



ANFÖRANDE

DATUM: 2011-06-13
TALARE: Vice riksbankschef Karolina Ekholm
PLATS: Stockholms Handelskammare

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Utgör globala obalanser en risk för svensk ekonomi?*

Finansiella kriser kommer ofta som en överraskning. I efterhand kan det däremot vara lätt att se tillbaka på alla tecken som borde ha fungerat som blinkande varningssignaler om att något var på väg att gå riktigt snett. Jag tror inte det var många som insåg hur sårbart det globala finansiella systemet egentligen var före den senaste krisen, och på så sätt kom även den som en överraskning. Men det fanns ändå många som såg varningslampor blinka dessförinnan. Det var bara det att de tycktes blinka för en annan typ av kris än den som sedan kom.

Det man trodde skulle komma var en internationell kris utlöst av ett stort ras i dollarns reala värde.¹ Varningslampan som blinkade var de stora globala obalanserna som bestod i att vissa länder, framförallt USA, hade stora och ihållande bytesbalansunderskott, medan andra länder, som till exempel Kina, hade stora ihållande överskott i bytesbalansen. Det verkade troligt att dollarn skulle depreciera eftersom det var svårt att tro att USA skulle kunna behålla sitt underskott för all framtid och den reala växelkursen normalt sett försvagas när ett bytesbalansunderskott behöver korrigeras.² Och dollarns status som reservvaluta i världen gjorde hela den globala ekonomin känslig för snabba förändringar av dollarkursen.

Även om det inte blev en dollarkris var analysen rimlig. Stora och ihållande över- eller underskott i bytesbalansen kan vara ett tecken på en underliggande svaghet eller obalans i ekonomin. Även om de globala obalanserna nu har minskat beror det snarare på cykliska faktorer än strukturella. De har också ökat igen på senare tid i takt med att världsekonomin har återhämtat sig. Internationella Valutafonden (IMF) fortsätter att bevaka utvecklingen av de

* De synpunkter som framförs i detta tal är mina egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbankens övriga direktionsledamöter eller medarbetare. Jag vill tacka Hanna Armelius för stor hjälp med att skriva detta tal.

¹ Se t.ex. IMF, World Economic Outlook september 2006, Feldstein, 2007, Krugman, 2007. Även Obstfeld och Rogoff varnade för en kraftig dollardepreciering till följd av de globala obalanserna så tidigt som 2005.

² Vissa hävdade dock att underskottet kunde vara långsiktigt hållbart då det till viss del kunde bestå av så kallad "mörk materia" i form av värdet av kunskaper som överförs vid amerikanska direktinvesteringar i utlandet och implicita försäkringstjänster som amerikanska finansiella institutioner förser resten av världen med, se Hausmann and Sturzenegger, 2005.

■ globala obalanserna och säger att en anpassning av dem är en förutsättning för att återhämtningen ska vila på stabil grund.³ Den sammanslutning av utvecklade länder och tillväxtekonomier som går under benämningen G20 har därför beslutat att göra grundliga analyser när över- eller underskotten blir stora för att avgöra om landet i fråga borde vidta åtgärder. I Riksbankens riskenkät från i maj i år, där aktörerna på den svenska ränte- och valutamarknaden får bedöma riskerna för det svenska finansiella systemet, sågs de globala obalanserna som den största risken.

Idag tänkte jag ge min syn på de globala obalanserna och vad de har för betydelse för svensk ekonomi.⁴ Det finns idag en utbredd uppfattning om att de stora över- och underskotten i bytesbalanserna gör världsekonomin sårbar och därför bör minska. En utveckling mot minskade över- och underskott skulle kunna påverka svensk ekonomi på ett sätt som har betydelse för penningpolitiken. Visserligen kan det vara underliggande obalanser som ger upphov till under- och överskott, men man bör inte enligt min uppfattning ställa upp mål för hur stora de får vara. Över- och underskotten är i viss mån en naturlig följd av att länder har olika förutsättningar och är en viktig mekanism för att omfördela kapital på ett sätt som gör världsekonomin mer effektiv. Sverige har till exempel haft ett relativt stort bytesbalansöverskott i 15 år. Det är idag större än Kinas räknat som procent av BNP. Men det finns ingenting som tyder på att överskottet är resultatet av underliggande obalanser i den svenska ekonomin. I första hand är det snarast en konsekvens av ett relativt högt, men välmotiverat, sparande. Därmed finns det enligt min uppfattning inte heller starka skäl att förvänta sig att överskottet förvandlas till underskott inom en snar framtid – något som typiskt sett skulle ske via en förstärkning av den reala växelkursen. Bytesbalansöverskottet är alltså enligt min uppfattning inget som i sig talar för en starkare krona.

Vad är de globala obalanserna och varför har de uppstått?

När vi talar om globala obalanser menar vi vanligtvis en situation där länders under- och överskott i den så kallade bytesbalansen framstår som ohållbara på sikt.⁵ Ett överskott innebär att värdet av landets samlade produktion överstiger värdet av det landet totalt sett förbrukar. På samma sätt som ett hushåll som har större inkomster än utgifter kommer att spara mellanskillnaden så utgör ett bytesbalansöverskott ett slags sparande för ett land. Bytesbalansen speglar nämligen skillnaden mellan det totala sparandet i landet och de inhemska investeringarna. Ett lands inkomster, som utgörs av värdet av det som produceras, kan användas till konsumtion eller sparande. Sparandet kan i sin tur användas till inhemska investeringar och till investeringar i utlandet. Om det totala sparandet är högre än de inhemska investeringarna måste en del av sparandet placeras i utländska tillgångar och därmed användas till investeringar i utlandet. Om det totala sparandet istället inte räcker till för att täcka de inhemska investeringarna så måste landet låna från andra länder (offentligt eller privat). Det betyder att länder med överskott i bytesbalansen kan investera i eller låna ut till andra, medan länder med underskott lånar av omvärlden.

