

Veckans tanke

tisdag 12 juni 2018

Små BNP-effekter av kronsvaghet vid högt resursutnyttjande

Den svaga kronan har de senaste månaderna skapat en bred diskussion kring penningpolitikens konsekvenser, inte minst efter det att Riksgälden utökade sina kronpositioner med motiveringen att kronan nu är "orimligt svag". Även om man ibland kan skönja vissa övertoner i debatten, t ex när det gäller kronkursens symboliska roll som måttstock på Sveriges välbefinnande, är det tydligt att Riksbankens pågående experiment behöver analyseras ur olika perspektiv. I denna VT (som bygger på en temaaartikel i senaste Nordic Outlook) diskuteras främst konsekvenserna av en svag krona i en situation med ett redan högt resursutnyttjande. En växelkursförsvagning av den storleksordning på ca 5 procent vi sett det senaste året skulle normalt ge en tillväxtstimulans på 0,5-0,6 procent av BNP i ett tvåårsperspektiv. Men i ett läge med högt resursutnyttjande i exportsektorn, osäkra investeringsförutsättningar samt en detaljhandel under strukturell press förändras balansen mellan positiva och negativa effekter påtagligt. Vi bedömer därför att stimulans-effekten på BNP nu netto är nära noll. Dagens krondepreciering sker således under ogynnsamma omständigheter och riskerar att skapa nya obalanser framöver.

Håkan Frisén
Prognoschef
+46 8 763 8067
hakan.frisen@seb.se

Olle Holmgren
Ränte- och makrostrateg
+46 8 763 8079
olle.holmgren@seb.se

Växelkursrörelser har präglat den svenska ekonomins utveckling under lång tid. Efter Bretton Woods-systemets kollaps i början på 1970-talet hade Sverige svårt att hitta en roll i det internationella valutasystemet. Att löne- och prisbildningen kom i otakt med omvärlden ledde till återkommande devalveringscykler som formade ekonomiska aktörers agerande. Under de senaste 25 åren med rörlig växelkurs har valutärörelserna också varit relativt stora. Ofta har de drivits av relativa skillnader i ekonomiska förhållanden mellan Sverige och omvärlden, främst Västeuropa. Därtill har SEK, liksom flera andra mindre valutor, haft en tendens att försvagas under perioder med svag internationell konjunktur; allra tydligast illustrerat av kollapsen under Lehmankrisen. På så sätt har kronrörelser bidragit till att mildra konjunktursvängningar i Sverige genom att exportindustrin fått högre vinstmarginaler och tagit marknadsandelar genom att hålla nere priser (i utländsk valuta). Företag som konkurrerar med utländska aktörer på den svenska marknaden får också en konkurrensfördel som stärker inhemsk produktion. En svagare valuta har dock också ett pris bl a genom att hushållens reala inkomster pressas av högre importpriser. I nuläget har denna effekt mildrats av att många företag har svårt att få igenom högre priser i konsumentledet men då pressas istället vinstmarginalerna, vilket i sin tur går ut över investerings- och anställningsplaner.

Flera valutakanaler har betydelse på + och -sidan

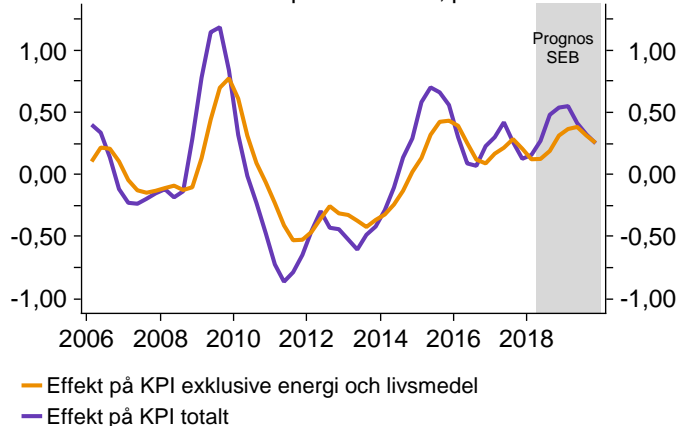
Kronförsvagningen det senaste året avviker från tidigare större deprecieringar genom att den sker i en internationell högkonjunktur och i ett läge med en het svensk arbetsmarknad. Detta förändrar i hög grad balansen mellan positiva och negativa konsekvenser. För att få en bild av hur en kronförsvagning av den storleksordning vi sett på senare tid (ca 5 procent i handelsvägda KIX-termer) normalt påverkar BNP och sysselsättning har vi skattat växelkursens effekter på export, hushållens konsumtion och investeringar baserade på data mellan 1993 och 2017. Därefter diskuteras i vilken grad dagens annorlunda förutsättningar förändrar resultatet.

