

FÖRDJUPNING

Åldersstrukturen, växelkursen och exportandelen

Den svenska kronan har efter 1990-talskrisen varit undervärderat i ett långsiktigt perspektiv. Svagheten har avspeglat ett högt sparande, bland annat i form av pensionssparande. Det höga sparandet har gett upphov till stora bytesbalansöverskott från och med början på 1990-talet. Under de senaste åren har kronan stärkts och kommer sannolikt att förstärkas ytterligare framöver. Denna marknadsanpassning följer av att bytesbalansöverskottet och nettoexporten kommer att minska som andel av BNP.

Den svenska kronan har från och med 1990-talets kris varit svag i ett långsiktigt perspektiv (se diagram 49).⁸³ Kronan försvagades kraftigt efter att den släpptes fri 1992. Innan detta, på 1980-talet, hade bland annat avregleringen av finansmarknaden bidragit till att skapa ett bytesbalansunderskott som motsvarades av en ökad skuldsättning hos hushållen. För att få bukt med detta problem var en försvagning av kronan nödvändig, trots att den ekonomiska politiken fram till 1992 hade strävat mot att upprätthålla en fast växelkurs.

Kronförsvagningen 1992 drevs av en snabb uppgång i det finansiella sparandet mot omvärlden och att bytesbalanssaldo förbättrades raskt på 1990-talet (se diagram 50). Kronan förblev dock långsiktigt svag även under 2000-talet då bytesbalansöverskottet fortsatte att växa (se diagram 50). Dessa stora externa överskott har sannolikt att göra med att 1990-talskrisen medförde ett ökat försiktighetsparande samt att förändringarna i Sveriges åldersstruktur har påverkat den aggregerade sparbenägenheten. På 1990-talet och under 2000-talet har stora årskullar födda på 1940- och 1950-talet varit verksamma i arbetslivet och i sin mest produktiva ålder.⁸⁴ De har de bidragit till en hög volym av pensionssparande som i sin tur avspeglats i det stora bytesbalansöverskottet. Därmed har Sverige – främst genom pensionsystemet – använt världsekonomin som sin ”spargris” och med sina varaktigt positiva bytesbalansöverskott ackumulerat fordringar på andra länder.

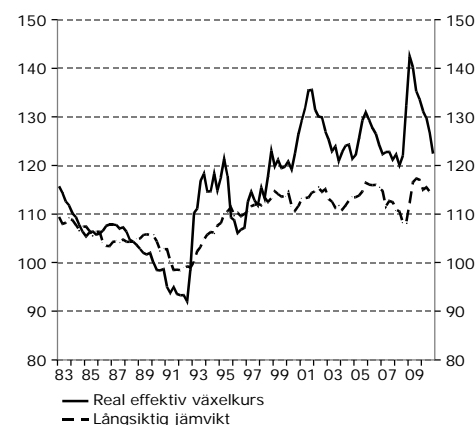
SPARANDET PÅVERKAR KRONANS UTVECKLING

Hur uppstår kronans svaghet som en följd effekt av en hög sparbenägenhet? Antag, lite förenklat, att ekonomin i initialläget är i balans, så att utrikeshandeln är i balans, inflationsmålet är upp-

⁸³ Konjunkturinstitutets syn på kronkursens långsiktiga jämvikt bygger på analysen i Nilsson, K., ”Do Fundamentals Explain the Behaviour of the Swedish Real Effective Exchange Rate?”, *Scandinavian Journal of Economics* 16:4, 2004.

⁸⁴ Mikroekonomisk analys om löner visar tydligt att åldern mellan 40 och 55 år för de flesta individer den ekonomiskt mest produktiva perioden i livet.

Diagram 49 Real effektiv växelkurs (16 länder) och långsiktigt jämviktsvärde
Index 1992–11–18=100, kvartalsvärden.



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 50 Bytesbalans
Procent av BNP



Källa: Konjunkturinstitutet.

fyllt, sysselsättningen är på sin jämviktsnivå och realräntan motsvarar den internationella realräntan. Antag också att det inträffar en strukturförändring som leder till att de svenska ekonomiska aktörernas totala sparbenägenhet ökar. Exempelvis kan det handla om att de största befolkningskohorterna kommer till den ålder där man brukar spara mest för sin pension, att det introduceras en pensionsreform som ökar pensionssparandet, eller att finanspolitiken läggs om så att den offentliga sektorns finansiella sparande ökar.⁸⁵ Eftersom sparandet ökar, minskar efterfrågan på inhemskt producerade varor och tjänster, vilket minskar resursutnyttjandet i ekonomin och minskar på inflationstrycket. Centralbanken kan då välja en lägre ränta. På en internationell och oreglerad finansmarknad orsakar en lägre ränta ett utflöde av kapital vilket i sin tur leder till en försvagning av kronan. Med andra ord, när räntan är lägre än i utlandet, vill svenska och internationella investerare sälja svenska aktier och obligationer och köpa utländska aktier och obligationer. Detta skapar ett utbud av svenska kronor, vilket driver ner kronans värde uttryckt i andra valutor.