³ IMF, WEO april 2011.

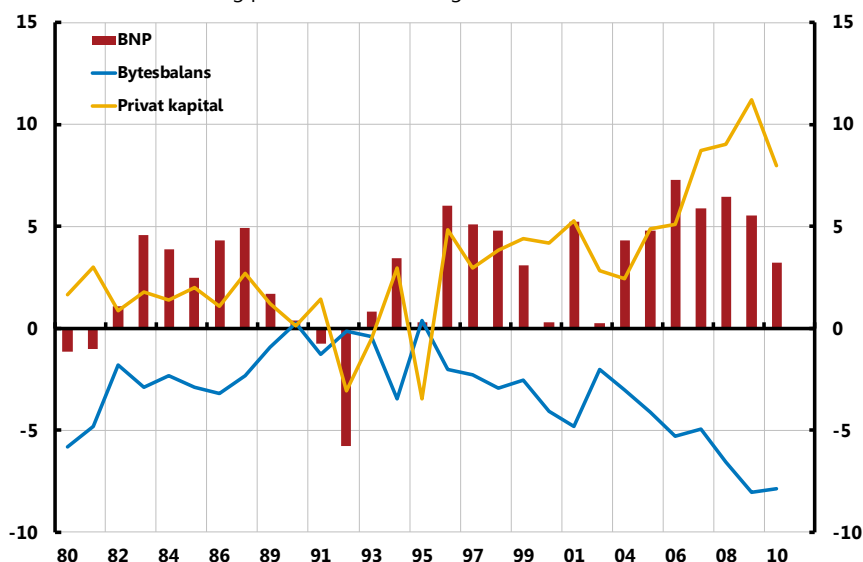
⁴ Detta tal bygger till stor del på en uppsats som jag har skrivit tillsammans med Henrik Braconier, se Braconier och Ekholm, 2011.

⁵ Bytesbalansen består huvudsakligen av skillnaden mellan exporten och importen av varor och tjänster. Även kapitalinkomster, netto, och olika avgifter till och från utlandet ingår, men dessa komponenter utgör vanligtvis en mycket mindre del än nettoexporten.

Enligt teorin borde kapital flöda från mer utvecklade länder till tillväxtekonomier, eftersom avkastningen på kapital borde vara större där. Det var också vad vi i stort sett såg inom Europa före krisen – länderna i Syd- och Östeuropa hade underskott i sina bytesbalanser, medan länder som Tyskland och Sverige hade överskott. I diagram 1 visas bytesbalans, privat nettokapital och BNP-tillväxt för Öst- och Centraleuropa. Många av dessa relativt snabbväxande länder hade en snabb kreditexpansion, vilket bidrog till stora bytesbalansunderskott åren innan krisen.⁶ Dessa länder fick sedan kraftiga fall i BNP under krisen, vilket väcker visst tvivel om kapitalinflödena verkligen varit motiverade av en hög avkastning. På det globala planet är det dock i många fall mindre utvecklade länder, som exempelvis Kina, som lånar ut till utvecklade länder, som USA och Storbritannien.

Diagram 1. Bytesbalans och privat nettokapital samt BNP i Öst- och Centraleuropa

Procent av BNP samt årlig procentuell förändring



Anm. Privat kapital utgörs av privata direktinvesteringar (netto), privata portföljflöden (netto) och andra privata kapitala nettoflöden, här visat som andel av BNP.

Källa: IMF

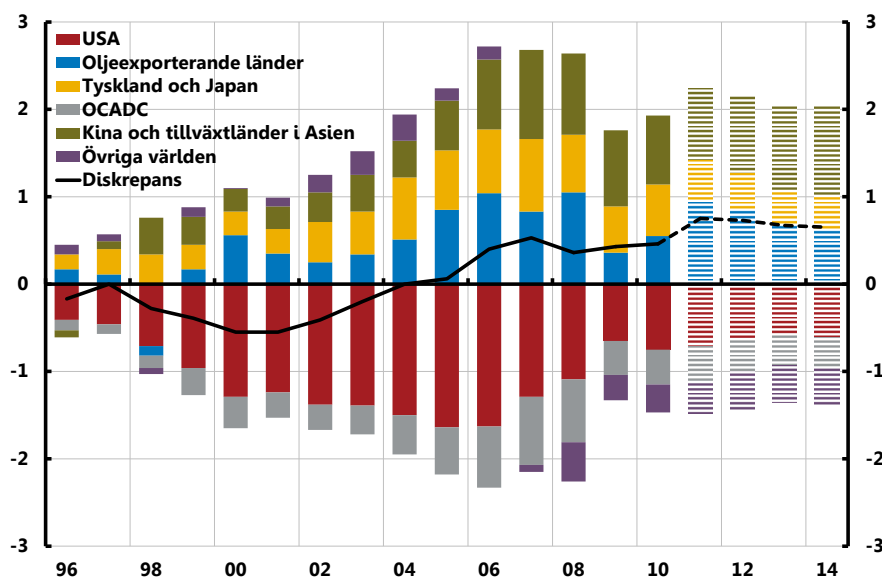
Efter att kapitalmarknaderna avreglerades i slutet på 1980-talet har de globala obalanserna vuxit. En av orsakerna till det är att överskottsländer som Kina har vuxit snabbare än övriga länder. Den högre tillväxten innebär att Kinas sparandeöverskott (skillnaden mellan sparande och investeringar) har kommit att öka som procent av världens BNP. Eftersom bytesbalanserna i världen i teorin måste summera till noll innebär det att andra länder måste ha allt större underskott i motsvarande grad.⁷ På underskottssidan utmärker sig USA som ensamt har stått för tre fjärdedelar av summan av världens bytesbalansunderskott. Det har även varit mycket långvarigt, med 20 år av underskott. De länder som har överskott i bytesbalansen, och därmed i praktiken lånar ut pengar till USA och andra underskottsländer, har i första hand varit ett antal oljeproducerande länder och Kina, men också Japan, Tyskland, och vissa andra asiatiska länder (se diagram 2).

