursen som ofta blir större än vad som är motiverat. Kenneth Rogoff (2002) förklarar väl Dornbusch teori som kommit att få betydelse för hur aktörerna på finansmarknaden agerar. Räntedifferenser finns normalt också med i de modeller för valutakursrörelser som används.

Fortfarande har dock de flesta studier som gjorts inte kunnat visa någon positiv avvikelse från en slumpvariabel. En del studier har visat ett positivt samband på lång sikt (Rossi 2013). Uppenbarligen måste räntedifferensen kombineras med andra variabler för att sambandet ska hålla. Vissa empiriska studier visar också på ett mycket kortsiktigt samband. Centralbanker brukar reagera på ett snabbt valutafall med att höja räntenivån. När det turkiska pundet föll i januari 2014 reagerade centralbanken med att höja styrräntan med fem och en halv procentenheter till 10 procent. Det fick genast stopp på raset och ledde till en liten rekyl. En räntehöjning bör leda till ett inflöde av kapital och gör det ofta också. Dock inte alltid. När Sveriges Riksbank höjde marginalräntan till 500 procent 1992 för att försvara kronan så lyckades man ändå inte försvara den fasta svenska växelkursen. Finansmarknaden räknade inte med att Sverige skulle lyckas, vilket man inte heller gjorde.

När Riksbanken 2010 drog upp styrräntan förstärktes däremot snabbt den svenska kronan. Kursen mot euro kulminerade i mars 2011. Samma månad började ECB höja sin styrränta. Det verkar troligt att räntedifferensen delvis orsakade kronförstärkningen. Men det är alltså inte självklart.

Råvarupriser

En del forskare har fokuserat på länder som har ett stort råvaruinnehåll i sin utrikeshandel. Ekonomier som har en stor råvaruexport skulle utsättas för en appreciering av sin valuta när priset på deras exportvaror stiger. Spontant känns det som plausibelt.

Vi kan lätt se att det finns länder i vår omvärld vars valutor apprecierat efter det att priserna på deras råvaror stiger. På senare år har Australien haft en apprecierande valuta samtidigt som kolpriserna stigit, liknande trender har iakttagits för Sydafrika och guldets respektive Canada och oljesanden.

De empiriska studier som genomförts är dock inte övertygande. De visar att det går att hitta samband mellan förändringar i relativa exportpriser för råvaror och förändringar i växelkurser för givna tidsperioder, men när man följer utvecklingen över en längre tidsperiod förloras sambandet. En del studier visar att sambandet håller på mycket kort sikt (dagsnoteringar).

Taylorregeln

Taylorregeln formulerar hur en centralbank med inflationsmål ska sätta den nominella räntenivån. Denna sätts som en funktion av avvikelsen i inflationen från inflationsmålet i kombination med outputgapet – avvikelsen i BNP-tillväxten från den långsiktigt ut-hålliga tillväxttakten. Forskarna Molodtsova och Papell byggde en modell på sambandet inspirerade av en artikel av Svensson (2000) om inflationsmål i en öppen ekonomi som tog i beaktande att en centralbank i en öppen ekonomi strävar efter att hålla fast den nominella växelkursen vid sin PPP-nivå. Därmed kunde man skatta den reala växelkursen och lyckades hitta ett empiriskt hållbart samband för flera länder (Rossi 2013). Efter att finanskrisen brutit ut byggde Molodtsova och Papell ut sambandet genom att inkludera olika indikatorer för finansiell stress. Empiriska studier har visat på att sambanden verkar hålla i vissa fall för växelkursrörelser på kort sikt.

Den monetaristiska teorin

Frankel och Mussa utvecklade på 1970-talet den monetaristiska teorin för växelkursen där dess fluktuationer beror av ländernas relativa penningmängd tillsammans med skillnader i output, relativa räntesatser och priser. Därmed har vi fått med flera av de variabler som vi redan behandlat. De empiriska studierna ger ett blandat resultat. Rossi (2013) hänvisar till att de flesta studier visar på att sambandet inte håller på kort sikt. På lång sikt, 3-4 år, finns det vissa studier som visar på ett visst samband medan andra hävdar att sambandet inte håller ens på lång sikt.

Betalningsbalansen

En del forskare har hävdat att man måste titta på hela betalningsbalansen. Förutom export och import måste man inkludera utländska tillgångar och skulder samt avkastningen på dessa. Därmed inkluderar man förändringar i utländska tillgångar, netto mellan två länder som en av förklaringsfaktorerna för växelkursen. Det här har kommit att kallas för ”*The Net Foreign Asset Model*” och har kommit att inkluderas i de flesta internationella makromodeller. Rossi hänvisar till flera empiriska studier som visar på ett positivt samband. Sambandet blir enligt Rossi 2013, sid 1074 svagare på längre sikt.

Det är möjligen förvånande. Sedan internationella kapitalrörelser släpptes fria i de flesta länder på 1980-talet har internationella portföljrörelser blivit alltmer omfattande. Det är uppenbart att dessa har en massiv effekt på växelkursrörelserna. Det svåra är att i sin tur härleda dessa ur andra ekonomiska fundamenta. Sparande brukar i nationalekonomi beskrivas som uppskjuten konsumtion, i en sluten ekonomi är sparande lika med investeringar. I en öppen ekonomi är skillnaden mellan sparande och investeringar saldot i bytesbalansen. Långsiktiga förändringar i sparbetendet kan därmed påverka den nominella och reala växelkursen. Överskottet i bytesbalansen i Sverige sedan 1990-talets återhämtning kan förmodligen till en del förklaras med det ökande pensionssparandet av flera stora kohorter – födda på 1940-talet och i början av 1950-talet – som under de senaste tjugo åren varit produktiva i arbetslivet och sparat genom pensionssystemet. I och med att dessa årskullar pensionerar sig på 2010-talet, skapas också ett tryck för en gradvis förstärkning av kronan. Debatten om pensionssystemets uthållighet verkar ha haft en positiv effekt på yngre kohorters sparvilja. Det kan bidra till att förklara att sparandet fortsatt att vara högt i Sverige, trots att 40-talister i stor utsträckning gått i pension. Konjunkturinstitutet (KI) (2012), sid 113-114, påpekar att den arbetsföra befolkningen i Sverige kommer att minska framöver och detta kommer att medföra förskjutningar i sparande mellan Sverige och dess viktigaste handelspartner. Om sparandet i Sverige faller tillbaka, kommer detta att återspeglas i ett lägre bytesbalanssaldo. KI drar slutsatsen att det i sin tur på sikt kommer att förstärka den reala (och den nominella) växelkursen.

Transmissionsmekanismen till växelkursen kan gå via räntedifferensen. Antag att sparbenägenheten i en ekonomi ökar. Efterfrågan på inhemska varor och tjänster minskar, vilket lindrar inflationstrycket. Centralbanken, som vi utgår från har ett inflationsmål, väljer då en lägre räntebana för styrräntan, vilket i sin tur försvagar valutan. Vi får en motsvarande anpassning på finansmarknaden då inhemska och utländska investerare placerar om från landet med lägre räntebana till länder med högre ränta.

