

# Ekonomisk översikt

## Maj 2011

|  |  |    |
|--|--|----|
| Den internationella ekonomins utveckling och tillväxtutsikter för Finland 2011–12 .... | 1  |    |
| Förändringar i prognosklimatet .....   | 2  |    |
| Viktigaste skillnader mot konsensusprognoser.....                                      | 2  |    |
| Centrala osäkerheter och hot .....   | 4  |    |
| USA: "Trends that can't continue, won't".....  | 7  |    |
| Kina: Tillväxt under kontroll .....  | 15   |    |
| Indien: Elefanten i trav! .....  | 20   |    |
| Japan: Jordbävning, tsunami, kärnkraftskatastrof.....                                  | 21   |    |
| Ryssland: Uppsving genom olja! .....   | 24   |    |
| Euroområdet: Återhämtning går framåt! .....  | 26   |    |
| Räntor: Sanningens ögonblick i penningpolitiken!! .....                                | 36   |    |
| Valutor: ¿¿¿Massor av frågetecken???   | 46   |    |
| Finland: Uppgången fortsätter men svackan är djup! .....                               | 49   |    |
| <br>   |  |    |
| Box: Klimatförändring och världsekonomi .....  | 5  |    |
| <br>   |  |    |
| Tabeller 1–2   | Prognoser över den internationella ekonomin .....  | 3  |
| Tabell 3   | Ränte- och valutakursprognoser .....   | 3  |
| Tabell 4   | Centrala prognossiffror för Finland .....  | 3  |
| Tabeller 5–8   | Prognoser över den finländska ekonomin .....   | 60 |
| Tabell 9   | Olika länders och ekonomiska områdens andel av världens BNP och befolkning, %, samt produktivitet i förhållande till USA ..... | 61 |

Chefsekonom: Timo Tyrväinen, Aktia Bank Abp

Tryck: Yliopistopaino

Aktia Bank Abp publicerar denna översikt vederlagsfritt. Analysen som presenteras i översikten och utsikterna som baserar sig på analysen bygger på information tillgänglig för allmänheten. Även om vi använder källor som Aktia Bank anser vara så tillförlitliga som möjligt, kan det utan förvarning ske t.o.m. stora förändringar i omständigheterna, vilka kan påverka bedömningarna i denna översikt. Varken Aktia Bank Abp, dess dotter- eller delägarbolag, samarbetspartners eller anställda vid ovannämnda bolag garanterar riktigheten eller fullständigheten av uppgifterna i kommentarerna och översikterna. De ansvarar inte heller för skador som eventuellt förorsakats av användningen av uppgifterna.

Kopiering eller direkt citering av kommentarerna och översikterna, eller delar av dem, är förbjuden utan Aktia Bank Abp:s tillstånd.

# Den internationella ekonomins utveckling och tillväxtutsikter för Finland 2011–12

---

## Den internationella utvecklingen

- **Världsekonomin växte med 5,0 % 2010. Tillväxten mattas av till 4,6 % 2011 och till 4,3 % 2012.** Den globala effekten av jordbävningen, tsunamin och kärnkraftskatastrofen i Japan förblir obetydlig. Samma gäller folkresningarna i arabländerna.
- **Inflationen har blivit ett globalt problem.** I bakgrunden finns **centrala centralbankens hyperlätta penningpolitik.** Det har skapat utrymme för utveckling av bubblor på råvaru-, valuta- och räntemarknaderna. I tillväxtländer där penningpolitiken har reagerat snabbt kan inflationstoppen förbli övergående i synnerhet om matpriserna fortsätter att sjunka.
- **I USA tog recessionen slut tack vare den våldsamma stimulansen i juni 2009 och BNP ökade med 2,8 % 2010. År 2011 uppgår tillväxten till 2,5 % för att mattas av till 2,3 % 2012.** Det hade varit nödvändigt att avveckla den penningpolitiska hyperstimulansen i tid för att undvika en ständig accelerering av inflationen och hindra nya bubblor från att uppstå. **Då vändningen uppåt i styrräntan kommer först mot slutet av hösten återgår inflationen inte till centralbankens målnivå vid 2 %. Priserna stiger med 3,3 % 2011 och med 3,1 % 2012. Inflationen stannar kvar på över 3% också efter prognosperioden. Den offentliga ekonomins skuldsättning är inte hållbar. En akut kris skulle återspeglas på ekonomins och finansmarknadens utveckling globalt.**
- **Kinas BNP växte med 10,3 % 2010. År 2011 uppgår tillväxten till 9,5 % och 2012 till 8,5 %.**
- **Euroekonomin gick ur recessionen sommaren 2009. Euro-BNP ökade med 1,8 % 2010. År 2011 blir tillväxten 2,0 %. Den mattas av till 1,8 % 2012. Inflationen uppgår till 2,7 % 2011 och till 2,2 % 2011.**
- Osäkerheter i anslutning till skuldsättningen av euroländerna nådde upp till ytan igen i samband med Portugal. Trots att dominoeffekten tycks stanna upp före Spanien är marknadsreaktionerna på grund av skuldkriserna en betydande tillväxtrisk också i fortsättningen. Europeiska centralbanken **ECB fortsätter med styrräntehöjningar så att styrräntan i slutet av 2011 kommer att ligga på 1,75 % och i slutet av 2012 på 2,75 %.**
- Åtstramningen av penningpolitiken i euroområdet förutsätter att uppsvinget i ekonomin fortsätter och statliga skuldkriser slutar sprida sig. **Om tecknen på att den europeiska finansieringssektorn hamnar i kris ökar och Spanien drabbas av en fullskalig ekonomisk kris kommer normaliseringen av penningpolitiken att avbrytas. Om de grekiska skulderna omorganiserar, sker det tidigast 2012. En förutsättning är att risken för en dominoeffekt har minskat. Sannolikheten för en fullskalig ekonomisk och bankkris i Europa under prognosperioden har minskat klart. För närvarande bedömer vi sannolikheten vara 20 %.**
- Den internationella recessionen är över men aktiviteten förblir dämpad i många länder. **Den framstående ofrånkomliga åtstramningen av finans- och penningpolitiken samt ökningen i statsskulden begränsar de utvecklade ländernas ekonomiska tillväxt.** Den kommer att vara mattare än sedvanligt till andra hälften av årtiondet.

## Den finländska ekonomin

- **Den finländska ekonomin började återhämta sig hösten 2009. År 2010 ökade BNP med 3,1 %.** Tillväxten uppgår till 3,8 % 2011 och till 2,4 % 2012. Trendtillväxten stabiliseras närmare 2 % under nästa år. Finlands BNP når toppnivån från våren 2008 först i slutet av 2012.
- Trots att den ekonomiska tillväxten i Finland saktar av fortsätter den starkare än medeltillväxten i euroområdet. Tillväxtfördelen skapas bl.a. av att vi har mindre behov av att strama åt finanspolitiken, tyngdpunkten i vår export ligger på Asien och vår banksektor har en bättre kreditgivning förmåga. Tillväxtfördelen försämras av löneökningstakten som hos oss varit snabbare än i våra främsta konkurrentländer i 10 år och därigenom minskat vår priskonkurrenskraft speciellt i förhållande till Tyskland. Den svagare konkurrenskraften försvårar tillväxtmöjligheterna för exporten också efter prognosperioden.
- Utvecklingen av arbetslösheten har varit mycket gynnsammare än vad man kunde ha väntat sig utgående från produktionssiffrorna. **Arbetslöshetsgraden som 2010 var 8,3 % sjunker till 7,7 % 2011 och vidare till 7,2 % 2012. Inflationen som 2010 var 1,2 % kommer att vara 3,4 % 2011 och 2,7 % 2012.**  
Denna Aktias prognos baserar sig på uppgifter tillgängliga 26.5.2011.