⁶ För en utförligare diskussion, se Lane, 2010.

⁷ Det finns dock en viss diskrepans för världen som helhet, se diagram 2.

Diagram 2. Bytesbalanser i världen

Procent av världs-BNP



Anm. OCADC innefattar Bulgarien, Kroatien, Tjeckien, Rumänien, Ungern, Irland, Litauen, Polen, Portugal, Estland, Grekland Spanien, Turkiet och Storbritannien. Källa: IMF WEO april 2011

Över- eller underskott i bytesbalansen är inte något dåligt i sig och behöver inte innebära en obalans som är ohållbar på sikt. I en globaliserad värld är det en naturlig konsekvens av att olika länder har olika förutsättningar vad gäller till exempel demografi, utvecklingsgrad och råvarutillgångar. Ett överskott kan motiveras av att landet behöver ha ett högt inhemskt sparande – exempelvis på grund av en åldrande befolkning – men innebär samtidigt att konsumtionen hålls tillbaka, vilket dämpar efterfrågan på andra länders export. Men vissa typer av underliggande problem, som till exempel ett för lågt sparande kopplat till en för optimistisk framtidssyn, tar sig uttryck i en försämring av bytesbalansen. Det kan också bidra till allmänt låga räntor som i kombination med andra faktorer, som brister i tillsynen av den finansiella sektorn, skapar förutsättningar för en finansiell kris av den typ som vi precis varit igenom.

Det som fick obalanserna att växa åren innan krisen var framförallt ett ökat sparande i den offentliga sektorn och företagssektorn i Kina, tillsammans med ett ökat sparande i de oljeproducerande länderna. Investeringarna, däremot, låg kvar på ungefär samma nivå som tidigare.⁸ Det ökade sparandet ledde av allt att döma till en global press nedåt på de långa räntorna, vilket kan ha fått investerarna att söka sig till mer riskfyllda tillgångar i jakt på en bättre avkastning. I USA var sparandet däremot lågt och investeringarna höga bland annat beroende på de låga räntorna. De låga räntorna stimulerade även bostadsmarknaden, vilket i kombination med decennier av expansiv bostadspolitik ledde till att en bubbla byggdes upp och så småningom brast. De globala obalanserna var därför enligt många en bidragande orsak till den finansiella krisen.⁹

⁸ Kina har haft en mycket hög investeringskvot, men det aggregerade sparandet är ännu högre.

⁹ Se till exempel Bernanke, 2009, White 2008 och King 2009.

■ Det finns bättre och sämre skäl till under- och överskott i bytesbalansen

Under 1970- och 1980-talen såg man i allmänhet stora över- eller underskott i bytesbalansen som något negativt. Den tiden präglades av fasta växelkurser och regleringar av hur kapital fick flöda över nationsgränserna.

Bytesbalansunderskott var då ofta ett tecken på kommande devalveringar. När sedan kapitalmarknaderna avreglerades och växelkurserna började flyta i större utsträckning blev synen mer positiv. Man utgick ifrån att förändringar i bytesbalanserna återspeglade en optimal omfördelning av det fritt rörliga kapitalet. Under 00-talet började dock varnande röster höjas framförallt för att en snabb korrigerande av obalanserna skulle kunna få stora konsekvenser för dollarns värde, med stigande långa räntor, recession och eventuellt finansiell kris som följd.¹⁰ Det faktum att kapital flödade från utvecklingsländer med stor tillväxtpotential till USA – där det i stor utsträckning tycktes finansiera bostadsinvesteringar – tydde på att det inte rörde sig om kapital som sökte sig till en högre marginalavkastning utan snarare på en för stor kreditgivning.

Samtidigt som de amerikanska hushållen blev alltmer skuldsatta byggdes stora valutareserver upp i till exempel Kina. Det var under den här tiden som Bernanke talade om en "global saving glut".¹¹ Det fanns dock goda skäl till att sparandet i många asiatiska länder var högt. Efter Asienkrisen i början av 1990-talet ville man bygga upp valutareserver som ett skydd mot framtida stopp i kapitalströmmarna. Forskning tyder på att länder som hade minskat sin sårbarhet på detta sätt också drabbades mindre hårt av den senaste krisen.¹² Dessutom fanns och finns det brister i det sociala skydds nätet i flera av dessa länder, där hushållen till exempel måste spara för att ha råd med framtida sjukvårdskostnader. Kina har också en åldrande befolkning till följd av ett-barnspolitiken, vilket också kan motivera ett högt sparande.

Från amerikanskt håll har det dock framhållits att de stora bytesbalansöverskotten i stor utsträckning beror på att Kinas valuta är undervärderad och därmed indirekt gynnar export och importkonkurrerande produktion. Andra faktorer som kan ha bidragit till överskotten är att den finansiella marknaden i USA är mycket mer utvecklad än vad den är i många asiatiska länder, vilket har gjort det förmånligt att placera sitt sparande där snarare än i den inhemska ekonomin, och att Kinas företag delar ut relativt lite av sina vinster, vilket troligtvis bidrar till att hålla uppe sparandet och tillbaka konsumtionen.¹³

Globala obalanser och kapitalströmmar efter krisen

Den kris som kom fick ett helt annat förlopp än vad många hade trott. Trots att USA drabbades hårt stärktes till och med dollarn inledningsvis för att investerarna flydde från risk och amerikanska statspapper sågs som en säker tillgång. De länder som hade haft stora underskott i bytesbalansen drabbades dock i större utsträckning än överskottsländer av stora bostadsprisfall.¹⁴ Det

¹⁰ Till exempel Krugman, 2007.

¹¹ Se Bernanke, 2005.

¹² Se Llaudes m.fl., 2010.