Det blir då, allt annat lika, relativt sett mer lönsamt att producera för export och mindre lönsamt att importera. Exportökningen bidrar till ett ökat resursutnyttjande, vilket småningom tar ekonomin tillbaka till jämvikt med full sysselsättning. Så länge den höga sparbenägenheten kvarstår, tenderar dock kronans svaghet att bestå. Ekonomins nya jämvikt, relativt utgångsläget, är nu förenlig med en större exportindustri, ett bestående bytesbalansöverskott, en svagare krona och en realränta som återigen är i linje med den internationella realräntan.

En uppgång av sparbenägenheten i Sverige kan på så sätt leda till att exportindustrin expanderar.⁸⁶ Valutakursen är det marknadspris som tillåter detta, både realekonomiskt (genom en svagare krona som tillåter en större exportindustri och utrikeshandelsöverskott och därmed en ökning av svenskarnas tillgångar utomlands) och finansiellt (genom att en lägre ränta i Sverige uppmuntrar till uppköp av utländska värdepapper, vilket försvagar kronan).⁸⁷ I enlighet med detta har exportens andel av brut-

⁸⁵ Dessa förändringar liknar (grovt sett) det som hände i Sverige på 1990-talet. Budgetsaneringen som genomfördes på 1990-talet bidrog också till ett högre bytesbalansöverskott, eftersom bytesbalansöverskottet uppstår som en summa av hushållens, företagens och den offentliga sektorns sparande. Se även nästa fotnot.

⁸⁶ Detta läroboksexempel motsvarar förstås inte exakt händelseförloppet i Sverige på 1990-talet. Reporäntan var efter att kronan hade släppts fri ganska hög, eftersom förtroendet för prisstabilitet fram till cirka 1997 var svag. Den ökade sparbenägenheten bidrog dock till att Riksbanken kunde tillåta en svag krona och inte behövde aktivt motverka inflationsimpulserna som svagheten gav upphov till. På detta sätt tillät den ökade sparbenägenheten möjligen en lättare penningpolitik och en svag krona, relativt utvecklingen där sparbenägenheten inte hade ökat.

⁸⁷ Dessa är standardmekanismer i den så kallade Mundell-Fleming-modellen om den öppna ekonomin. För en läroboksbeskrivning av hur olika ekonomiska störningar påverkar en liten öppen ekonomi under flytande växelkurser, se Carlin, W. och D. Soskice, *Macroeconomics*, Oxford University Press 2006, kapitel 9, eller Heijdra, B. J. och F. van der Ploeg, *Foundations of Modern Macroeconomics*, Oxford University Press 2002, kapitel 11.

tonationalprodukten vuxit starkt från och med början på 1990-talet (se diagram 51). De senaste 18 åren har därmed varit en period av en stark utveckling för den svenska industrin och exportindustrin.

SANNOLIKT STÄRKS KRONAN FRAMÖVER

Samma fundamentala mekanismer som har bidragit till kronans svaghet kommer emellertid under de närmaste 10–15 åren sannolikt att börja verka i motsatt riktning. I och med att de stora årskullarna födda på 1940- och 1950-talet går i pension kommer den makroekonomiska sparbenägenheten att minska. Personerna födda på 1940-talet har haft ett högt utbud av arbetskraft men de kommer mestadels att ha lämnat arbetskraften under andra hälften av 2010-talet. Den generationen har också haft ett högt pensionssparande, vilket motsvarar relativt höga pensioner vid senare skede.

Ökningen av pensionärernas andel av befolkningen i Sverige kommer att ha makroekonomiska effekter. En del av de ackumulerade externa tillgångarna kommer att konsumeras. Detta kommer att avspeglas i en gradvis minskning av den i dagsläget höga nettoexporten. Eftersom sparbenägenheten i den svenska ekonomin går ner och konsumtionsbenägenheten upp, kommer det sannolikt att uppstå ett tryck för en förstärkning av kronan. Förstärkningen bidrar till att exporten växer långsammare. Samtidigt skapar en starkare krona utrymme för högre import. En starkare krona kommer således att medföra att en större andel av ekonomins resurser, jämfört med en reall oförändrad kronkurs, går till produktion av varor och tjänster för den inhemska marknaden.