Vi har inte sett så mycket forskning eller empiriska studier på långsiktiga förändringar i sparbetende. Det är väl känt att t.ex. Kinas höga bruttosparande är det som möjliggjort den långa epoken av lägre relativa arbetskraftskostnader i den kinesiska ekonomin, trots det starka inflödet av utländska investeringar. Den demografiska situationen, Kinas stora befolkning har givetvis bidragit, men det höga sparandet har möjliggjort de massiva köpen av amerikanska statsobligationer som under lång tid hållit ned den kinesiska valutan.

Erfarenheter av olika prognosmodeller

De modeller forskarna i allmänhet laborerat med på senare tid har varit så kallade ECM-modeller (*Error correction models*). Utöver att söka förklara med variabler som ska fånga den aktuella situationen inkluderar dessa modeller även storleken på avvikelsen från ett mer långsiktigt jämviktsläge som förklarande variabel. Tanken är att stora avvikelser från långsiktig jämvikt kommer att medföra en kraftigare återgång mot långsiktig jämvikt än små avvikelser. Rossi hänvisar till att det idag finns ett stöd i empiriska studier för att monetära fundamenta i en ECM-modell visar bättre prognoser för

valutakursen än en ren slumpvariabel om tidshorisonten är åtminstone fyra år. Modeller som bygger på Taylorregeln och The Net Foreign Asset Model visar en viss prognosstyrka på kort sikt (högst en månad).

Den akademiska forskningen har ett krav på sig på stringens som offentliga och privata prognosmakare som konjunkturinstitut, banker, internationella organ, informationsföretag inte har. Vi har kontaktat det välkända prognos- och informationsföretaget IHS och frågat ut dem hur de bygger sina prognosresultat. IHS har kommit ur en rad fusioner där historien börjar med den första ekonometriska modellen för ett lands ekonomi, The Wharton school model. Lawrence Klein utarbetade denna och fick senare Nobelpriset i ekonomi. Han lade grunden för prognosföretaget WEFA som senare fusionerades med Chase Econometrics. Efter ytterligare ett antal fusioner bildades Global Insight Inc 2001 som i sin tur 2008 förvärvades av IHS, då ett stort informationsföretag i Denver som var verksam med information om energimarknaden, försvarsindustrin mm.

IHS har en ekonometrisk modell för varje land i kombination med förenklade inter linkage-modeller för världsekonomin. Dessa används för att köra scenarios. En förenklad modell för växelkursen mot USD i ett tillväxtland kan se ut på följande sätt:

$$\begin{aligned} \Delta \log(RX) = & \beta_1 \cdot \Delta(RS - RS_{US}) + \beta_2 \cdot \Delta \log(RX)(-1) + \\ & \beta_3 \cdot \Delta \log(KNFA_{\$}/KNFA_{US\$})(-1) + \\ & \beta_4 \cdot [\log(RX) - \beta_5 \cdot \log((PGDP/PGDP_{US}))](-1) \end{aligned}$$

där $PGDP_{US}$ är USA:s BNP-deflator, RS_{US} är USA:s korta ränta och $NFA_{\$}$ är landet X nettotillgångar i USA och $NFA_{US\$}$ är amerikanska nettotillgångar i landet X. K är kapitalstocken.

IHS berättade hur man gör prognoser för den svenska kronans kurs mot euron. Trots en stor erfarenhet av ekonometriska modeller görs prognosen för växelkursen mellan sek och euro manuellt. Man gör en bred ansats på basis av ekonomiska fundamenta i Sverige respektive euroområdet. Det innefattar BNP-tillväxt, inflation, handels- och bytesbalans, förändringar i penningpolitik samt kapitalflöden, yieldkurvor och statens skuld och underskott. På kort sikt ser man centralbankens kommentarer och räntepolitik som avgörande bestämningsfaktorer. Man räknar med att Riksbanken kommer att sänka styrrentan i juli 2014 men räknar med att Riksbanken börjar höja andra kvartalet 2015. På sikt tar man i beaktande skillnader i PPP, såväl konsumentpriser, producentpriser som arbetskraftskostnader per producerad enhet. Den prognos man landar i är en modest appreciering till bandet 8,60-8,80 mot euron. IHS Sverigeekonom tillägger att växelkurser samtidigt är svårast att göra prognoser för av alla ekonomiska variabler. Det reflekteras möjligen i den försiktiga slutbedömningen.

Vi frågade också Oxford Economics som utarbetat en elegant modell för världsekonomin innefattande alla större ekonomier och som man kan abonnera på för att själv köra ekonomiska scenarios. Även Oxford Economics gör en del handpåläggning. Deras bedömning för den svenska kronans kurs mot euron är betydligt mer aggressiv. De räknar med att kronan apprecieras till 8 kronor/euro i slutet av 2015. Den främsta drivkraften är att man räknar med att vi kommer att få en räntedifferens mot euroområdet i och

med att Riksbanken kommer att påbörja höjningar av styrräntan under 2015. De räknar med att ECB inte kommer att höja räntan förrän 2017 och perspektivet av en stigande räntedifferens kommer att slå igenom.

För att sammanfatta vad vi kommit fram till så verkar det alltså finnas ett visst stöd för att en kombination av de faktorer vi gått igenom slår igenom i växelkurserna, men först efter en längre tidsperiod. Relativa förändringar mellan länder i inflation, räntenivå, produktivitet och sparande har betydelse för växelkursen men deras inbördes betydelse och styrka skiftar över tiden. Det betyder att i princip kan växelkurser gå i vilken riktning som helst på medellång sikt (ett par år). Det är ganska långt från en vanlig uppfattning att marknaden rättar till obalanser. Det verkar också som att de ”prognosmakare” som är mest modelldrivna i sitt arbetssätt ändå överger modellerna när det gäller att bedöma växelkursförändringar på medellång sikt.

4.3 BYTE AV VÄXELKURSREGIM – ÄR DET EN LÖSNING?

Om växelkurserna på kort och medellång sikt kan gå i vilken riktning som helst så är uppenbarligen en flytande växelkurs mot omvärlden ett riskfyllt projekt för ett litet land som har en öppen ekonomi. Förutom Sverige har bland annat Storbritannien en flytande växelkurs i EU utan att utgöra en del av euroområdet. Trots att Storbritannien har en många gånger större ekonomi än Sverige har det brittiska pundet också fluktuerat kraftigt under de senaste åren.

Hur har det gått för länder som har en annan växelkursregim? Vi har gjort en kortfattad genomgång av den danska och den schweiziska erfarenheten.