¹³ Se till exempel Caballero, 2006, Hoffman och Kuijs, 2006 och Bayoumi m.fl., 2010 för en diskussion.

¹⁴ Egna beräkningar enligt IMF:s metod för att identifiera stora husprisfall i WEO i oktober 2009 (ett stort husprisfall definieras som stort om ett fyra kvartals glidande medelvärde av den årliga tillväxttakten i de reala huspriserna faller under -5 procent) visar att 2/3 av de som fick husprisfall hade stora bytesbalansunderskott medan bara ¼ av de som inte hade husprisfall hade underskott.

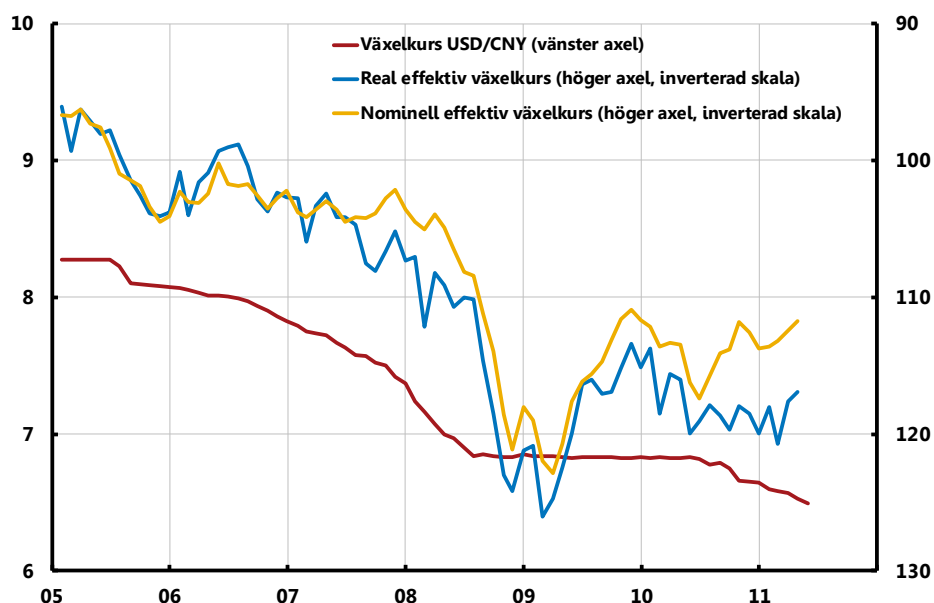
visar att underskotten i bytesbalansen ofta var en återspeglning av underliggande svagheter, som till exempel en osund kreditgivning och skulduppbyggnad.

Själva krisen och den åtföljande lågkonjunkturen fick dock obalanserna att minska, åtminstone tillfälligt. Sparkvoten steg i USA samtidigt som den kinesiska inhemska efterfrågan växte snabbare till följd av ett stort finanspolitiskt stimulanspaket. Även det kraftiga fallet i priset på olja spelade in. Frågan är dock om de underliggande orsakerna till obalanserna har rättats till. IMF tror att obalanserna kommer att bestå framöver (se diagram 2). Oljepriset har också stigit kraftigt under det senaste halvåret, vilket även det talar för att obalanserna kommer att bestå. Det gynnar ju nettoexporten i oljeexporterande länder, som tenderar att ha bytesbalansöverskott, och missgynnar oljeimportörer, som tenderar att ha underskott i bytesbalansen.

Inom G20 har de globala obalanserna lyfts fram som en viktig faktor för utvecklingen i världsekonomin. Ett inslag i den debatten handlar om att anpassa de nominella växelkurserna så att obalanserna minskar. Om till exempel Kina håller en fast växelkurs mot dollarn kan den reala växelkursen visserligen anpassas om Kina har en högre inflation än USA. Men det innebär antingen en hög inflation i Kina, vilket de kinesiska myndigheterna knappast vill ha, eller deflation i USA, vilket de amerikanska myndigheterna definitivt inte vill ha. I samband med krisen avbröt Kina den appreciering av renminbin som pågått under några år och istället lät man växelkursen ligga fast mot dollarn fram till juni förra året. Det innebar att Kinas valuta hängde med i dollarns depreciering som kom när den värsta krisen lagt sig och investerarna återigen började söka sig mot mer riskfyllda tillgångar, bland annat genom att placera i tillgångar i tillväxtländerna (diagram 3).

Diagram 3. Kinas nominella växelkurs mot dollarn samt realt- och nominellt effektivt växelkursindex

USD/CNY och index 2005=100



Anm. Det effektiva växelkursindexet mäter hur valutan förhåller sig till en korg av andra valutor som viktas med sina relativa betydelse för handeln. Det reala indexet är dessutom justerat för relativa skillnader i KPI. En rörelse nedåt i diagrammet innebär en förstärkning av växelkursen. Källa: Reuters EcoWin