# Förändringar i prognosklimatet

När prognosen i januari skrevs gällde den heta frågan hur skuldkrisen bland de europeiska länderna går vidare och hur den i USA i slutet av hösten genomförda tilläggsstimulansen påverkar långsiktiga inflationsrisker. På våren damp nyhetsstormen från arabländerna ner på prognosmakarnas arbetsbord och något senare naturkatastrofen och kärnkraftsolyckan i Japan. Dessa händelser kommer att ha en obetydlig effekt på den globala tillväxten. Nu verkar det som om den europeiska krisvägen kan stoppas i Portugal. Europeiska centralbanken höjde styrräntan i början av april, vilket tyder på ett starkt förtroende för den ekonomiska tillväxten.

- I USA har oron för statens skuldtutveckling och accelereringen av inflationen ökat månad för månad.
- På hösten befarades att Kina överhettas, nu att det blir underkylt, då centralbanken stramar åt penningpolitiken för att stävja den accelererade inflationen.
- Det spekuleras allt mer om en omorganisering av Greklands skulder. Å andra sidan råder det en allt starkare förväntning på att kedjan av statliga skuldkriser tar slut i Portugal. Tillväxten i de stabila länderna i euroområdet och i synnerhet Tyskland har överträffat förväntningarna.
- ECB har inlett en serie av räntehöjningar. Accelereringen av inflationen har väckt diskussion om tidpunkten för FEDs första räntehöjning. Allt fler förväntar sig att den ska komma redan på hösten.
- Skuldsättningen i de olika länderna har gått i otakt, vilket gör det mycket svårt att förutse hurdana tryck valutakurserna utsätts för.
- Penningpolitiken kommer att hållas lätt på lång sikt också vid stigande räntor. Det ökar oron för en växande prisbubbla inom råvaror (figur 1) som redan skapat ett inflationsproblem i både utvecklade och fattiga länder.
- I Finland har fokus riktats på hållbarheten i den offentliga ekonomin och den långsamma återhämtningen av exporten.

## Viktigaste skillnader mot konsensusprognoser

- Vi bedömer USA:s tillväxt som något svagare än i konsensusprognoserna och inflationen som något snabbare.
- Euroområdets ekonomiska tillväxt anser vi vara något starkare än i konsensusprognoserna. Vi är mera optimistiska än marknaden när det gäller att bedöma längden på skuldkrisen i euroområdet och dess effekter på tillväxten.
- Vi räknar med att ECB fortsätter att höja räntorna till våren 2013. Enligt vår syn kommer FED att vända styrräntan uppåt något tidigare än enligt den rådande förväntningen på marknaden.
- Vi ser riskerna med en uppgång i de långa räntorna vara större än enligt den rådande marknadssynen.
- Den ekonomiska tillväxten i Finland 2012 blir lägre än allmänt väntas.

Figur 1



Tabell 1 Aktias prognos över den internationella ekonomin med köpkraftsparitetsvikter: BNP-tillväxt, %

|                    | Andel 2010, % | 2008 | 2009 | 2010 | 2011e | 2012e |
|--------------------|---------------|------|------|------|-------|-------|
| <b>Världen</b>     | 100.0         | 3.0  | -1.3 | 5.0  | 4.7   | 4.4   |
| <b>Euroområdet</b> | 14.6          | 0.7  | -4.0 | 1.8  | 2.0   | 1.8   |
| Tyskland           | 4.0           | 1.0  | -5.0 | 3.6  | 3.3   | 2.2   |
| Frankrike          | 2.9           | 0.7  | -2.2 | 1.5  | 2.0   | 1.9   |
| <b>USA</b>         | 19.7          | 0.0  | -2.4 | 2.8  | 2.5   | 2.3   |
| <b>Japan</b>       | 5.8           | -0.7 | -5.2 | 3.2  | -0.4  | 2.0   |
| <b>Kina</b>        | 13.6          | 9.6  | 9.1  | 10.3 | 9.5   | 8.8   |
| <b>Indien</b>      | 5.4           | 7.4  | 6.7  | 8.8  | 9.0   | 8.6   |
| <b>Ryssland</b>    | 3.0           | 7.0  | -8.0 | 4.0  | 4.5   | 4.3   |

Tabell 2 Prognos över den internationella ekonomin: Konsumentprisinflation, %

|                    | Andel 2010, % | 2008 | 2009 | 2010 | 2011e | 2012e |
|--------------------|---------------|------|------|------|-------|-------|
| <b>Euroområdet</b> | 14.6          | 3.3  | 0.3  | 1.6  | 2.7   | 2.2   |
| <b>USA</b>         | 19.7          | 3.8  | -0.3 | 1.6  | 3.3   | 3.1   |
| <b>Japan</b>       | 5.8           | 1.4  | -1.4 | -0.8 | 0.3   | 0.3   |

Tabell 3 Aktias prognoser: Räntor och valutakurser

|                                   | 31.12.2009 | 31.12.2010 | 25.5.2011 | 31.12.2011e | 30.6.2012e | 31.12.2012e |
|-----------------------------------|------------|------------|-----------|-------------|------------|-------------|
| <b>Euroområdet</b>                |            |            |           |             |            |             |
| ECB:s styrränta                   | 1.00       | 1.00       | 1.25      | 1.75        | 2.25       | 2.75        |
| 3 mån. euribor                    | 0.70       | 1.01       | 1.44      | 2.00        | 2.50       | 3.00        |
| 10 års ränta<br>Ger (= benchmark) | 3.40       | 2.96       | 3.03      | 3.50        | 3.75       | 4.10        |
| <b>USA</b>                        |            |            |           |             |            |             |
| Styrränta                         | 0.0-0.25   | 0.0-0.25   | 0.0-0.25  | 0.50        | 1.25       | 2.50        |
| 3 mån. libor                      | 0.25       | 0.30       | 0.25      | 0.75        | 1.50       | 2.75        |
| 10 års ränta                      | 3.84       | 3.29       | 3.11      | 4.00        | 4.25       | 4.60        |
| <b>Japan</b>                      |            |            |           |             |            |             |
| Styrränta                         | 0.10       | 0.10       | 0.10      | 0.10        | 0.10       | 0.25        |
| 3 mån. tibor                      | 0.46       | 0.34       | 0.34      | 0.35        | 0.35       | 0.45        |
| 10 års ränta                      | 1.33       | 1.12       | 1.13      | 1.30        | 1.40       | 1.50        |
| <b>Valutakurser</b>               |            |            |           |             |            |             |
| EUR/USD                           | 1.43       | 1.34       | 1.41      | 1.35        | 1.30       | 1.25        |
| EUR/YEN                           | 133        | 109        | 115       | 115         | 117        | 118         |
| USD/YEN                           | 92         | 81         | 82        | 85          | 90         | 95          |

Tabell 4 Aktias prognos: Centrala prognossiffror för Finland, %

|                          | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011e | 2012e |
|--------------------------|------|------|------|------|-------|-------|
| <b>BNP-tillväxt</b>      | 4.2  | 1.0  | -8.0 | 3.1  | 3.8   | 2.4   |
| <b>KPI-inflation</b>     | 2.5  | 4.0  | 0.0  | 1.1  | 3.3   | 2.6   |
| <b>Arbetslöshetsgrad</b> | 6.9  | 6.4  | 8.2  | 8.3  | 7.7   | 7.2   |

# Centrala osäkerheter och hot

Tillväxten i världsekonomin kommer att mattas av bara litet 2011-12, eftersom tillväxtländernas starka drivkraft kompenserar den dämpade aktiviteten i de utvecklade länderna. I hotscenariot avbryts återhämtningen av nya störningar på finansmarknaden, av en uppgång i råvarupriserna eller av en för aggressiv avveckling av stimulansen.

En stor risk anknyter till skuldkrisen. Kommer krisen att bli allmäneuropeisk? Hamnar den amerikanska federationens skuldrend i eldlinjen? Kommer den privata konsumtionen att öka eller den höga arbetslösheten att förstöra hushållens förtroende? Investerar företagen? Lyckas *exit* i den ekonomiska politiken? Klarar bostadsmarknaden av högre låneräntor? Hur hög blir inflationen? Hur mycket stiger de långa räntorna?