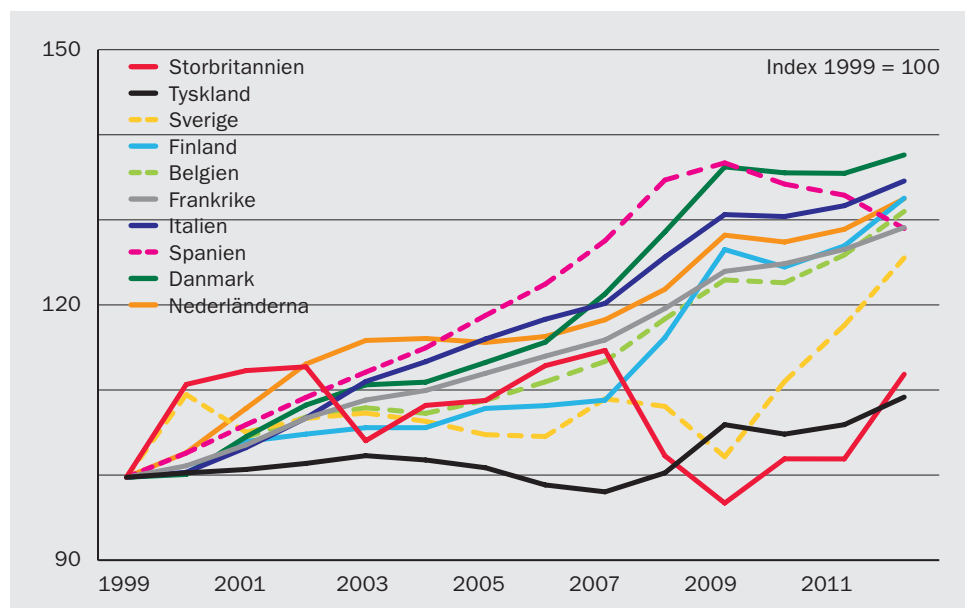
Danmark – peg mot euron

Danmark folkomröstade om euron i september 2000. Det hade föregåtts av opinionsundersökningar som visade en majoritet för euron, men förslaget om anslutning till euroområdet röstades ned av 52 procent av de röstande. Danmark hade under lång tid haft fast växelkurs, först mot dmarken och sedan mot euron när den infördes som elektronisk valuta 1999. Man såg inte nej i folkomröstningen som en anledning att ändra växelkursregim. Därmed utgör växelkursen ankaret i penningpolitiken. ECB:s inflationsmål är också Danmarks men om inflationen i Danmark avviker från målet, så kan man bara i den utsträckning det fasta växelkursmålet medger det använda penningpolitiken som medel. Växelkursen mot euro är satt vid 7,46038 plus minus 2,25 procent (se <http://www.nationalbanken.dk/da/pengepolitik>). I vidare mening kan man inte använda penningpolitiken som ekonomiskt politiskt styrmedel för att påverka konjunkturcykeln. Från Danmarks Nationalbanks sida brukar man påpeka att deras fasta växelkurs inte lett till mer volatilitet i produktion och inflation än i deras nordiska grannländer som alla valt en annan växelkursregim (Thomsen & Abildgren 2011).

Nu kan det påståendet justifieras med att utvecklingen i Norge var betydligt mer volatil. I själva verket låg inflationen ett bra tag en bit över Finlands och Sverige under första hälften av förra decenniet. Danmarks ekonomi var vid den tiden tämligen stark. En

Diagram 4.2

Enhetsarbetskostnader i Västeuropa i gemensam valuta.



Källa: Eurostat och IMF

bostadsbubbla byggdes upp. Som diagrammet visar ökade tidigt Danmarks relativa arbetskraftskostnader per producerad enhet snabbare än i konkurrentländerna och bidrog till att när den danska konjunkturen väl vände ned 2008 så blev svacknan synnerligen långvarig. Efter en liten återhämtning 2010 vände konjunkturen åter ned fjärde kvartalet 2010. Under första hälften av 2000-talet borde Danmark bedrivit en mer restriktiv penningpolitik, men man var bunden av växelkursmålet.

När finanskrisen slog till 2008 kom danska kronan på allvar under press. Man fick intervensera på valutamarknaderna i september och oktober. Det räckte dock inte utan man tvingades höja räntorna i oktober samtidigt som ECB sänkte. Spreaden mot ECB ökade därmed. 24 oktober tvingades man höja igen och spreaden mot ECB toppade därmed på 1,75 procent (Thomsen & Abildgren 2011). Därefter stabiliserades den danska kronan. I en tid då ekonomin snabbt var på väg ned tvingades alltså Danmark att strama åt penningpolitiken för att försvara växelkursmålet.

De senaste åren har inflationstakten i Danmark legat lägre än i Finland som är med i euroområdet. Dock har den ekonomiska tillväxten varit svag. Man kan säga att växelkursregimen varit framgångsrik så tillvida att man klarat av inflationsmålet trots att man inte kunnat använda penningpolitiken. Exportföretagen har haft fördelen att veta vad som gäller, man har sluppit den valutakursosäkerhet som företagen upplever i Sverige. Däremot är det klart att det varit en brist att man inte kunnat använda penningpolitiken för att stabilisera ekonomin, först under första hälften av 2000-talet då kostnadsutvecklingen blev utmanande och sedan under det första akuta skedet av finanskrisen.

Diagram 4.3

Schweiz – nominell växelkurs. CHF/EUR dagligt spotpris.



Källa: Källa:ECB

Fallet Schweiz – inflationsmål med valutakursgolvet

Schweiz ställning som ”safe heaven” ledde till kraftiga kursrörelser från det att finanskrisen bröt ut. Initialt försvagades schweizerfrancen när subprimekrisen påverkade förtroendet för de schweiziska bankerna, men sedan har ett tidvis starkt apprecieringstryck uppstått. Från 2000 baserades penningpolitiken av SNB på tre element: 1) prisstabilitet som definierats som högst 2 procents CPI-inflation. 2) En medelsiktig inflationsprognos och 3) en referensränta som varit 3-månaders interbankränta, Libor.

När schweizerfrancen stärktes under 2009 började SNB i mars att lätta på penningpolitiken i kombination med att man köpte euro på forexmarknaderna. Dessa aggressiva köp steriliserades inte utan den monetära basen tilläts öka. Schweizerfrancen föll också tillbaka. Från april 2009 till februari 2010 steriliserades interventionerna på forexmarknaderna. Under 2010 förvärrades eurokrisen och schweizerfrancen utsattes åter för apprecieringstryck. Med nya interventioner som i flera fall ledde till att deprecieringar och apprecieringar avlöste varandra deklarerade SNB den 6 september 2011 att de inte längre skulle tolerera att schweizerfrancen föll under 1.20 mot euron och att man var beredd att köpa obegränsade mängder utländsk valuta för att hålla det golvet (SNB Annual Report 2011, sid 38).