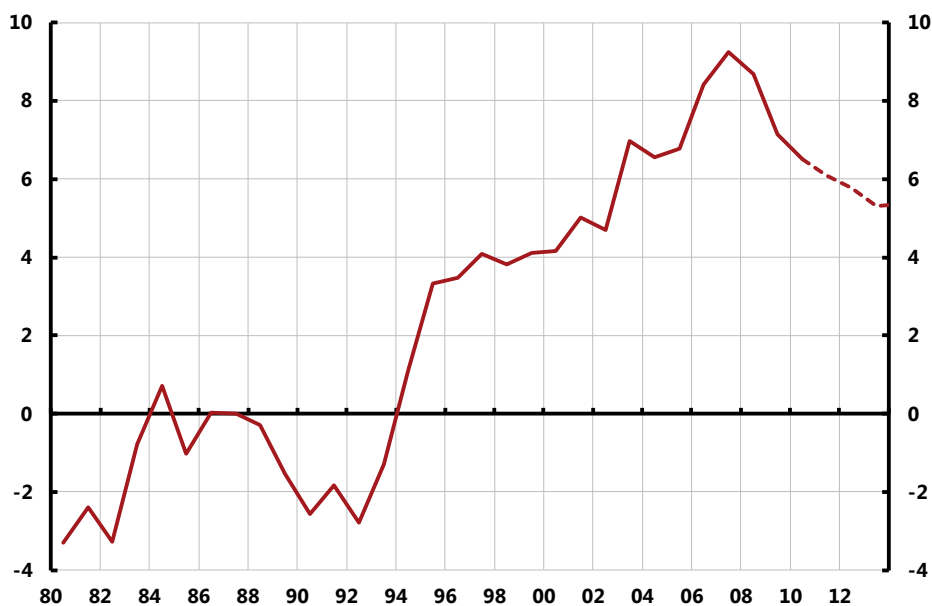
■ Detta satte vissa tillväxtländer med flytande växelkurser i en besvärlig sits då de inte ville förlora alltför mycket i konkrenskraft mot Kina samtidigt som stora inflöden av kapital ledde till att deras växelkurser tenderade att förstärkas. Nu har G20 kommit överens om att det i vissa situationer kan vara motiverat att införa tillfälliga kapitalregleringar som skydd mot volatila kapitalströmmar. Uppfattningen är att ett land i normala fall bör använda penning- eller finanspolitik eller makrotillsynsverktyg, men att det i undantagsfall kan vara befogat att införa kapitalkontroller. Arbetet med att sätta upp gemensamma riktlinjer pågår.¹⁵

Varför har Sverige ett så stort bytesbalansöverskott?

Före 1990-talskrisen hade Sverige i regel underskott i bytesbalansen under en lång tid (se diagram 4). Efter den krisen försvagades kronan kraftigt samtidigt som underskotten vändes till överskott. Sedan dess har Sverige inte bara haft ett överskott, utan ett mycket kraftigt och i viss mån växande sådant.

Diagram 4. Sveriges bytesbalans

Procent av BNP



Källa: IMF

Det finns många möjliga förklaringar till de stora överskotten. Som jag redan nämnt beror överskott i bytesbalansen på att det inhemska sparandet är högre än de inhemska investeringarna. I Sverige ökade hushållens sparande efter den ekonomiska krisen i början av 1990-talet, vilket delvis kan bero på att skattereformen som genomfördes i början av 1990-talet gjorde det mycket mer lönsamt för hushållen att spara. Dessutom innebar det nya finanspolitiska ramverket att det offentliga sparandet ökade. Pensionsreformen 1994 var förmodligen också en bidragande orsak till att hushållens sparande ökade eftersom de framtida pensionsutbetalningarna kopplades mer till hur mycket som betalats in i systemet. Sverige har dessutom en åldrande befolkning så man skulle kunna hävda att sparandet bör vara högt för att vi ska kunna klara

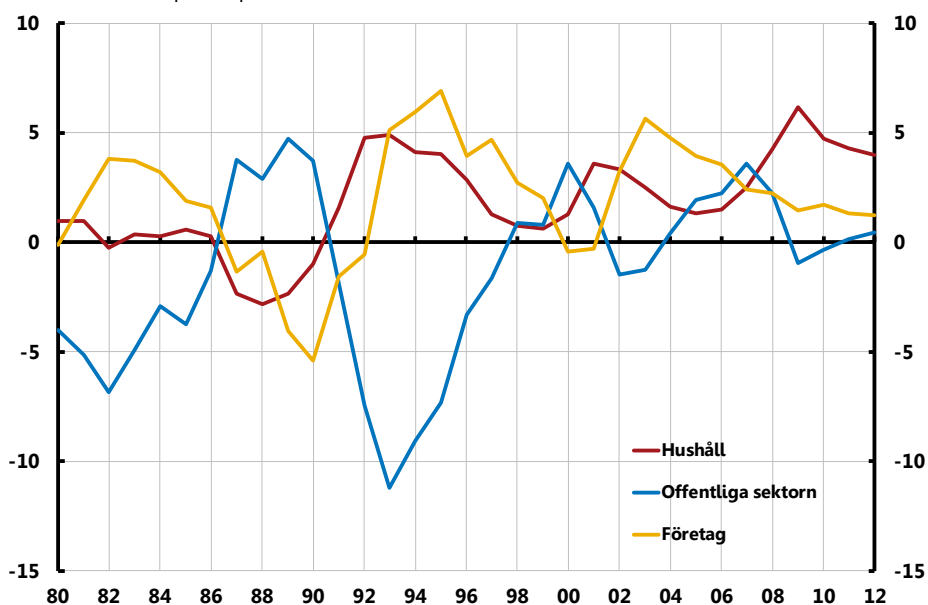
¹⁵ "The G20 Seoul summit leader's declaration November 11-12, 2010" och IMF Global Financial Stability Report, 2011.

av kostnaderna för kommande pensioneringar.¹⁶ Men det gäller för ett flertal av våra handelspartner också. Äldrekvoten, som anger förhållandet mellan personer i pensionsåldern och personer i arbetsför ålder, väntas öka i Sverige från dagens 30 procent till 45 procent år 2050. Men för Europa totalt sett väntas äldrekvoten öka från 25 procent till 52 procent. Samtidigt är det bara Norge, som ju är oljeexportör, och Schweiz som har större bytesbalansöverskott som andel av BNP än vi i hela OECD.¹⁷

Kanske innebar 1990-talskrisen att den svenska allmänheten accepterade krav på en sanering av de offentliga finanserna på ett annat sätt än vad som skedde i andra länder. I många fall tvingas man genomföra liknande budgetkonsolideringar utomlands nu istället. Detta skulle i så fall tala för att skillnaderna i sparande mot omvärlden på sikt kommer att minska och därmed också det svenska bytesbalansöverskottet. En annan möjlig förklaring till det höga sparandet kan vara att hushållen underskattar hur mycket som sparas i det allmänna pensionssystemet efter pensionsreformen.¹⁸ I så fall skulle vårt sparande kunna vara omotiverat högt och komma att förbli så under en lång tid. I diagram 5 visas sparandet i olika sektorer i Sverige.