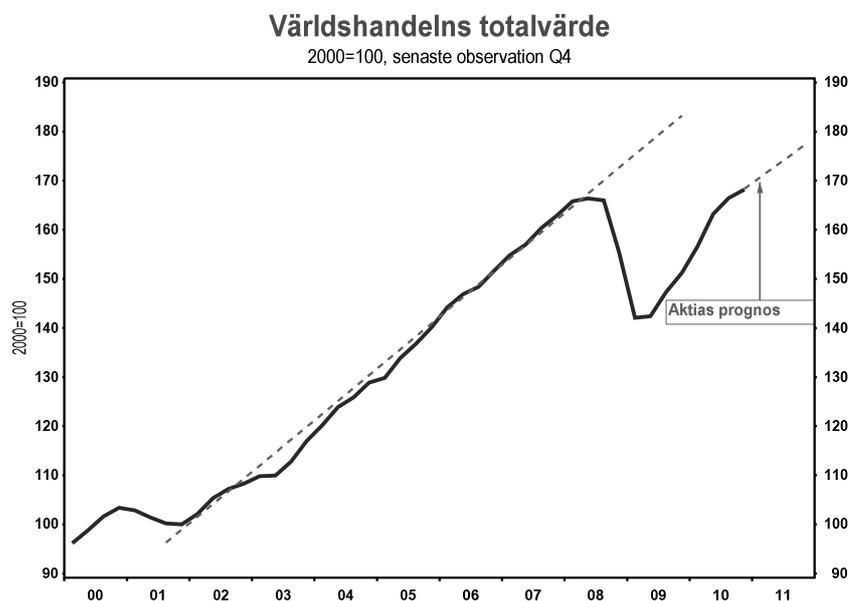
Vad händer om FEDs exit uppskjuts ytterligare och inflationen i USA stiger närmare 4 % 2012–14? Skuldsättningen i den offentliga ekonomin kan driva landet till en skuldkris redan under prognosperioden. Om så hände Det skulle skaka om hela världsekonomin.

Kinariskerna ansluter till en mera bestående accelerering av inflationen. Om den ekonomiska politiken stramas åt för hårt kan tillväxten mattas av för mycket. Då skulle Kinas import minska och det skulle återspeglas förutom på Asien även på råvaruproducerande länder i Afrika och Sydamerika. Kina är inte någon obetydlig marknad för Europa och USA heller. För närvarande anser vi Kinariskerna vara obetydliga. I det långa loppet är det främst miljöproblemen och äventyrandet av den samhälleliga stabiliteten som hotar den kinesiska framgångssagan.

I Europa gäller de största riskerna på kort sikt skuldkrisen. I Finland är osäkerheten angående den inhemska efterfrågans tillväxt inte så hög under prognosperioden då arbetslösheten har minskat, men exporten ansträngs av vår försämrade konkurrenskraft på grund av löneökningarna i Finland 2000–10. När den elektrotekniska industrin har mognat till en sektor med låg tillväxt och befolkningen åldras saktar trendtillväxten av varaktigt. En risk på lång sikt är att vi på grund av stela strukturer och attityder inte kan kombinera en god produktivitetstillväxt med ökad invandring. Lyckas vi undvika de från Kontinentaleuropa bekanta misstagen i mottagningen och anpassningen av invandrare?

De största riskerna i den globala ekonomin på kort sikt anknyter till finanssektorns stabilitet och spänningar i valutakurserna på grund av obalanserna i världshandeln. Den största långtidsrisken anknyts till klimatförändringen och reduceringen av växthusutsläppen. En annan megautmaning – som förutom alla utvecklade länder även berör många tillväxtländer (bl.a. Ryssland, Kina) – har att göra med befolkningens åldrande och anpassningen till det.

Figur 2



## Klimatförändring och världsekonomi

Hanteringen av risker i anknytning till klimatförändringen är den mest komplicerade kollektiva utmaning som mänskligheten någonsin behövt befatta sig med.

Efter årtionden av polemisering förändrades politikernas sätt att förhålla sig till klimatförändringen snabbt för några år sedan. En viktig katalysator var den av den engelska regeringen beställda oberoende "Sternrapporten" från hösten 2006 som på basis av sannoliketskalkyler räknade ut prislappar för klimatförändringens följder och dämpningen av förändringen. OECD har byggt vidare på denna analys och kompletterat den på basis av ny vetenskaplig evidens (Climate Change Mitigation: What Do We Do?, OECD 2008). Tyvärr visade det misslyckande klimatmötet i Köpenhamn att vetenskapen om hotet mot mänsklighetens framtid inte räcker till för att mänskligheten ska hindra hotet från att realiseras. Nationell självishet vann över internationell ansvarsfullhet. Det verkar osannolikt att man får till stånd ett täckande och bindande internationellt klimatavtal i framtiden heller. Lösningar måste sökas bit för bit.

Beslutsfattarna i världen är eniga om att klimatförändringen är verklig, farlig och förorsakad av människan. Den beror på koldioxid och andra växthusgasutsläpp som kumulerats i atmosfären under ett hundra år. Att följderna är allvarliga finns det vetenskaplig säkerhet om. Klimatförändringen är ett globalt hot som kräver snabba världsomfattande åtgärder för att kunna stoppas. Nyttan av snabba och krassa åtgärder är klart större än kostnaderna för att det nuvarande tillståndet får fortsätta.

Om växthusutsläppen fortsätter oförändrade försvagas förutsättningarna för den ekonomiska tillväxten och vardagslivet betydligt inom kommande årtionden. Om detta förhindrades genom kostnadseffektiv klimatpolitik, skulle den globala BNP:n enligt OECD bli 4,8 % mindre 2050 än utan klimatpolitik (figur 3). I december 2050 skulle världsekonomin nå den produktionsnivå som utan klimatsatsningar hade nåtts "redan" hösten 2049. En avmattning av den årliga medeltillväxten i världsekonomin med 0,13 % märker ingen i sitt dagliga liv. Därför är det svårt att tolka kostnaden för att hindra klimatförändringen som stor. Det bör även inses att man i OECD:s kalkyler inte har beräknat kostnader för det att klimatförändringen får fortsätta. Dessa kostnader påverkar tio eller hundra miljoner människors dagliga liv märkbart. Enligt Sterns rapport kan förlusten i det långa loppet vara 20 % av den globala BNP:n eller ännu mer.

Om man handlar genast kan man under de kommande 10–15 åren skrida fram tämligen lugnt och med små kostnader. Handlar man inte nu blir det mera bråttom varje år och totalkostnaden stiger. Klimatpolitisk iverksamhet ökar de negativa effekterna av klimatuppvärmningen och höjer kostnaderna för förebyggandet av dem. Till vissa delar kan det visa sig vara omöjligt att avhjälpa följderna senare.

Stern uppskattade att om man fortsätter som tidigare har det i slutet av århundradet samlats så mycket växthusgaser i atmosfären att medeltemperaturen på jordklotet med över 50 % sannolikhet stiger med över 5 °C. Detta motsvarar den temperaturökning som skett efter den senaste istiden och skulle ha stor effekt på framtidens geografi, på det var och hur människorna lever.

Smältande glaciärer skulle öka översvämningarna och minska mängden rent dricksvatten. Det skulle ha effekt på cirka en miljard människor i Indien, Kina och Anderna i Sydamerika. Spannmålsskördarna skulle minska, speciellt i Afrika, och försvaga levnadsmöjligheterna för hundratals miljoner människor. Malaria och denguefeber skulle sprida sig. Om havsytan stiger kan tiotals, t.o.m. hundratals miljoner människor utsättas för översvämningar. Specialskydd skulle behövas i kuststäder som Tokyo, New York, Kairo, Shanghai och London. Upp till 200 miljoner människor kunde bli tvungna att flytta på grund av högre havsyta, häftigare översvämningar och hårdare stormar. Å andra sidan skulle förutsättningarna för både lantbruk och turism i de nordliga områdena – inklusive Finland – förbättras.