Golvet har hållits sedan dess. Schweizerfrancens kurs har legat strax över golvet, se Diagram 4.3. Erfarenheterna är alltså positiva i så motto att valutakursmålet hållits. Man ska ha klart för sig att golvet lades på en kursnivå som några år tidigare hade betecknats som mycket stark. Det visar sig också i inflationstakten som för närvarande (april 2014)

ligger på noll procent. Schweizerfrancen är fri att falla, i vilket fall SNB kan komma att ingripa om det i sin tur skulle äventyra inflationsmålet.

Erfarenheterna av interventionerna under 2009-10 då man samtidigt steriliserade insatserna är negativa i så motto att man inte klarade av att stabilisera växelkursen. Steriliserande interventioner påverkar däremot som sagt inte penningmängden och är därmed inget hot mot inflationsmålet.

Frågan i förlängningen är hur man ska hantera valutakursgolvet om till exempel produktiviteten i längden ökar snabbare i Schweiz än i euroområdet. Då finns inte möjligheten för en real appreciering av schweizerfrancen. Eftersom golvet ligger på en nivå som innebär en relativt stark schweizerfranc är den risken under lång tid minimal. Man kan också tänka sig att euron faller kraftigt gentemot övriga valutor och att Schweiz därmed riskerar att få en importerad inflation. Den officiella deklARATIONEN är fortfarande att Schweiz har ett övergripande inflationsmål, men egentligen kan man inte ha flera mål som kan komma i konflikt med varandra. Även i det här fallet innebär nivån för golvet att risken är liten. Schweiz ligger idag i praktiken inte långt ifrån en deflationistisk utveckling.

En annan risk är att de ökningar av penningmängden som interventionerna på penningmarknaderna leder till i sin tur kan leda till en icke önskad uppgång i tillgångspriser. Den risken är i så fall större. Schweiz val har inneburit att man kommit att få en lägre inflation än euroområdets inflationsmål. Det har varit priset för en växelkursregim som skapat stabilitet. En lägre inflationstakt betyder att arbetslösheten blivit högre än den borde vara. Det finns därmed en parallell till Sverige som genom riksbankens oro för hushållens skuldsättning också hamnat i en lägre inflationstakt än inflationsmålet.

4.4 SLUTSATSER

Vad betyder svårigheterna att bestämma växelkursens riktning på kort och medellång sikt? Det betyder bland annat att ett löneavtal som arbetsgivarparten upplever ligger inom ramarna för utvecklingen av relativkostnaderna (gentemot konkurrentländerna) i efterhand inte gör det. Det kan också betyda att ett löneavtal som fackförningssidan anser säkrar en acceptabel reallöneutveckling i efterhand inte gör det. Eller tvärtom. Under alla omständigheter för det in ett stort mått av osäkerhet i avtalsprocessen.

När en eventuell anslutning till EMU diskuterades i Sverige var en av de åsikter som kom upp att det är en fördel med en egen valuta och en oberoende nationell centralbank för det tvingar fackföreningarna att visa återhållsamhet i förhandlingarna. Om lönekostnaderna spränger ramarna för inflationsmålet så kommer nämligen Riksbanken att höja styrräntan. I praktiken kom också flera av euroländerna att få höga lönekostnadsökningar i förhållande till produktivitetsutvecklingen. Framför allt Italien och Spanien kom att få snabbt ökade lönekostnader efter euroanknytningen, något som starkt bidragit till att de drabbades så svårt efter finanskrisen. Sverige och Storbritannien fick en lugnare lönekostnadsutveckling men Tysklands kom att ligga långt därunder. Så här i efterhand verkar förekomsten av en självständig centralbank som en liten

faktor i sammanhanget. Betydligt viktigare är avtalsmodell, regler på arbetsmarknaden, styrkeförhållanden på arbetsmarknaden m.m.

I Sverige gjordes ingen analys av vad det skulle innebära att ha en flytande kurs mot euron. Man hade det innan folkomröstningen om EMU och ändrade helt enkelt inget.

I och med volatiliteten i växelkurserna och svårigheten att bedöma rörelserna på kort och medellång sikt finns det en risk för att allt fler svenska exportföretag fortsätter att skära i sina svenska kostnader. Redan har den inhemska förädlingsgraden i exporten gått ned betydligt enligt OECD. Det kommer förmodligen att betyda en fortsatt nedgång av systerindustrin i tillverkningsindustrin.

Vi anser att man bör börja diskutera växelkursregim. Det finns ingen optimal växelkursregim för alla perioder i utvecklingen. En växelkursregim har en begränsad livslängd, det visar den historiska utvecklingen. En svensk euroanslutning förutsätter en folkomröstning, något som för närvarande verkar ligga långt fram i tiden. Danmark och Schweiz har valt andra lösningar. Vår genomgång visar att man då får minskad valutaosäkerhet, men att andra nackdelar tillkommer.

För arbetsmarknadens parter innebär valutaosäkerheten ett ytterligare störmoment. Beroendet av euroområdet där de viktigaste konkurrentföretagen till svensk industri finns gör att man riskerar svårigheter om lönekostnadsutvecklingen avviker från den i euroområdet. Valutasvängningarna kan ytterligare förstärka skillnaderna. Bestämningssfaktorerna för växelkursen talar för en starkare krona på sikt. Det kan bli en tuff utmaning om euroområdet samtidigt växlar ned sin löneökningstakt.

5. FRAMTIDA UTVECKLING I SVERIGE OCH I KONKURRENTLÄNDERNA

I detta kapitel diskuteras konjunkturutsikter i Sveriges viktigaste konkurrentländer med betoning på pris- och kostnadsutveckling, och en jämförelse görs med svenska utsikter. Såväl konjunkturella som strukturella orsaker till den låga inflationen analyseras. Slutligen görs en bedömning av konsekvenserna för svensk industri.

5.1 MAKROEKONOMISKA UTSIKTER

BNP-tillväxten i världsekonomin stärktes i slutet av fjolåret, men första kvartalet i år syntes återigen en avmattning efter försämrade väderförhållanden i främst USA, minskad lageruppyggnad och en försvagning i de större tillväxtländerna, inklusive Kina.

Trots avmattningen och de många konjunkturrisiker som alltjämt är större på nedåtsidan, förutser flertalet prognosmakare¹⁴ en fortsatt återhämtning i världsekonomin om än en måttlig sådan. Drivkrafterna är den fortsatt expansiva penningpolitiken, stödjande finansiella förhållanden och – främst i Europa – en avtagande negativ tillväxteffekt från finanspolitisk åtstramning.

Den globala tillväxten bedöms stiga från knappt 3 procent 2013 till 3,4-3,6 procent i år och 3,8-3,9 procent nästa år. Tillväxtländerna har saktat in, men förutses växa hyggligt under prognosperioden där Kina når en tillväxt kring 7-7,5 procent. USA står för den högsta tillväxten bland större industriländer, medan euroområdet först ifjol kvalade in i tillväxtligan och väntas nå 1,5-1,7 procents tillväxt 2015.