Diagram 5. Finansiellt sparande i olika sektorer i Sverige

Procent av BNP, löpande priser



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet

Det kan även vara så att förklaringen snarare står att finna i investeringarna. Sverige har haft en lägre investeringskvot än både OECD och EU-snittet sedan 1990-talet. Skillnaden förklaras dock nästan helt av att Sverige har haft lägre bostadsinvesteringar (diagram 6). Detta har delvis varit en anpassning efter de mycket höga bostadsinvesteringarna under 1980-talet, men har förmodligen också att göra med ändrade regler i samband med skattereformen 1991 och att ett nytt bostadsfinansieringssystem infördes år 1993.¹⁹ Det är svårt att

¹⁶ Detta är dock inte ett helt okontroversiellt påstående, eftersom framtida generationer kan förväntas ha högre realinkomster på grund av produktivitetstillväxten i ekonomin.

¹⁷ KI, "Sparsamma hushåll har skapat ett stort överskott i den svenska bytesbalansen". Konjunkturläget fördjupning, 2011.

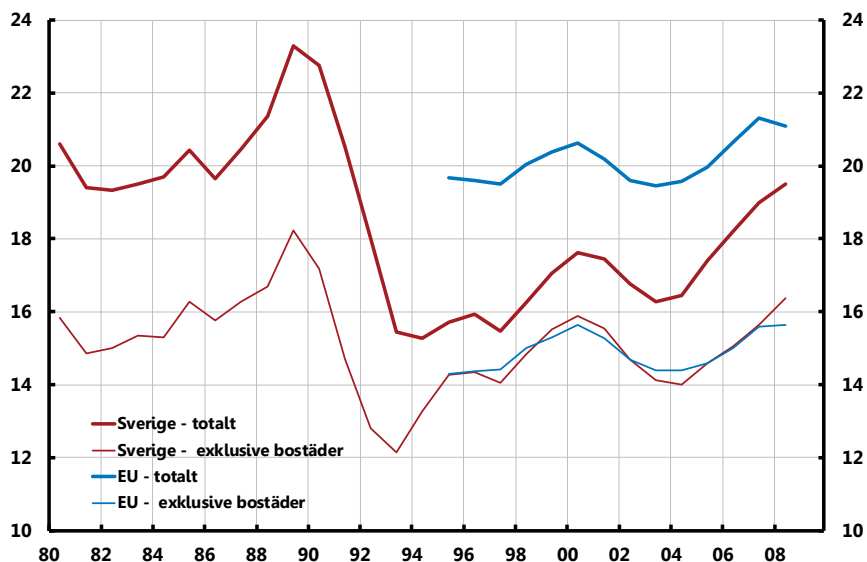
¹⁸ KI, 2011, framhåller detta som en möjlig förklaring till det höga hushållssparandet i Sverige.

¹⁹ Det s.k. Danellssystemet innebar en snabb avtrappning av räntebidragen jämfört med de tidigare reglerna.

- bedöma om investeringarna i Sverige kan anses ha varit omotiverat låga under tiden som bytesbalansöverskottet har vuxit. Framför allt är det svårt att hitta någon reform som generellt sett skulle kunna höja avkastningen på just svenska investeringar och därmed leda till en högre investeringskvot.

Diagram 6. Investeringar i EU och Sverige

Procent av BNP



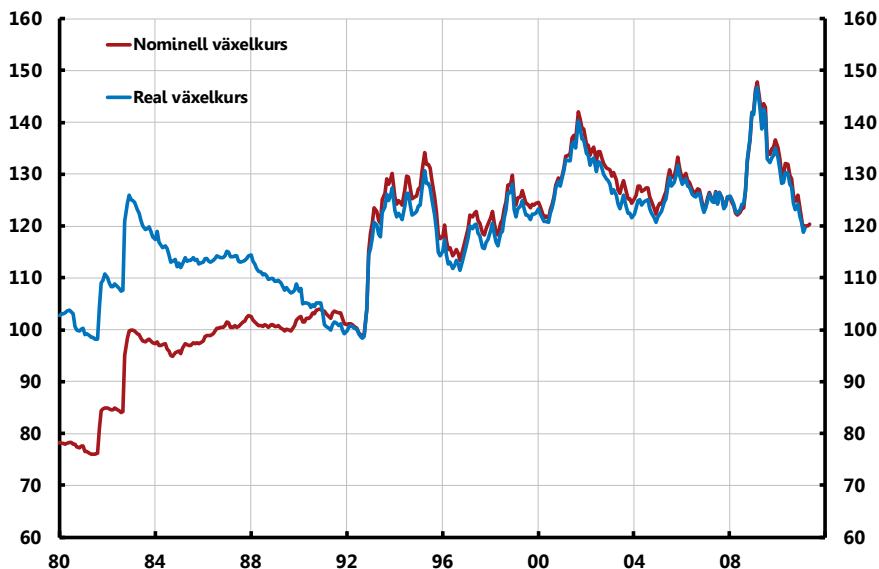
Källa: SCB

Efter att den fasta växelkursen släpptes 1992 deprecierade kronan med nästan 30 procent i handelsviktade termer. Den försvagningen har i princip inte återhämtats, även om kronan har stärkts en hel del på sista tiden. Sedan mitten av 1990-talet finns det, enligt olika statistiska metoder, ingen tydlig trend i den reala växelkursen (se diagram 7), vilket kan tyda på att kronans långsiktiga värde ligger i närheten av genomsnittet under den perioden.²⁰ Perioden med stora överskott i bytesbalansen kan alltså inte förknippas med någon tendens till en real förstärkning av kronkursen.

²⁰ Lagerwall och Nessén, 2009.