Det behövs internationellt samarbete, eftersom klimatförändringen är ett globalt problem. Växthusutsläppen i världen har fördubblats sedan början av 70-talet. Om trenden fortsätter skulle de antagligen öka med ca 70 % under 2008–50. Tidigare kom utsläppen huvudsakligen från industrialiserade ekonomier, vilket innebär att den nuvarande växthusgashalten i atmosfären härstammar från dagens rika länder. Av nya utsläpp kommer 2/3 från tillväxtländer och andelen ökar i fortsättningen om klimatpolitiken inte framskrider. Därför är det ytterst viktigt att Kina, Indien, Brasilien och Ryssland deltar. Utsläpp ska minskas där som det är effektivast, och dagens rika

länder ska ta på sig största delen av kostnaderna för de fattiga ländernas utsläppstanko, eftersom de har producerat största delen av utsläppen i det förflutna.

Av klimatförändringen lider först och mest de fattigaste folken och länder som är minst skyldiga till den redan skedda förändringen. Extrema väderfenomen (översvämningar, torka, stormar) föranleder dock ökade kostnader också för de rika länderna. Klimatförändringen kommer att gå vidare under de kommande 20–30 åren också i det fall att klimatpolitiken förändras snabbt. Ett realistiskt mål är därför att stabilisera växthusgashalten i atmosfären på en något högre nivå än i dag. Enligt OECD förutsätter också denna målsättning att de årliga utsläppen i det långa loppet minskar till en tredjedel eller t.o.m. en fjärdedel av nivån 2005. Målet är krävande men inte omöjligt enligt OECD.

Växthusgaser skapas i många branscher. Energitillverkningens andel är störst. År 2004 uppstod 26 % av världens växthusutsläpp inom elproduktion och elöverföring. Industrins andel var 19 % och trafikens 13 %. Skogarna binder koldioxid och utgör den centrala upprätthållaren av balansen i atmosfären. Minskningen av skogsareal och degenereringen av skogarna står för 17 % av utsläppen, dvs. mer än hela trafiksektorn.

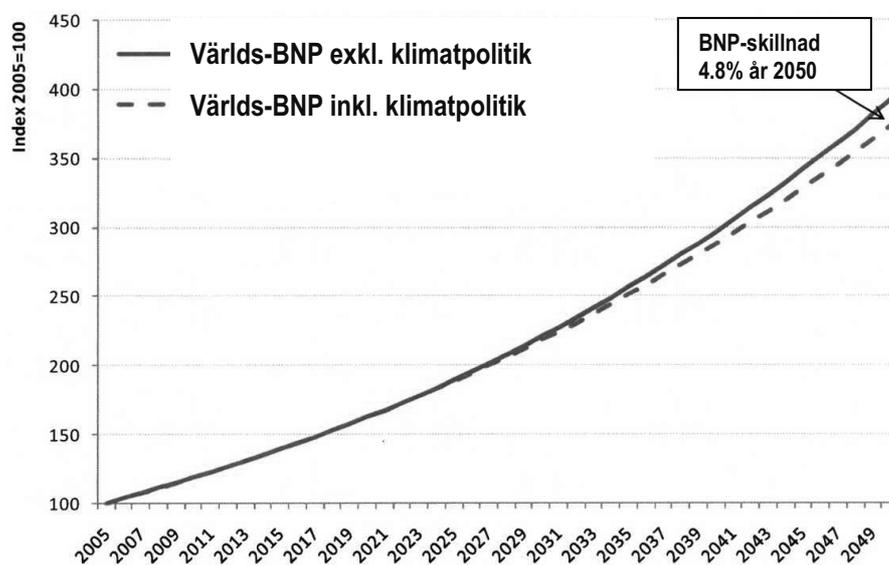
Klimatförändringen dämpas både genom minskning av energiintensiteten i BNP och genom minskning av kolhalten i den använda energin. OECD föreslår ett program som harmoniserar kostnaden för minskningen av utsläpp mellan utsläppskällorna vid varje tidpunkt. Det implicita priset stiger med tiden då billigare utsläppsminskningar utförts och man går vidare till dyrare. Detta är kriteriet för kostnadseffektivitet. Marknaden kommer inte att omsätta det i praktiken, eftersom atmosfären ur varje enskild förorenares synvinkel är en gratis avstjälningsplats. Enligt OECD utgörs det bäst fungerande alternativet av s.k. "cap-and-trade"-utsläppshandel. I detta system kan den vars utsläpp minskar eller har minskat sälja sina utsläppsrätter till sådana som behöver dem och är därför redo att betala för utsläppsrätten. Att ha små utsläpp genererar reda pengar, vilket är ett incitament för varje företag att minska sina utsläpp. I OECD:s modell fattar politiker beslut om klimatmål och företag beslutar om hur de uppnås.

Regeringar behövs även för att främja teknologi som minskar utsläpp inom el- och värmeproduktion samt trafik och effektiviserar energiförbrukningen i det stora hela. Misslyckandet av Köpenhamnmötet ökade oron i anknytning till teknologiinvesteringar, men i Cancun har optimismen förstärkts försiktigt. Då den offentliga makten har en viktig roll även när det gäller att hindra att skogarna förstörs, förutsätts samarbete för att dämpa klimatförändringen a) mellan olika länder och b) mellan den offentliga och privata sektorn.

Kina håller på att köra om USA som världens största källa av växthusgaser. Vikten av klimatförändringssamarbetet framhävs av att många folkrika länders (Kina, Indien) utsläpp *per capita* och därigenom också totalutsläpp kommer att öka även om energieffektiviteten per producerad BNP-enhet förbättras.

**Figur 3 BNP-effekt av kostnadseffektiv klimatpolitik till 2050**

(Källa: Climate Change Mitigation: What Do We Do?, OECD 2008)



# USA: "Trends that can't continue, won't"

Det rubricerade påståendet citeras allt oftare i USA. Det visar att kombinationen låga räntor, låg inflation och rådande dollarkurs inte är hållbar om federationens skuld ökar enligt förväntningarna (figur 4). En okontrollerad ökning av utgifter leder till en kombination av snabbare inflation, högre räntor, svagare dollar, långsammare ekonomisk tillväxt och en *relativ* försvagning av levnadsstandarden i USA.

Den Stora depressionen undveks genom att låna tillväxt av framtiden. I och med att den kumulerade skulden måste smältas ner och stimulansen dras in är det önsketänkande att snabbt kunna återgå till den trendtillväxt som rådde före krisen.

Tillväxten går trögt trots ökad stimulans inom både penning- och finanspolitiken. I det långa loppet belastar skuldsättningen i USA den ekonomiska tillväxten dels genom att budgetunderskottet bantas ned, dels genom de ökade utgifterna för skuldskötsel. En specifik risk uppstår då skuldutvecklingen börjar öka osäkerheten angående återbetalningsförmågan. Då skulle de långa låneräntorna stiga och detta skulle knappast bara drabba USA utan återspeglas på hela världen.

De centrala centralbankernas superlätta penningpolitik har stött ökningen i världsmarknadspriserna för energi, mat och andra råvaror. De utvecklade länderna har på detta sätt bidragit till att skapa ett inflationsproblem som förutom USA, Tyskland och Finland också gäller Kina, Indien osv. Ju längre centralbanken FED fortsätter med sin nuvarande politik, desto säkrare är det att ekonomerna världen över säger samma sak om räntorna under *Bernankes* tid som de sade om räntorna under *Greenspans* sista år: "*too low, too long*" (figur 5). Det verkar allt sannolikare att inflationen i USA stannar på över 3 % 2012-14.

## Hur hamnade man här?

Recessionen i USA började i december 2007. Hösten 2008 ledde investeringsbanken *Lehman Brothers* konkurs till en global tillspetsning av finanskrisen. Beslutsfattarna kunde inte uppskatta omfattningen av skaran motparter Lehman hade via derivatavtal. Som investeringsbank hade Lehman Brothers ju varit så gott som helt utanför all rapporteringsskyldighet och tillsyn.