Export: Exporten bestäms i skattningen av internationell marknadstillväxt, växelkurs och relativ arbetskraftskostnad. Marknadstillväxten är den dominerande faktorn men växelkursen påverkar signifikant och visar att en 5 procent svagare växelkurs ökar exporten med ca 3,5 procent över tre år; den största effekten kommer andra året.

Hushållens konsumtion: Konsumtionen bestäms av arbetslöshet samt av hushållens disponibla inkomster och tillgångar. En kronförsvagning med 5 procent höjer inflationen (och minskar hushållens reala inkomster) med drygt 0,5 procent. Enligt skattningen leder det till att konsumtionen dämpas med 0,3 procent.

Svag krona urholkar hushållens reala inkomster

Växelkursens effekt på inflationen, procentenheter



Källa: Macrobond, SEB

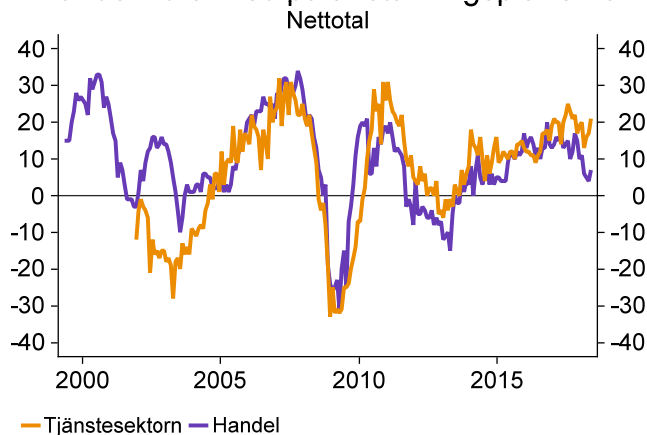
Investeringar: Investeringarna styrs främst av efterfrågeutvecklingen och där får exportuppgången en dominerande positiv effekt. Svagare konsumtion och högre priser på investeringsvaror verkar i motsatt riktning. Den positiva nettoeffekten skattas till 2 procent.

Vår sammanvägda bedömning är att 5 procents svagare växelkurs under normala förhållanden lyfter BNP-nivån med ca 0,5-0,6 procent i ett perspektiv på 2 till 3 år. Vi har då också tagit hänsyn till 1) att olika efterfrågekomponenter har ett visst importinnehåll 2) att svenska producenter vinner mark gentemot utländska konkurrenter också på hemmamarknaden 3) att den initiala exportimpulsen ger positiva spridningseffekter på inhemsk efterfrågan.

Nya förutsättningar ger försvagad BNP-effekt

Resultaten baseras på data från 1993 och framåt, alltså perioden med rörlig växelkurs efter kronans fall i november 1992. Förmodligen var effekterna något större under perioden dessförinnan då olika former av temporära valutapeggar bröts av 4-5 större devalveringar. Framför allt gäller det investeringssidan där företagen förmodligen då tyckte sig ha lite stabilare planeringsförutsättningar avseende konkurrenskraft. Däremot finns det flera skäl till att tro att effekterna i dagsläget är betydligt svagare än under skattningsperioden. Inte minst hämmas potentialen för ökade exportvolymerna av att kapacitetsutnyttjandet inom industrin redan i utgångsläget ligger nära historiska toppnivåer. En tydlig uppgång i investeringarna kan inte uteslutas i en sådan situation, men hittills tyder industrins relativt försiktiga investeringsbeteende på att man ser dagens svaga SEK-nivå som ohållbar. Därmed hämmas stimulans-effekten också via denna kanal.

Handeln drar ned på anställningsplanerna



Källa: Konjunkturinstitutet

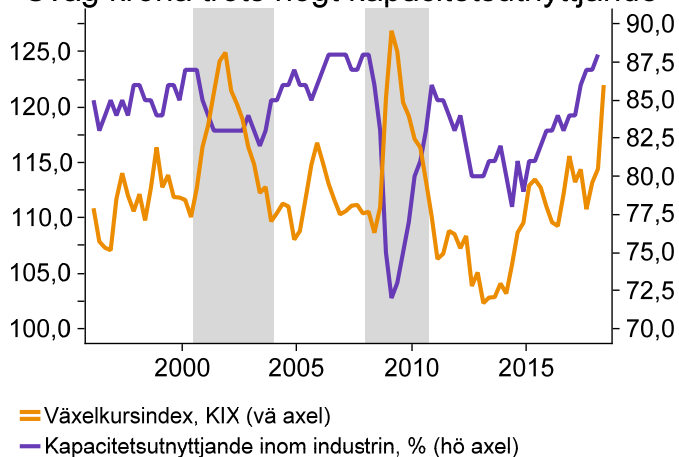
Lömskt samspel mellan lönebildning och kronrörelse