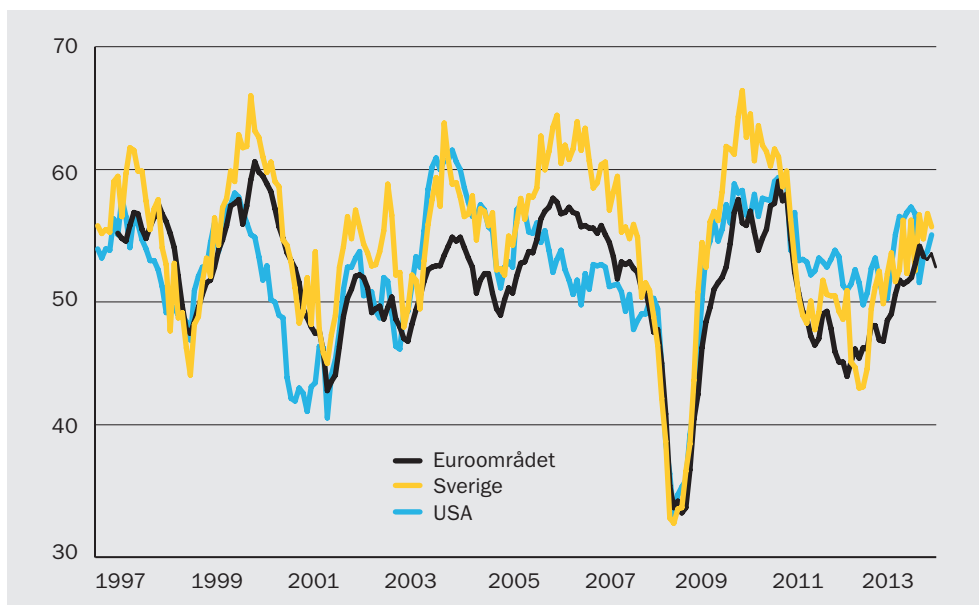
Sverige utvecklas betydligt starkare än övriga Europa, särskilt i jämförelse med Finland och de krisdrabbade länderna i södra Europa. Med en BNP-tillväxt kring 3 procent förväntas Sverige överträffas endast av Polen, Lettland och Litauen sammantaget 2014-15.

Prognosen för industriländerna innehåller 1) Fortsatt stora arbets- och outputgap med hög arbetslöshet och mycket lediga resurser, 2) Investeringar som alltjämt utvecklas svagare än före finanskrisen, särskilt i Europa, 3) Fortsatt expansiv penningpolitik – men utanför euroområdet med en begynnande försiktig åtstramning, 4) Inget eller litet finanspolitiskt stimulansutrymme samt 5) Fallande eller stabila råvarupriser, med låg inflation i producent- och konsumentled.

Svensk industri förutses stärkas när efterfrågan stiger i de mer utvecklade länderna samtidigt som tillväxtländerna fortsätter utvecklas hyggligt. Inköpschefsindex signalerar en något snabbare produktionstakt i tillverkningsindustrin de kommande två åren, jämfört med de senaste två. Även om euroområdet befinner sig i tillväxtzonen, är trenden något nedåt de senaste månaderna.

14) Detta kapitel utgår från IMF (april 2014) samt OECD och EU-kommissionen (2014).

Diagram 5.1
Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin



Källor: Institute for Supply Management, ISM (USA), Markit (euroområdet), Swedbank & Silf (Sverige).

Konjunkturrisikerna inkluderar bakslag i Europa, främst vad gäller reformer, arbetsmarknad och banksystem. Givet bakslag där exempelvis arbetslösheten stiger och euron inte försvagas som väntat ökar risken för en deflatorisk utveckling, inte minst med hänsyn till att inflationen är låg och inflationsförväntningarna faller. I USA finns osäkerhet kring avtrappningen av de kvantitativa lättnaderna, med potentiella störningar på de globala finans- marknaderna och särskilt tillväxtländerna som följd. Japan omgärdas av oro kring reformerna och momshöjningen. Tillväxtländerna brottas med risken för ett större tillväxttapp och finansiella obalanser (t ex kinesiska skuggbankssystemet och fastighetsmarknaden). Inte minst de stramare finansiella förhållanden i exempelvis Indien, Brasilien och Indonesien har skapat turbulens och avmattning, effekter som kan återkomma och förstärkas. Därutöver finns geopolitiska risker i samband med oron i Ryssland och Ukraina som är svåra att överblicka.

5.2 PRISUTVECKLING

Inflationen i konsumentprisledet i OECD-området har fallit med ca 1,75 procentenheter sedan i slutet av 2011 enligt OECD. I många länder understiger inflationen centralbankernas inflationsmål (se Tabell 5.1). Nedgången speglar både det låga resursutnyttjandet och den svaga kostnadsutvecklingen. Fortsatt stora outputgap, lägre enhetsarbetskostnader och importpriser är konsekvenser av den låga efterfrågan och den svaga arbetsmarknaden, samt stabila eller sjunkande råvarupriser. Inte minst gäller detta energipriserna som sjunkit både för att efterfrågan försvagats och för att utbudet ökat (t ex USA:s utvinning av skiffergas/olja). Även livsmedelspriserna har fallit de senaste åren.

Tabell 5.1

Utfall och prognoser över prisutveckling i konsumentledet, mätt som Harmoniserat Konsumentprisindex (HIKP) i EU och KPI i övriga länder.

KPI/HIKP	Utfall		Prognos (maj 2014) EU-kommissionen		Prognos (maj 2014) OECD 1)		Prognos (april 2014) IMF	
	2012	2013	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Euroområdet	2,5	1,3	0,8	1,2	0,7	1,1	0,9	1,2
Tyskland	2,1	1,6	1,1	1,4	1,1	1,8	1,4	1,4
Frankrike	2,2	1,0	1,0	1,1	0,9	1,1	1,0	1,2
Italien	3,3	1,3	0,7	1,2	0,5	0,9	0,7	1,0
Spanien	2,4	1,5	0,1	0,8	0,1	0,5	0,3	0,8
Nederländerna	2,8	2,6	0,7	0,9	0,5	0,8	0,8	1,0
Irland	1,9	0,5	0,6	1,1	0,3	0,7	0,6	1,1
Finland	3,2	2,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,7	1,5
Estland	4,2	3,2	1,5	3,0	0,7	1,7	3,2	2,8
Lettland	2,3	0,0	1,2	2,5	--	--	1,5	2,5
EU exkl. Sverige	2,6	1,5	1,0	1,5	--	--	1,1	1,4
Storbritannien	2,8	2,6	1,9	2,0	2,0	2,1	1,9	1,9
Danmark	2,4	0,5	1,0	1,6	0,7	1,3	1,5	1,8
Polen	3,7	0,8	1,1	1,9	1,1	1,9	1,5	2,4
Litauen	3,2	1,2	1,0	1,8	--	--	1,0	1,8
Sverige	0,9	0,4	0,5	1,5	0,1	1,4	0,4	1,6
Norge	0,7	2,1	--	--	1,9	2,1	2,0	2,0
USA	2,1	1,5	1,7	1,9	1,5	1,7	1,4	1,6
Japan	0,0	0,4	2,5	1,6	2,6	2,0	2,8	1,7