Lehman Brothers konkurs var upptakten till *The Great Panic*, den globaliserade penning- och realekonomins första globala kris. I och med att svagheten spred sig till alla kontinenter samtidigt var de

negativa multiplikatoreffekterna utan like. När bankernas externa finansiering blev dyrare åtstramades alla kreditvillkor och mest åtstramades de i utrikeshandeln. Det förhindrades inte av regeringarnas *de facto* löfte i oktober 2008 att ingen betydande bank i något utvecklat land kommer att låtas gå i konkurs.

Världshandeln minskade häftigt (figur 2). Det var en överdrift förorsakad av en dramatisk åtstramning av utrikeshandelns finansiering och paniken bland företagsledarna. Korrigeringen inleddes våren 2009. Då inleddes även återhämtningen av världsekonomin.

Förebud om en global upprepning av depressionen på 30-talet sågs hösten 2008. Den kunde undvikas tack vare en global och snabb reaktion av aldrig skådad styrka i den ekonomiska politiken. I USA avslutades recessionen i juni 2009.

Depressionen på 1930-talet förvärrades av den ekonomiska politiken. Nu var situationen den rakt motsatta. FED har aldrig varit lika aggressiv som under finanskrisen. Enligt en färsk studie av *Alan Blinder* och *Mark Zand* skulle USA:s BNP utan politikens reaktioner ha krympt med nästan 13 % under krisen – den faktiska sänkningen var 4 %. Arbetslösheten skulle ha stigit till 16,5 %; nu realiserades 10 %.

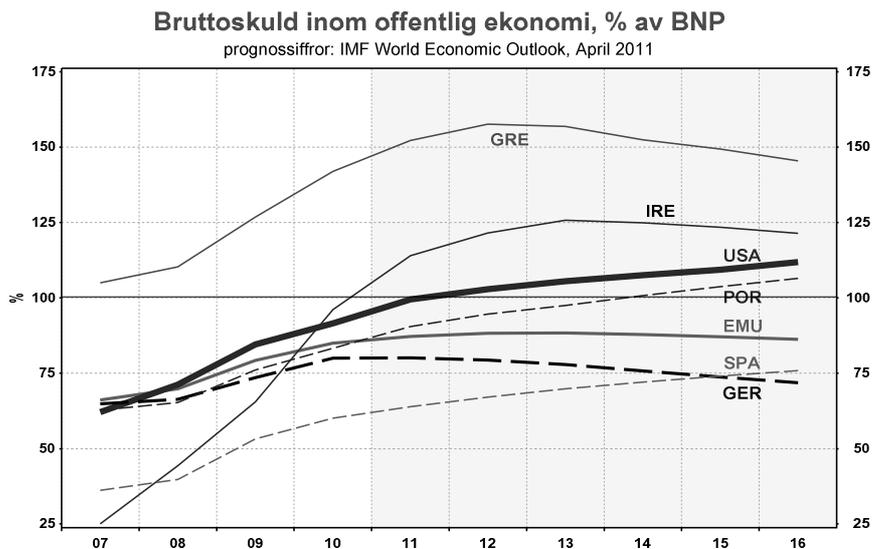
Tiden får visa vad man lär sig av det skedda. Har globaliseringen av finansmarknaden ökat sannolikheten för globala finanskriser varaktigt? Det är svårt att tro att ökad reglering kunde hindra nya bubblor från att uppstå. Ju starkare man tror på reglering, desto troligare är det att man underskattar riskerna varav följer att sannolikheten för bubblor ökar. Att vara medveten om risker och ha beredskap för dem är den enda motmedicinen mot finansbubblor.

## Finanskrisens bakgrund

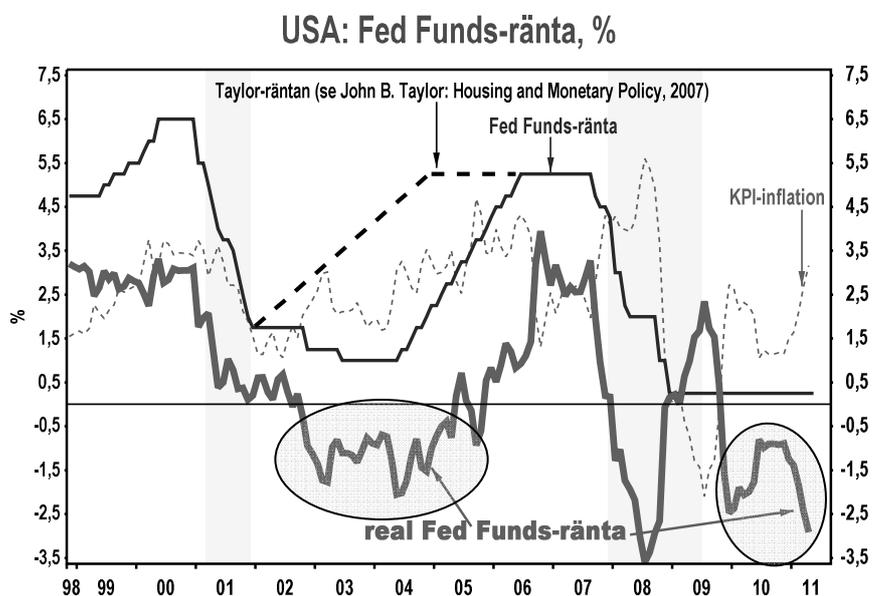
Uppsvinget i ekonomin 1991–2000 var det längsta i USA:s statistikförda historia. Under det övergick en allt större del av den inhemska efterfrågan i importen, och bytesbalansen försvagades med fart (figur 6). Den lätta penningpolitiken stödde konsumenternas skuldsättning och gav näring åt it-börsbubblan, som sprack 2000.

Under recessionsåret 2001 sänkte FED styrräntan från 6,5 till 1,75 %. I figur 5 visar den tjocka svarta streckade linjen John B. Taylors uppskattning av den optimala styrräntan. Skillnaden mot den faktiska styrräntan var som högst 4 procentenheter 2004. På

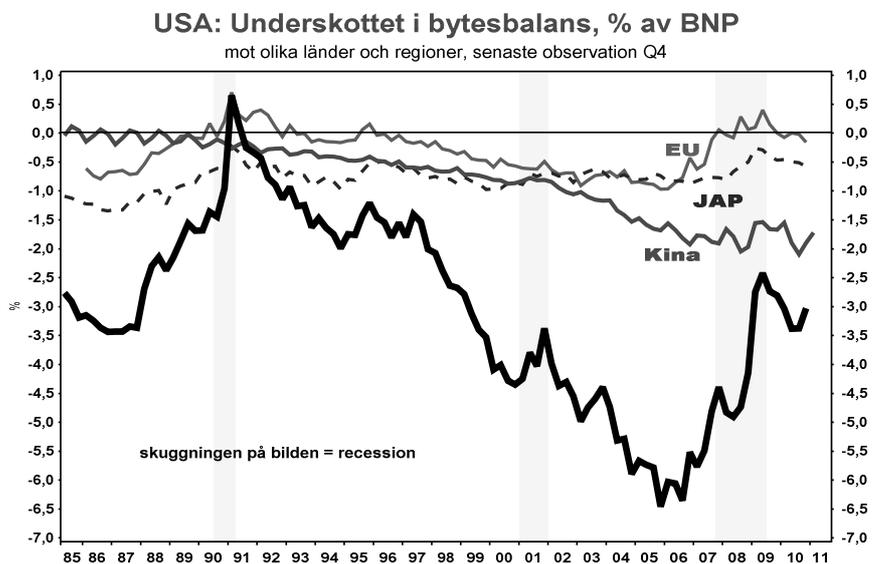
Figur 4



Figur 5



Figur 6



stimulans tyder också försvagningen av budgetbalansen med 6 ½ % av BNP 2001–03 (figur 11). Samtidigt förstärktes bostadsmarknadsbubblan av utvidgningen av *subprime*-lånekulturen.

Bakom finanskrisen låg en rad misstag i den ekonomiska politiken: 1) FEDs allt för lätta räntepolitik under Greenspans tid; räntorna var "too low, too long", 2) regeringens stöd till *subprimemarknaden*, 3) usel finansstillsyn, 4) ratinginstitutens verksamhet och 5) dålig bankpraxis med belöningsystem som uppmuntrade till överdriven risktagning. Som kronan på verket var de pengar som strömmade från Kina och andra överskottsländer och letade efter en parkeringsplats.