Timing- och varaktighetsaspekter är också viktiga när man diskuterar konsekvenserna av kronförsvagningen. Även om Riksbanken underkänner motiven för att samla ammunition inför nästa konjunkturbedgång finns andra aspekter att beakta, inte minst samspelet med lönebildningen. De senaste två avtalsrörelserna har fackens modesta lönekrav berott på att oväntad låg inflation under ganska lång tid gett goda reallöneökningar. Historiskt har facken dock varit vaksamma mot att stigande importpriser ska gröpa ur medlemmarnas köpkraft. I det perspektivet har det fackliga stödet för dagens exceptionella penningpolitik varit lite avvikande. I nästa avtalsrörelse 2019-20 är det möjligt att klimatet har förändrats och att facken känner press från medlemmarna att kräva kompensation för en importprisdriven inflation. Industrins löneledande roll kan också komma att utmanas i högre grad genom att konsekvenserna av relativt låga löneavtal visat sig gynna exportindustrin på inhemska sektors bekostnad. Riksbanken kan i och för sig tolka högre lönekrav som ett tecken på att inflationsmålet fått tillbaka sin trovärdighet som ankare i lönebildningen. Men risken är uppenbar att vi får en "overshooting" på lönesidan vid fel tidpunkt och att detta förstärker den typ av sencyklisk inflation som ofta förekommit i Sverige och som skapade stora problem för Riksbanken 2001 och 2008.

Det finns flera andra uppenbara risker för baksmälla när penningpolitiken nu trycker ner gasen ytterligare. Effekterna av långvarigt extrema räntenivåer kan bidra till ökande klyftor och sociala spänningar genom skenande tillgångspriser. Att sambandet mellan hushållens framtidstro och bostadspriserna försvagats under en längre tid är ett annat exempel på hur ekonomins aktörer känner en osäkerhet inför hållbarheten av det pågående penningpolitiska experimentet. Konsekvenserna av detta blir att politikens verkningssgrad försvagas också på kort sikt.

Sammanfattningsvis kan man konstatera att kronans benägenhet att försvagas i internationellt oroliga tider bidragit till att stabilisera den svenska ekonomin under perioden med rörlig växelkurs. Den föregående devalveringsperioden visade sig bli en återvändsgränd som försvagade omvandlingstrycket och därmed produktivitetstillväxten i ekonomin. Det hindrar dock inte att det finns en del lärdomar att dra från den tidens tänkande när det gäller effekter av valutarörelser. Att pågående penningpolitiska experiment nu har lett till historiskt sett svag krona i **ett läge då ekonomin har dåliga förutsättningar att skörda frukterna av ytterligare förstärkt konkurrenskraft är olyckligt.**

Svag krona trots högt kapacitetsutnyttjande



Källa: Konjunkturinstitutet, Riksbanken, SEB

Mycket tyder också på att den negativa effekten på inhemsk efterfrågan är större än vad skattningarna visar. Handeln genomgår för närvarande en hård strukturomvandling drivet bl a av ökad internet-handel med stagnerande butikshandel som följd. Svensk Handel skissar t ex i en rapport "Det stora detaljhandelsskiftet" på ett scenario med personalminskningar i storleksordningen 30 000 till 50 000 i butikshandeln fram till 2025. I en sådan situation blir det extra plågsamt att inte kunna vältra över stigande valutadrivna inköpspriser på konsumenter. En varningssignal är att detaljhandeln dragit ned sina anställningsplaner det senaste halvåret. Även konsumentförtroendet har fallit under våren, vilket troligen kan kopplas till oro för dämpade realinkomster i kronsvaghetsens spår. En bräcklig bostadsmarknad samt stigande energipriser som höjer inköpspriser och urholkar realinkomster lika mycket som växelkursen spelar förstås också in. Sammantaget drar vi slutsatsen att en rad **faktorer bidrar till BNP-effekterna av dagens svaga krona är mycket mindre än den tidigare och troligen ligger nära noll.** Avseende sysselsättning är nettoeffekten sannolikt negativ med tanke på att de "förlorande" sektorerna är betydligt mer sysselsättningsintensiva än exportindustrin.