1) OECD ej HIKP för Sverige, utan KPI inkl kostnader för bolåneräntor

Källor: Vårprognoser från EU-kommissionen, OECD, IMF

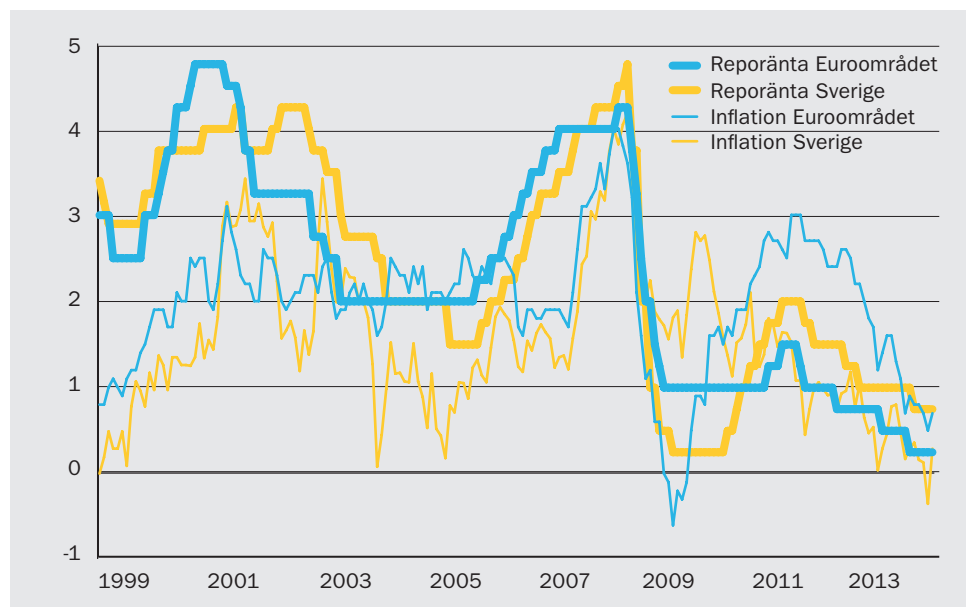
Ovanstående prognosmakare förutser en inflation på knappt 1 procent i EU/euroområdet i år, med en något lägre inflationstakt i de krisdrabbade länderna Italien, Spanien, Portugal, Slovakien och Irland (Grekland har fortfarande fallande konsumentpriser), men även i exempelvis Sverige där inflationen dröjer sig kvar nära noll. I USA ligger inflationen också under den historiska eller trendmässiga nivån, men priserna ökar snabbare än i Europa inte minst som efterfrågeläget är något starkare. Japans inflation hålls uppe artificiellt till följd av momshöjningen, men även den underliggande inflationen bedöms ha ökat något.

Inflationsnedgången i Sverige är bred och beror inte på någon enskild komponent, men de viktigaste orsakerna till att Sveriges KPI utvecklats svagt de senaste åren är fallande räntekostnader och varupriser (Riksbanken, 2014). Till skillnad från omvärlden har livsmedelspriserna i Sverige fortsatt att ge positiva bidrag till inflationen. På senare tid synes tjänstepriserna utvecklas i långsammare takt. Riksbanken konstaterar att tjänstepriser som exkluderar boenderelaterade tjänster utvecklats svagare än tidigare. Riksbanken konstaterar också att tjänstepriser har en något högre persistens än exempelvis energi- och varupriser, vilket talar för att den låga inflationen lättare dröjer sig kvar.

Även i Sverige kan lägre importpriser, via nedgången i globala råvaru- och insatsvarupriser, samt lägre energipriser förklara den låga inflationen, samt även måttligt stigande arbetskostnader per producerad enhet. Den höga arbetslösheten dämpar löneinflationen. Den svenska kronans förstärkning har också bidragit till att hålla tillbaka prisökningstrycket i den svenska ekonomin då importpriserna sjunkit mer räknat i kronor. Att efterfrågan utvecklas svagt både i omvärlden och här hemma bidrar till att företagen har svårt att föra över kostnadsökningar på konsumenten.

En del bedömare pekar på strukturella orsaker till den låga inflationen, såsom globalisering, teknologisk utveckling samt förbättrade rutiner för lagerhållning och logistik. Dessa faktorer spelar sannolikt in, men är svåra att kvantifiera. Att exempelvis digitalisering spelar en stor roll för den i nuläget svaga prisutvecklingen är mindre troligt om argumentet är att företagen kan hålla uppe sina vinster, men ändå hålla låga priser när teknologin bidragit till att stärka produktiviteten. Då skulle företagens vinstandelar kunna hållas uppe, men i verkligheten har både varu- och tjänsteproducerande branscher erfarit lägre vinstandelar, en situation som uppkommer när priserna stiger långsammare än företagens kostnader (exklusive arbetskostnader). Detta talar för att svag efterfrågan och ett dämpat kostnadsläge både i omvärlden och i Sverige håller tillbaka ökningstakten i producent- och konsumentleden, och att konjunkturella orsaker är viktigare än strukturella orsaker för att förklara den låga inflationen. Det talar också för att penningpolitiken har en roll att spela för att stärka efterfrågan och försöka nå närmare inflationsmålet, via främst räntor och växelkurs.

Diagram 5.2
Inflation och reporänta i Sverige och euroområdet (procent)



En viktig förklaring till varför Sveriges inflation föll tidigare än konkurrentländerna, och har fortsatt att vara relativt låg, är hur penningpolitiken förts. Riksbanken började höja reporäntan sommaren 2010 och då stärktes kronan och inflationen började falla. Av hänsyn till hushållens skuldsättning har reporäntan sedan hållits högre än om inflationsmålet varit i fokus. Riksbankens vice Riksbankschef Martin Flodén (se Flodén, 2014) konstaterar att merparten av inflationseffekten uppstår via växelkurskanalen, och även att det blir allt svårare för svensk penningpolitik att avvika för mycket från penningpolitiken i konkurrentländerna, utan att ge upphov till en omotiverat stark krona.

När inflationen kraftigt understiger inflationsmålet år efter år uppkommer risken för fallande inflationsförväntningar, vilket urholkar förtroendet för inflationsmålet och ökar risken för deflation eller åtminstone fortsatt låg inflation. De kortsiktiga inflationsförväntningarna (1-3 år) har fallit som en följd av den låga inflationen i nuläget. Dessa förväntningar styr företagens prissättning samt lönebildningen. Låg inflation riskerar därmed att bli självuppfyllande. Även de femåriga inflationsförväntningarna har fallit, om än marginellt, och är också en viktig utveckling att följa eftersom det ger signaler om förtroendet för inflationsmålet i ekonomin. En liknande utveckling kan noteras i euroområdet.