Konjunkturinstitutets medelfristprognos för åren fram till 2020 innefattar därför en minskning av nettoexporten som andel av BNP från ca 7 procent 2010–2012 till ca 2 procent 2020 (se diagram 52). Denna utveckling motsvaras enligt Konjunkturinstitutets syn av en gradvis förstärkning av kronan. De ekonomiska mekanismerna som tar hand om detta är en spegelbild av vad som hände under perioden 1990–2010. När den inhemska konsumtionen ökar, ansträngs de inhemska resurserna mer och Riksbanken måste motverka detta inflationstryck genom att välja en högre styrränta. Högre räntor i Sverige tenderar att driva upp kronans externa värde, eftersom investerare i Sverige och utomlands köper svenska obligationer och andra värdepapper denominerade i kronor, för att ta del av den högre avkastningen för finansiella investeringar.

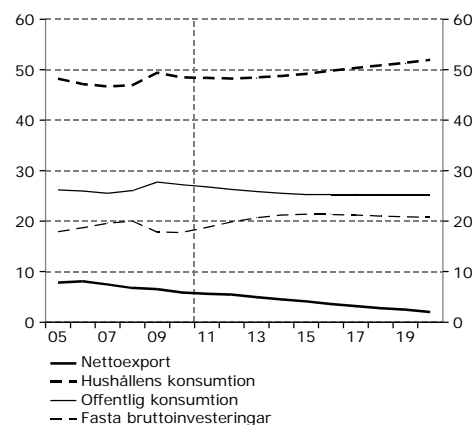
Valutakursen varierar mycket på kort sikt och påverkas av många faktorer. Det är omöjligt att exakt förklara växelkursens förändringar. En liknande demografisk förändring är i gång i många andra länder, och nettoeffekten på kronkursen kommer att bero på hur mycket Sveriges demografiska utveckling avviker

Diagram 51 Exportens andel av BNP
Procent av BNP, löpande priser



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

Diagram 52 BNP-andelar
Procent av BNP, löpande priser



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

från övriga länder. Den underliggande demografiska utvecklingen i Sverige är ändå en plausibel förklaring för de stora bytesbalansöverskott som hittills observerats. Valutakursen är den marknadspris som tillåter att de svenska ekonomiska agenternas önskat sparande förverkligas – först en ökning av det samlade sparandet via högre nettoexport fram till ca 2007 och sedan en gradvis och delvis uppbromsning av denna snabba ackumulering.

Konjunkturinstitutets prognos om en gradvis och långsamt krympande nettoexport framöver innebär *inte* någon absolut minskning av exportindustrin och inte heller någon minskning av exportens andel av BNP (se diagram 51). Utvecklingen mot en lägre nettoexport sker sannolikt till viss del via en snabbare tillväxt av importen, samtidigt som även exporten fortsätter att växa snabbare än BNP. Enligt Konjunkturinstitutets föreliggande medelfristprognos kommer exportvolymen att växa med i genomsnitt ca 4,5 procent per år 2015–2020. Importen växer dock ännu mer, med ca 5,5 procent i genomsnitt per år under samma period. Bytesbalansöverskottet bedöms bli ca 4,5 procent av BNP 2015 och uppgår till 3,7 procent 2020. Dessa siffror är förenliga med att Sverige även i framtiden kommer att vara en framgångsrik öppen ekonomi som dessutom ökar sina fordringar gentemot resten av världen, visserligen i något lägre tempo.

Analysen som presenteras här utgår från en standard teoretisk modell om den internationella ekonomin. Det finns även empiriskt belägg för sambandet mellan ett lands demografiska struktur och växelkursens förändringar. Studier som utnyttjar information om flera länders växelkurs och åldersstruktur över en längre period tenderar att bekräfta att förändringarna av åldersstrukturen påverkar valutakursen.⁸⁸

⁸⁸ Pär Österholm och Andreas Andersson visar i sin uppsats "Population age structure and real exchange rate in the OECD" (*International Economic Journal* 20: 1, 2006) som utnyttjar information från 20 OECD-länder över en längre period att en ökning av de den sysselsättningsmässigt aktiva åldergruppens 25–64 befolkningsandel tenderar att försvaga den inhemska växelkursen, medan andelen unga (15–24 år) och gamla (över 65 år) har en motsatt effekt. Detta resultat är i linje med resonemanget ovan: de aktiva åldersgrupperna har en större sparbenägenhet, vilket deprecierar den egna valutan. Samma författare får likadana resultat i en studie med svenska data (Andersson, A. och Österholm, P., "Forecasting real exchange rate trends using age structure data – the case of Sweden", *Applied Economics Letters* 12 (5), 2005, sid. 267–272).".

DENNA FÖRDJUPNING I KORTHET

- Kronan har efter 1990-talskrisen varit svag i ett långsiktigt perspektiv, vilket sannolikt avspeglar ett högt pensions- och försiktighetssparande i Sverige.
- Kronan förstärks sannolikt framöver, vilket bidrar till att överskottet i utrikeshandeln minskar.
- Exportens andel av BNP kommer att fortsätta öka, trots att arbetade timmar inom industrin minskar som andel av arbetade timmar i näringslivet.