I bakgrunden till varje bidragande faktor till finanskrisen ligger beslut som tagits av politiska beslutsfattare under de senaste 10–15 åren. Det är fråga om en ödesdiger ackumulering av (ekonomisk-)politiska misstag. Enskilda misstag skulle inte ha fått tåget att spåra ur, men tillsammans drev de världsekonomin ner i avgrunden.

### Bostadsmarknadsbubbla

I maj 2006 utsåg Aktias Ekonomiska översikt bostadsmarknadsbubblan till det största hotet mot den ekonomiska tillväxten i USA. Bubblan sprack 2007–08. Betalningsstörningar och tvångsinlösningar ökade antalet osålda bostäder, och den åtstramade kreditmarknaden gjorde situationen ännu plågsammare för både låntagare och byggare.

Under 2000-talets första år allokerades en så omfattande del av de totala samhällsekonomiska resurserna till bostadssektorn att kollapsen kapade av en stor bit av ekonomin och sysselsättningen. När bostadspriserna sjönk underskred allt fler bostäders värde bolånebeloppet. Man kom ur fällan om man stoppade nycklarna i ett "klirrande kuvert". När kuvertet lades i bankens postlucka blev man av med bostaden, men samtidigt försvann också bostadslånet.

Trots att bostadspriserna har stabiliserats (figur 8) och bostadsbyggarnas NAHB-förtroendeindikator stigit från bottennoteringarna har bostadsmarknaden inte förstärkts på riktigt. Nivån för påbörjade byggprojekt är mycket låg. Flödet av tvångsinlösningar upprätthåller överutbudet som hindrar bostadspriserna från att repa sig. De klirrande kuverten försvinner inte heller, då värdet av närmare 30 % av enfamiljshusen är lägre än bostadslånet. När räntorna stiger hamnar nya skuldsatta i svårigheter. Det bästa man kan hoppas på är att bostadsmarknaden fortsätter att stabiliseras på ett trovärdigt sätt.

I början av 2009 var konsumenternas förtroende lägre än någonsin under enkätens historia (figur 10). Den värsta pessimismen är över men förtroendet lider av den höga arbetslösheten, den dåliga tillgången på kredit och den allmänna osäkerheten.

Recessionen, som tog slut i juni 2009, pågick i 18 månader och var den längsta sedan 30-talets depression som varade i 42 månader. På årsnivå ökade BNP med 2,8 % 2010. I år stannar tillväxten på 2,5 % trots stimulansåtgärderna och under första hälften av nästa år stabiliseras den till litet över 2 %. Minskning av budgetunderskottet, ökning av skuld-kostnaderna och normalisering av penningpolitiken begränsar tillväxten under flera år. En återgång till trendtillväxten före krisen är önsketänkande. När den stimulansdrivna tillväxtspurtens avtog under 2010 reagerade FED och regeringen med att öka på stimulansen. Det lånades ännu mera av framtiden.

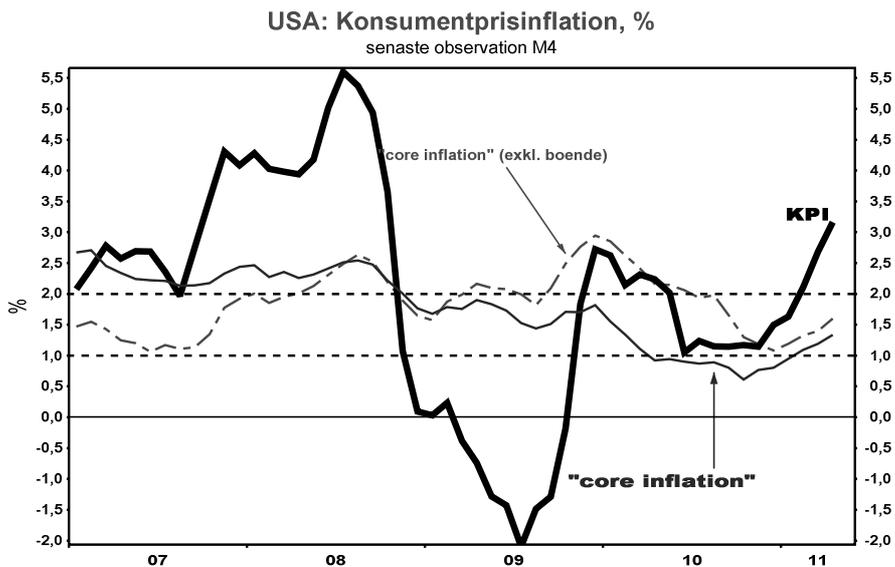
År 2009 var budgetunderskottet 12,7 % och 2010 ca 10,6 % av BNP (figur 10). Underskottet kommer inte att minska 2011 och hålls hög också efter prognosperioden. IMF uppskattar att federationens bruttoskuld 2016 kommer att vara nästan 112 % av BNP, då den 2007 var 62 %. BNP-andelen av ränteutgiften för den offentliga skulden kommer att stiga från ca 1 % till 3 ½ % under 2010-talet.

### Konsumtion och hushållens förmögenhet

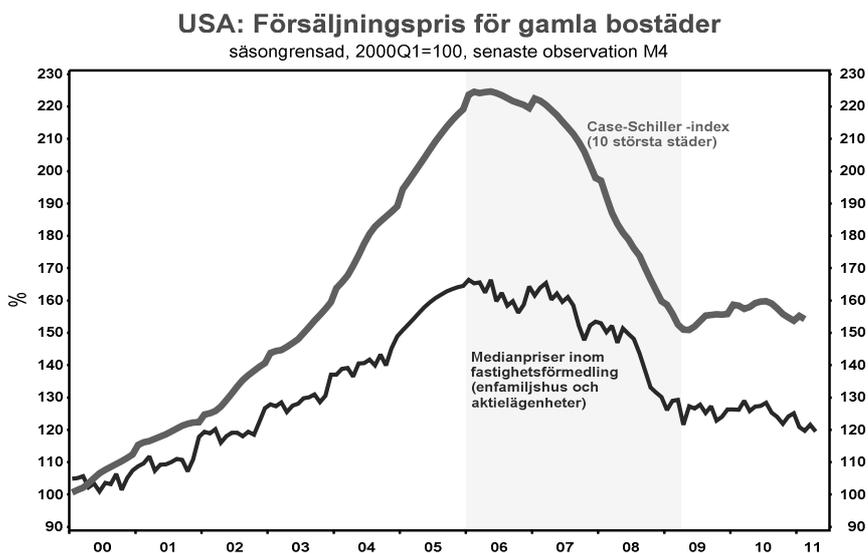
De centrala bakgrundsfaktorerna för konsumtionen är hushållens *inkomstflöde* och *förmögenhetsreserv*. *On/off*-variabeln när det gäller *inkomstflödet* är sysselsättningen. Under recessionen försvann 8 ½ miljon arbetsplatser. Arbetslöshetsgraden steg från 4,4 % i mars 2007 till toppnoteringen på 10,1 % i september 2009 (figur 13). I april 2011 var den 9,0 %. Trots att ekonomin växer förstärks sysselsättningen enerverande långsamt och arbetslöshetsgraden på 8–9 % kommer att tära på konsumenternas förtroende långt framöver.

*Förmögenhetsreserven* anger värdet på den egendom som hushållen vid behov kan realisera. Förmögenheten accentueras i USA där det sociala skyddsnätet är stormaskigare än i Europa och pensionskyddet baserar sig till en stor del på personliga besparingar. Dessutom är medelamerikanen i dag närmare pensionsåldern än någonsin tidigare. Enligt undersökningar övergår 5–10 % av förändringen i förmögenheten i USA till konsumtionsefterfrågan inom 1–2 år.