Risken för deflation är alltjämt liten i svensk ekonomi. Argumenten är den förhållandevis höga tillväxten, och att det finns utrymme att föra en mer expansiv penningpolitik. Emellertid är konsekvenserna också av låg inflation klart negativa. Särskilt finns risk för en försämring av lönebildningen, en högre arbetslöshet och för att penningpolitikens trovärdighet och effektivitet försämras. Vidare kan en godtycklig omfördelning mellan långivare och låntagare ske, då det reala värdet på skulder stiger.

Risken för deflation är betydligt större i delar av det krisdrabbade Europa där arbetslösheten är högre, BNP-tillväxten lägre och sviterna efter finans- och fastighetskrisen dröjer sig kvar. Den europeiska centralbanken (ECB) kan komma att behöva agera mer kraftfullt för att minska risken för deflation i euroområdet, t ex genom att sänka reporäntan ytterligare, införa fasträntelån och köpa tillgångar i form av exempelvis bank- och företagsobligationer. Deflation i Europa är ett hot på flera sätt. Inte minst försvåras ombalanseringen av konkurrenskraft mellan sk kärnländer och krisdrabbade länder, och skuldsaneringsprocessen fördröjs.

Slutsatser angående prisutvecklingen i omvärlden och i Sverige är att de närmaste åren kantas av en lägre inflation än normalt. Flertalet prognoser förutser att inflationen gradvis stiger, men måttligt. Sverige förutses få en lägre prisökningstakt i år, men nästa år nå genomsnittet i resten av Europa. Risken för deflation finns, men bedöms liten. Risken är däremot större för att förtroendet för inflationsmålet urholkas. En mer expansiv penningpolitik förutses därför i euroområdet och i Sverige det närmaste kvartalet, medan USA och Storbritannien minskar expansionen, och så småningom inleder en period av höjning om än försiktigt.

5.3 KOSTNADSUTVECKLING

Utsikterna för arbetskraftskostnaderna i de viktigaste konkurrentländerna relateras endast till hela ekonomin, då prognoser för tillverkningsindustrin saknas. Det bör noteras att även om prognoserna inte ändrats i någon större utsträckning sedan i höstas, är de som alltid förenade med stor osäkerhet.

En nominell ökningstakt mellan 0 och 1 procent 2014-15 förutses i de krisdrabbade länderna i södra Europa, såsom Irland, Spanien och Portugal. Endast Grekland och Cypern väntas få fallande arbetskraftskostnader 2014, medan samtliga länder får positiva tillväxttal 2015. De större ekonomierna Italien, Frankrike samt Finland och Danmark når enligt prognoserna kostnadsökningar på mellan 1 och 2 procent, medan de i Tyskland, USA, Sverige och för 2015 även Storbritannien varierar kring 3 procent. Det kan noteras att särskilt Tyskland har dragit upp eurogenomsnittet de senaste åren, och bedöms fortsätta att göra så, medan det motsatta gällde före finanskrisen.

Tabell 5.2

Arbetskraftskostnader per anställd i hela ekonomin (procentuell förändring)

	EU-kommissionen (maj 2014)				OECD (maj 2013)			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
Euroområdet	2,0	1,7	1,6	1,9	1,4	1,4	1,3	1,8
Tyskland	2,6	2,0	2,9	3,3	2,6	2,0	2,4	3,4
Frankrike	2,2	1,7	1,2	1,3	2,0	1,6	1,4	1,3
Italien	1,0	1,4	1,1	1,3	0,1	1,4	1,0	1,0
Spanien	0,2	0,7	0,2	0,3	-0,3	0,1	0,1	0,3
Nederländerna	1,9	2,3	2,3	1,7	1,7	2,2	1,8	1,3
Irland	0,8	-1,7	0,4	0,5	0,8	-1,7	0,4	1,2
Finland	3,5	2,1	1,5	1,6	3,5	2,1	1,4	1,4
Estland	6,0	7,4	6,0	6,7	--	--	--	--
Lettland	7,3	5,4	4,1	4,6	--	--	--	--
EU exkl. Sverige	1,9	1,7	1,8	2,2	--	--	--	--
Storbritannien	1,6	2,1	2,1	2,8	1,7	1,8	2,2	3,1
Danmark	1,4	1,2	1,8	2,0	1,4	1,2	1,3	1,7
Polen	3,5	2,7	3,5	4,4	2,4	3,5	3,1	5,0
Litauen	3,8	4,8	3,3	4,6	--	--	--	--
Sverige	3,1	1,2	2,7	3,0	3,1	1,2	2,1	3,1
Norge	--	--	--	--	4,1	4,2	3,6	3,8
USA	2,1	1,7	2,3	2,9	2,3	1,2	1,9	2,9
Japan	-0,1	0,0	1,1	0,8	0,4	0,0	1,5	2,6

I Sverige ökade arbetskraftskostnaderna i hela ekonomin per anställd med 1,2 procent 2013, vilket även var utfallet för tillverkningsindustrin enligt Eurostats Labour Cost Index där arbetskraftskostnaderna istället redovisas per timme. Den lägre ökningstakten 2013 kan delvis förklaras av återbetalningar och rabatter i arbetsmarknadsparternas avtalsförsäkringar.

I Tyskland nådde arbetskraftskostnaderna en ökningstakt på 2,9 procent i tillverkningsindustrin 2013, men endast 2,0 procent i hela ekonomin. Även i Nederländerna, Irland, Italien och Danmark har arbetskraftskostnaderna ökat mer i tillverkningsindustrin per timme än i hela ekonomin per anställd, medan motsatsen noterats i Frankrike, Finland, Storbritannien och Norge.

Normalt utvecklas arbetskraftskostnaden per anställd något långsammare än arbetskraftskostnaden per timme i konjunkturens nedgångsfas, men i uppgångsfasen som nu förväntas kommer läget vara det motsatta då medelarbetstiden stiger och ökar lönerna per anställd mer än per timme.

Trots att svenska arbetskraftskostnader stiger i det högre intervallet (östeuropeiska länder och andra tillväxtländer borträknade), innebär svenska utsikter om något högre arbetsproduktivitet och lägre prisutveckling jämfört konkurrentländerna att de reala enhetsarbetskostnaderna bedöms ligga i linje med euroområdet 2014-15 enligt EU-kommissionen.

Outsourcing till produktion i lågkostnadsländer är ett sätt att höja produktiviteten och stärka företagets konkurrenskraft. Hittills har Sverige både haft en högre produktivitetstillväxt och en mindre nedgång i antalet sysselsatta än flertalet av konkurrentländerna (McKinsey Sweden, 2012). Outsourcing som leder till färre sysselsatta inom industrin kan ha en dämpande effekt på löneutvecklingen. Å andra sidan kan den högre produktivitetstillväxten leda till krav på en starkare löneutveckling för dem som arbetar kvar i industrin, vilket i sin tur kan leda till att företagen väljer ytterligare outsourcing i syfte att höja produktiviteten, och till en spiral av outsourcing, högre produktivitet och minskad sysselsättning inom svensk industri. God konkurrenskraft i industrin behöver därmed inte leda till en mer gynnsam utveckling för sysselsättningen i industrin.