Diagram 7. Real och nominell växelkurs, TCW-index

Index, 1992-11-18=100



Källa: Riksbanken

I det sammanhanget är det värt att notera att Sverige trots så många år av stora bytesbalansöverskott uppskattas ha en negativ nettoställning mot utlandet.²¹ Värdet av de svenska tillgångarna i utlandet är alltså mindre än värdet av Sveriges samlade skulder mot utlandet. Svenskarnas skulder mot utlandet var under förra året 2,5 gånger större BNP. Att stockarna på både skuld- och tillgångssidan är stora innebär att variationer i värderingen av dem blir viktiga för utvecklingen av utlandsställningen. Bytesbalansen, å andra sidan, som utgör ett flöde som adderar till eller drar ifrån dessa stockar, får mindre betydelse.²² Förändringar i värderingen av skulderna och tillgångarna påverkas i stor utsträckning av förändringar i växelkursen.²³ Det finns dock stora brister i statistiken på detta område. Värdet på vissa typer av tillgångar är med all säkerhet underskattade, eftersom det saknas statistik över de svenska hushållens egna direkta placeringar i utlandet. Nettoställningen kan också mätas på olika sätt beroende på om direktinvesteringar redovisas till marknadsvärde eller till bokfört eller nominellt värde. Bägge metoderna ger dock en nettoställning som är mycket lägre än vad det ackumulerade bytesbalansöverskottet ger (se diagram 8).

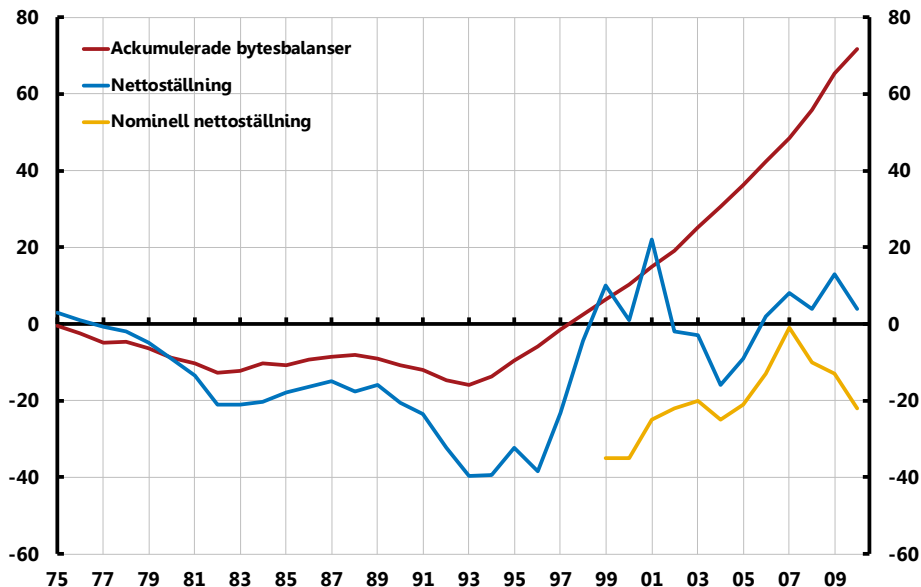
²¹ Den nominella utlandsställningen var år 2010 -22 procent av BNP, medan den marknadsvärderade nettoställningen var +4 procent av BNP enligt statistik från SCB.

²² Detta finner även Lane, 2006 i en analys av den svenska växelkursen.

²³ För en djupare analys av utlandsställningen se, Blomberg och Falk, 2006.

Diagram 8. Sveriges nettoutlandsställning samt ackumulerade bytesbalanser

Procent av BNP



Källor: SCB och Riksbanken

Om det är så att Sverige inte har någon större nettofordran på omvärlden har det viss betydelse för utsikterna för den reala kronkursen. I teorin borde länder med stark utlandsställning på sikt få reallt apprecierande växelkurser och vice versa. Det finns även empiriskt stöd för sambandet mellan nettoställningen och reala växelkurser när man studerar olika länder.²⁴ Med en nettofordran nära noll skulle man inte nödvändigtvis förvänta sig någon förstärkning av den reala växelkursen, trots stora bytesbalansöverskott. Det faktum att Sveriges utlandsställning tycks vara nära noll talar alltså mot att den reala kronkursen av den anledningen skulle behöva röra sig i någon särskild riktning. Även andra faktorer påverkar den reala växelkursen, till exempel relativ BNP-tillväxt, relativ inflation och bytesförhållandet. I våra senaste prognoser har dock inte heller någon av dessa faktorer talat för någon större förändring av kronkursen framöver.²⁵

Kronan behöver inte förstärkas, men Sverige påverkas ändå av de globala obalanserna

Trots att Sverige har haft ett påtagligt stort bytesbalansöverskott under 15 år finns det alltså inget som säger att detta överskott måste förbytas till ett underskott inom en snar framtid för att Sverige inte ska ackumulera en stor nettofordran på omvärlden. Det finns inte heller något som säger att den svenska kronan borde appreciera i reala termer för att ett skift i bytesbalansen från över- till underskott ska kunna ske. Eftersom Sverige såvitt det går att bedöma inte har någon stor positiv nettoställning mot utlandet, finns det inte heller något som säger att den reala växelkursen behöver stärkas av skäl som har med nettoställningen att göra.

²⁴ Se till exempel Lane och Milesi-Ferretti, 2002.

²⁵ För en mer utförlig diskussion om kronans långsiktiga utveckling, se Lagerwall och Nessén, 2009.