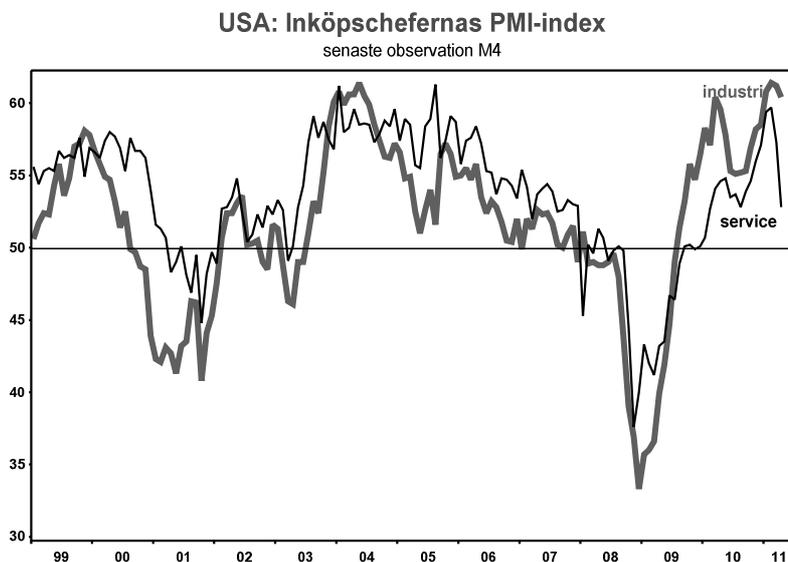
Figur 7



Figur 8



Figur 9



Under uppsvinget på 1990-talet låg brännpunkten för "förmögenhetseffekten" på aktiekurser och på 2000-talet på bostadspriser. Enligt FEDs ex-ordförande Alan Greenspan ska framtidens centralbankspolitik allt mer betona utvecklingen av tillgångarnas värde. En omvärdering som gäller detta kommer vara ett centralt tema i centralbanksdebatten.

Aktiemarknaden utvecklades uruselt från hösten 2008 till våren 2009. En vändning mot det bättre sågs emellertid redan i mars 2009. Uppgången fortsatte till april 2010 då den avbröts av krisen i Grekland. Sommaren 2010 ansträngdes aktiemarknaden av oron för *double-dip* och/eller deflation i USA. Vi har fått följa med en kursökning sedan hösten. I figur 12 visas borsindexen: *S&P 500*, *Dow-Jones*, det teknologitunga *Nasdaq* och *Russel*, som består av mindre företag. Den bredaste bilden av förmögenheten som är bunden till amerikanska aktier ger *Wilshire 5000*-indexet, som täcker över 90 % av aktiernas marknadsvärde. I skrivande stund är förändringen i de mest omfattande borsindexen ca 15 % på plus jämfört med året innan. Detta skapar en liten positiv förmögenhetseffekt.

Den snabba uppgången i bostadspriserna 2000–05 understödde konsumtionen, då nästan 70 % av amerikanska hushåll äger en bostad. Man tog mera kredit mot bostadens ökade värde och konsumerade pengarna. Då bostadspriserna började sjunka 2007 (figur 8) stängdes den finansieringskanalen.

I takt med arbetslösheten ökade även hushållens sparande. Sparkvoten har stigit från 1–2 % 2005–07 till 5–6 % 2010–11. Konsumtionen har således ökat mindre än inkomsterna. Detta har försvagat den ekonomiska tillväxten på kort sikt, men på längre sikt är uppgången i sparkvoten ett sunt fenomen som skapar förutsättningar för en hållbar ökning av konsumtion och investeringar i framtiden.

### Obalans i utrikeshandeln

Åren 1992–2005 tillfredsställdes en växande del av den inhemska efterfrågan i USA av import. Underskottet i bytesbalansen var 6 ½ % av BNP när det var som störst. Underskottet minskade från sommaren 2006 till våren 2009. Motspelaren till balanseringen var först EU, sedan Japan och till sist verkade också ökningen av underskottet mot Kina ha stannat upp (figur 6). Det är oroväckande att underskottet började växa på nytt genast då recessionen tog slut i USA.

Då utlandsskulden ökar, stiger låneskötselkostnaderna och en mindre del av inkomsterna genererade av ökad BNP blir kvar hos inhemska aktörer. Hushållens möjligheter att konsumera och/eller företagens möjligheter att investera försvagas. I det stora hela försvåras det skuldsatta landets tillväxtmöjligheter av den kumulerade utlandsskulden. USA:s läge skiljer sig visserligen från alla andras. I och med att utlandsskulden och lånekostnaderna definieras i dess egen valuta, minskar dollarförsvagningen skulden i andra valutor. Långgivaren förlorar en del av lånebeloppet i sin egen valuta även om lånet i dollar är oförändrat. Dessutom förbättras amerikanska företags konkurrenskraft i förhållande till långgivarländernas företag då dollarn försvagas.

Underskottet är en följd av spänningar i makroekonomin och otillräckligt nationellt sparande. Underskottet i den amerikanska bytesbalansen utgör i dag 3 % av BNP. Då USA:s andel av världs-BNP är över 20 % (tabell 9, s. 61) förutsätter finansieringen av bytesbalansunderskottet ett kontinuerligt *nettokapital*-flöde till USA som motsvarar 3/4 % av den globala BNP:n. I och med att över en miljard dollar utländskt kapital *netto* ska flyta in i landet varje arbetsdag året om, lånar USA en stor del av hela den övriga världens sammanslagna nettobesparingar.

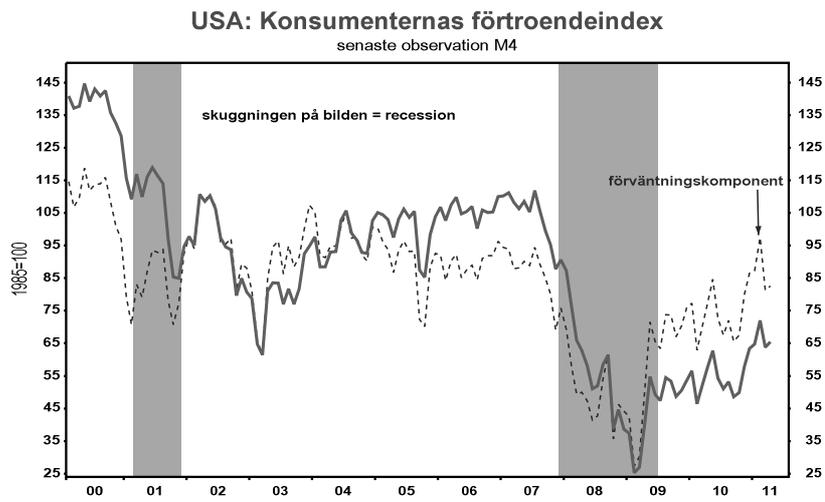
Centrala finansörer till USA:s skuldtrend är Kinas, Japans, Koreas, Indonesiens och Taiwans centralbanker. Kina och Japan konkurrerar om ställningen som den största enskilda ägaren av amerikanska statliga skuldebrev.

Den amerikanska exporten började stärkas sommaren 2009 stödd av dollarns försvagning. Den har nu nått samma nivå som före krisen, medan importen fortfarande ligger nästan 10 % under toppnivån sommaren 2008. Industriproduktionen är 10 % lägre än före recessionen.