5.4 KONSEKVENSER FÖR SVENSK INDUSTRI

Den gängse bedömningen bland prognosmakare om marknadsutsikterna för svensk ekonomi, industri och export är en gradvis konjunkturförstärkning. Samtidigt förblir omvärldens efterfrågeläge svagare än normalt under de kommande två åren.

USA svarar för den högsta tillväxten bland större industriländer. I Europa, däremot, fortsätter den reala ekonomin att utvecklas svagt med hög arbetslöshet och relativt låga investeringar. Även i tillväxtländerna är utsikterna något mer dämpade än tidigare, inte minst som en följd av uteblivna strukturreformer och avtrappningen av USA:s penningpolitiska lättnader.

I en sådan miljö fortsätter råvaru-, producent- och konsumentpriser att utvecklas långsammare än normalt. Huvuddelen av OECD-området har låg inflation, och länder som har inflationsmål uppfyller inte dessa. Svensk inflation mätt som HIKP väntas ligga under eurogenomsnittet i år, men överstiga det något nästa år.

Deflationsrisker – och utsikter om en låg inflation – finns främst i Europa, vilket också leder till en mer expansiv penningpolitik i euroområdet och i Sverige i närtid medan USA och Storbritannien förutses gå i motsatt riktning under det kommande året. Fortsätter Sverige att föra en mindre expansiv penningpolitik än omvärldens centralbanker finns risk för att inflationen förblir mycket låg, bland annat till följd av växelkurskanalen. Då riskeras inflationsmålets trovärdighet, penningpolitikens effektivitet sjunker, sysselsättningen dämpas och lönebildningen försvåras.

Svenska arbetskraftskostnader förväntas av internationella prognosmakare såsom EU-kommissionen och OECD tillhöra den grupp av utvecklade industriländer som har högst ökningstakt kring 3 procent nästa år, men inkluderas utsikter om arbetsproduktivitet och prisutveckling förutses reala enhetsarbetskostnader utvecklas i linje med euroområdet.

Således förutses konkurrenskraften hållas tillbaka av något högre kostnadsökningar än konkurrentländerna, men gynnas av en förhållandevis hög produktivetsutveckling. Emellertid är osäkerheten i bedömningarna om konkurrenskraften stor. Det är exempelvis svårt att bedöma växelkursens framtida utveckling, vilken är central för utfallet, men en mindre expansiv penningpolitik skulle tala för en förstärkning. En god konkurrenskraft i industrin behöver heller inte leda till en positiv sysselsättningsutveckling, om produktivetsförbättringar främst är ett resultat av outsourcing som möts med högre lönetillväxt för de kvarvarande anställda.

REFERENSER

Brunnermeier, M & Y Sannikov, 2012a, Redistributive monetary policy. *Policy Forum of the Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole*.

Brunnermeier, M, T Eisenbach & Y Sannikov, 2012b, Macroeconomics with financial frictions: a survey. NBER Working Paper Series, 18102, Cambridge, MA.

de Carvalho, M & P Júlio, 2012, Digging out the PPP hypothesis: An integrated empirical coverage. *Empirical Economics* 42(3): 713-744.

Engel, C, NC Mark, & KD West, 2007, Exchange rate models are not as bad as you think (with comments and discussion by K Rogoff and B Rossi). *NBER Macroeconomics Annual*, 381-473.

European Commission, 2014, *European Economic Forecast: Spring 2014*.

Flodén, M, 2014, Den låga inflationen – ska vi oroas och kan vi göra något åt den? Anförande, SACO, 14 maj.

Giavazzi, F & F Mishkin, 2006, En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995-2005. Rapport från riksdagen 2006/07:1.

Hjelm, G, 2014, Är backspegeln fortfarande bästa kompassen? Reflexioner kring svensk finans- och penningpolitik. *Ekonomisk Debatt* 42(2), 5-18.

Humpage, OF, 2013, The limitations of foreign-exchange intervention: Lessons from Switzerland. *Economic Commentary* Oct 18.

IMF, 2014, *World Economic Outlook: April 2014*.

IMK, 2013, Labour cost trends and international competitiveness in Europe. IMK Report 88e, Hans Boeckler Foundation, Düsseldorf.

Jansson, P, 2014, Hur stoppar vi trenden i hushållens skulder? Ett arbete på flera fronter. *Ekonomisk Debatt* 42(3), 49-62.

af Johnick, K, 2013, Monetary policy and macroprudential policy. Speech, Länsförsäkringar, 25 January.

Konjunkturinstitutet, 2012, Lönebildningsrapporten 2012.

Konjunkturinstitutet (2013), Riksbanken har systematiskt överskattat inflationen. För-
djuning i *Konjunkturläget, augusti 2013*, 105-109.

- Lee, J & M-K Tang, 2003, Does productivity growth lead to appreciation of the real exchange rate. IMF Working Paper WP/03/154, Washington, DC.
- McKinsey Sweden, 2012, *Growth and renewal in the Swedish economy – development, current situation and priorities for the future*. McKinsey & Company.
- Medlingsinstitutet, 2014, *Avtalsrörelsen och lönebildningen, år 2013*.
- Mussa, ML, 1984, The theory of exchange rate determination. In *Exchange rate theory and practice*. University of Chicago Press, 13-78.
- OECD, 2014, *OECD Economic Outlook, no. 95, May 2014*.
- Rogoff, K, 2002. Dornbusch's overshooting model after twenty-five years. IMF Working Paper WP/02/39, Washington, DC.
- Rossi, B, 2013, Exchange rate predictability. *Journal of Economic Literature* 51(4), 1063-1119.
- Sarno, L & MP Taylor, 2002, Purchasing power parity and the real exchange rate. *IMF Staff Papers* 49(1), 65-105.
- Svensson, LEO, 2000, Open-economy inflation targeting. *Journal of International Economics* 50(1), 155-183.
- Svensson, LEO, 2013, The possible unemployment cost of average inflation below a credible target. NBER Working Paper No. 19442, Cambridge, MA.
- Svensson, LEO, 2014, De senaste årens penningpolitik – ”leaning against the wind”. *Ekonomisk Debatt* 42(3), 6-24.
- Sveriges Riksbank, 2014, Perspektiv på den låga inflationen. Fördjupning i *Penningpolitisk rapport: februari 2014*, 37-41.
- Sveriges Riksbank, 2010, *Penningpolitisk rapport: februari 2010*.
- Thomsen, J & K Abildgren, 2011, Monetary policy after the crisis – ten lessons from a fixed-exchange-rate regime. In *Monetary policy after the crisis*, SUERF, Vienna, 17-34.



www.industriradet.se