■ Det skulle dock kunna få konsekvenser för Sverige om de globala obalanserna generellt sett skulle minska. Förutom att det skulle minska risken för en ny internationell kris så skulle det betyda att en större del av efterfrågan i världen skulle komma från de länder som idag har överskott, som till exempel Kina, och en mindre del från USA. Det är dock svårt att veta vad det i sin tur skulle innebära för efterfrågan på svenska exportvaror. I den mån kinesiska hushåll och företag efterfrågar andra typer av varor än amerikanska hushåll och företag så beror det i stor utsträckning på om svenska företag har flexibiliteten att anpassa sin produktion för att möta ändrade efterfrågemönster. De asiatiska överskottsländerna ligger långt från Sverige och geografiskt avstånd är en faktor som har ett tydligt negativt samband med benägenhet att handla med varandra.²⁶ Men det finns också betydande överskottsländer som ligger nära oss, till exempel Tyskland. Det är därför inte uppenbart vad den samlade effekten skulle bli för efterfrågan på svensk export om över- och underskotten i bytesbalanserna generellt sett minskade. Det är också tänkbart att USA skulle komma att importera fler investeringsvaror om deras bytesbalansunderskott minskade, eftersom detta troligtvis skulle innebära att den exportinriktade industrisektorn expanderade på bekostnad av den mer inhemskt inriktade tjänstesektorn. Det skulle i sin tur innebära en ökad efterfrågan på den typ av industrivaror som Sverige exporterar relativt mycket av.

Minskade globala obalanser skulle också kunna innebära att de långa räntorna stiger globalt när de asiatiska överskottsländerna minskar sina köp av amerikanska statspapper. Det skulle förmodligen även innebära en svagare realdollarkurs. Det är dock svårt att bedöma konsekvenserna av detta för svensk ekonomi.

Det kommer alltid att finnas över- och underskott i bytesbalanser eftersom olika länder har olika förutsättningar. Att kapital flödar till snabbväxande ekonomier där avkastningen på kapital är relativt hög innebär också en omfördelning av kapitalet som gör världsekonomin mer effektiv. Därför bör man enligt min uppfattning inte sätta upp mål för storleken på över- eller underskott i bytesbalansen. Sverige kan ses som ett exempel på att stora överskott inte nödvändigtvis är ett uttryck för en underliggande obalans i ekonomin.

Stora avvikelser i bytesbalansen kan emellertid vara ett tecken på att något inte står rätt till i ekonomin. De kan också samverka med andra svagheter till exempel i det finansiella systemet, som innan finanskrisen. Det är därför viktigt att fortsätta bevaka utvecklingen av de globala obalanserna och förstå vad som ligger bakom stora avvikelser. Även om regleringen av de finansiella marknaderna håller på att förbättras avsevärt finns det alltid en risk för att nya svagheter byggs upp som vi inte ser förrän det är för sent. Och att den kris som kom i slutet av 00-talet var en annan än den som förväntades betyder inte att den som förväntades inte kommer alls. Fortfarande finns risken att en snabb korrigerande av de globala obalanserna pressas fram. Det skulle kunna leda till stora problem för en världsekonomi som knappt har hämtat sig från den kris som vi precis varit igenom.

Referenser

Bayoumi, T. Tong, H. och Wei, S-J. 2010. "The Chinese corporate savings puzzle: a firm-level cross-country perspective". IMF Working Paper 10/275.

²⁶ Se till exempel Krugman och Obstfeld, 2009.

- Bernanke, B. 2005. "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Sandridge Lecture, Richmond, Virginia, March 10.
- Bernanke, B. 2009. "Financial Reform to Address Systemic Risk", Speech at the Council on Foreign Relations, Washington, DC, March 10.
- Blomberg, G. och Falk, M. 2006. "Stora bytesbalansöverskott och svag utlandsställning – hur hänger det ihop?" Penning och valutapolitik 1/2006. Sveriges Riksbank.
- Braconier, H. och Ekholm, K. 2011. "Globala obalanser och deras konsekvenser för svensk ekonomi", i "Den orädda debattören. En vänbok till Bo Södersten", Mats Lundahl, Ekerlids Förlag, 2011
- Caballero, R. J. 2006. "On the Macroeconomics of Asset Shortages", NBER Working Paper No. 12753.
- Feldstein, M. 2007. "Why is the dollar so high?", NBER Working Paper 13114.
- Hausmann, R. och Sturzenegger, F. 2005. "U.S. and Global Imbalances: Can Dark Matter Prevent A Big Bang", Working Paper, Kennedy School of Government, Harvard University, November.
- Hofmann, B. och Kuijs, L. 2006. "Profits Drive China's Boom", *Far Eastern Economic Review*, 169(8): 39-43.
- Konjunkturinstitutet. 2011. "Sparsamma hushåll har skapat ett stort överskott i den svenska bytesbalansen". Konjunkturläget, fördjupning.
- King, M. 2009. Speech given to the CBI Dinner, Nottingham, January 20.
- Krugman, P. R. 2007. "Will there be a dollar crisis?", *Economic Policy* July pp. 435–467.
- Krugman, P. R. och Obstfeld, M. 2009. *International Economics: Theory and Practice*, eighth edition. Addison- Wesley, Boston.
- Lagerwall, B. och Nessén, M. 2009. "Kronans långsiktiga utveckling". Ekonomisk kommentar Nr 6. 2009. Sveriges Riksbank.
- Lane, P.R. 2006. "The Swedish external position and the krona". Sveriges Riksbank working paper series 200.
- Lane, P. R. 2010. "A European perspective on external imbalances". SIEPS 2010:5.
- Lane, P.R. och Milesi-Ferretti, G.M. 2002. "External wealth, the trade balance, and the real exchange rate". *European Economic Review* 46.
- Llaudes, R. Salman, F. och Chivakul, M. 2010. "The impact of the great recession on emerging markets". IMF WP 10/237.
- Obstfeld, M. och Rogoff, K. 2005. "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments." *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 67-146.
- White, W. R. 2008. "Past financial crises, the current financial turmoil, and the need for a new macrofinancial stability framework", Speech at the LSE Financial Markets Group and Deutsche Bank Conference "The structure of regulation: lessons from the crisis of 2007", London, March 3.