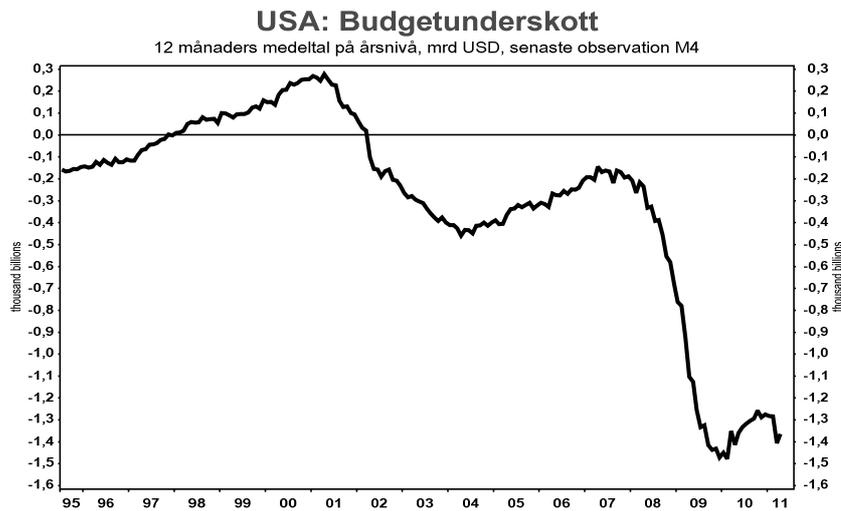
Obalanserna i världshandeln är enorma och de förknippas med betydande valuta- och ränterisker. För världsekonomin vore det gynnsamt om bytesbalansunderskottet balanserades utan dramatik.

Protektionistiska aktioner mot Kina skulle knappast förbättra balansen i utrikeshandeln eftersom USA egentligen inte längre har sådan produktion kvar som konkurrerar med importen från Kina. Protektionismen skulle antagligen flytta över Kinainporten

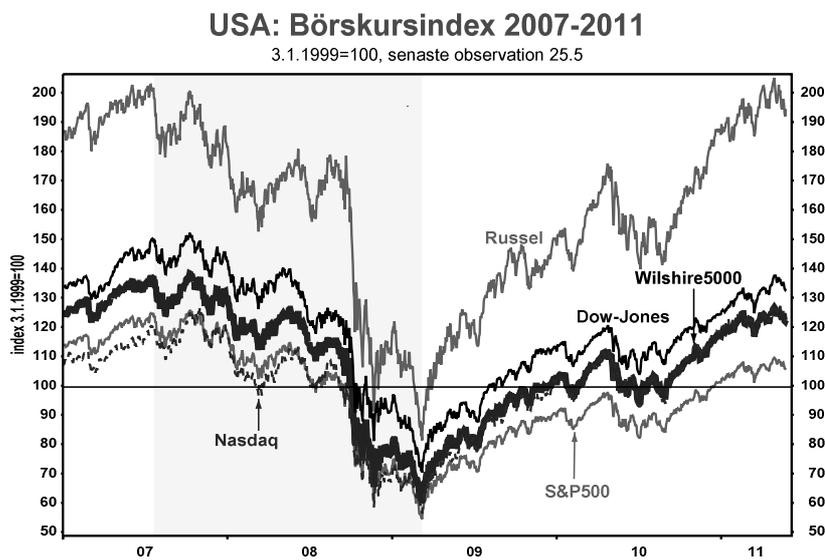
Figur 10



Figur 11



Figur 12



till andra tillväxtländer. Och hur skulle det centralt styrda Kina reagera? Om det omdirigerade sina investeringar skulle risken för dollarkrasch och en uppgång i amerikanska långa räntor öka.

Uppskattningsvis 70 % av de asiatiska centralbankernas valuta-reserv är investerad i amerikanska objekt. Vi tror inte på någon snabb vändning i den här investeringspolitiken. Kina kommer sannolikt att minska dollarns vikt i sin valuta-reserv successivt, så att en större del av ökningen i reserven placeras i euro och yen. Det stora handelsöverskottet ger Kina en bra möjlighet till detta. Yuanens dollar-koppling avskaffades sommaren 2005, och fram till juli 2008 apprecierades yuanen mot dollarn, med totalt 21 %. Därefter avbröt Kina stärkningstrenden. Förra juni tilläts en liten stärkning av yuanen men förändringen var kosmetisk. I september fick processen fart och yuanen har därefter stärkts med ca 3 ½ %.

### **Vilka är riskerna med USA:s ekonomiska tillväxt?**

I ett hotscenario pressas ekonomin i en ny recession på grund av avveckling av stimulansen, hög arbetslöshet, konsumenternas misstro, ny finansmarknadsstörning eller en snabb uppgång i oljepriset. Vi ser inte någon av dessa risker som speciellt stor i sig. Deras gemensamma inverkan skulle dock vara betydande.

Arbetslösheten följer ett långsamt sjunkande spår, så hushållens förtroende kommer knappast att rasa. Tecknen på att finanssektorn återhämtar sig är tydliga. Oljepriset kan stiga också i fortsättningen, men vi tror inte att pristrycket blir långvarigt. Det är också uteslutet att stimulansen avvecklas förhastat. *Double-dip*, där ekonomin på nytt hamnar i recession under de närmaste kvartalen, är ett möjligt men mycket osannolikt scenario.

De största riskerna för USA:s tillväxt är ökad inflation och en uppgång i de långa räntorna på grund av federationens skuldsättning. Om inflationen börjar öka okontrollerat ökar pressen på att räntorna stiger och dollarn försvagas.

Om riskerna för en ny recession börjar öka fördröjs den penningpolitiska normaliseringen ytterligare och de låga räntorna hjälper till att undvika en upprepning av recessionen.

## **Sammandrag av den ekonomiska utvecklingen i USA**

I december 2007 hamnade USA i en recession som tog slut i juni 2009. Recessionen som varade i 18 månader var den längsta i USA sedan den Stora Depressionen. När spurten som startats genom stimulans var över och tillväxten mattades av under 2010 inledde regeringen och FED en ny stimulans i höstas. Den stöder tillväxten från 2011, men från 2012 kommer medeltillväxten att vara kvar på litet över 2 procent under många år.

BNP som minskade med 2,6 % 2009 (figur 14) steg med 2,8 % 2010. År 2011 uppgår tillväxten till 2,5 % och 2012 till 2,3 %. Konsumentpriserna steg med 1,6 % 2010. Inflationen ökar till 3,3 % 2011 och blir 3,1 % 2012.

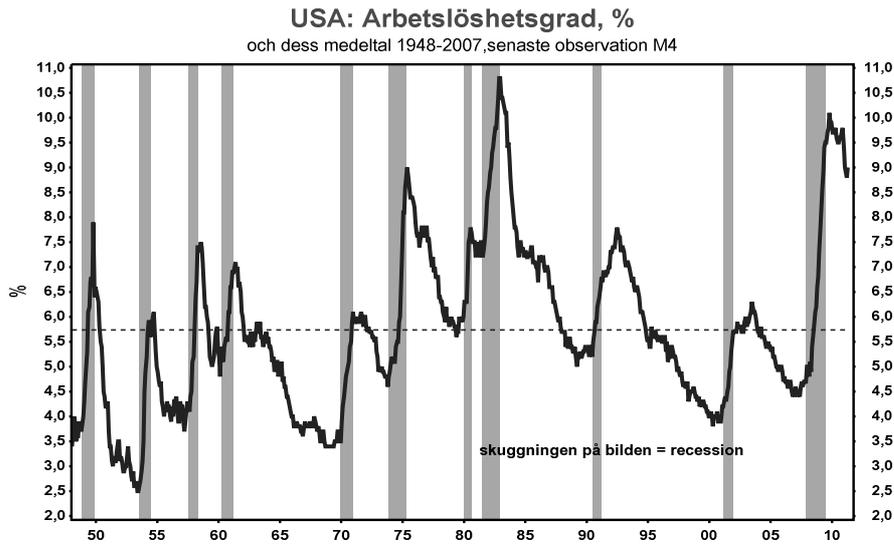
Under prognosperioden belastas den amerikanska ekonomin av 1) hög arbetslöshet (figur 13), 2) svag bostadsmarknad och 3) dålig tillgång på kredit.

Med recessionen försvann 8 ½ arbetsplatser. Under uppsvinget har knappa 2 miljoner fått tillbaka. Trots att antalet arbetsplatser inom den privata sektorn har ökat kommer det att ta länge att få ner arbetslösheten och arbetslöshetsgraden kommer att ligga på 8–9 % en lång tid framöver. Detta upprätthåller konsumenternas osäkerhet som ökar hushållens sparande och minskar konsumtionen. I det långa loppet är uppgången i sparkvoten en god nyhet, men på kort sikt försvagar den tillväxten.

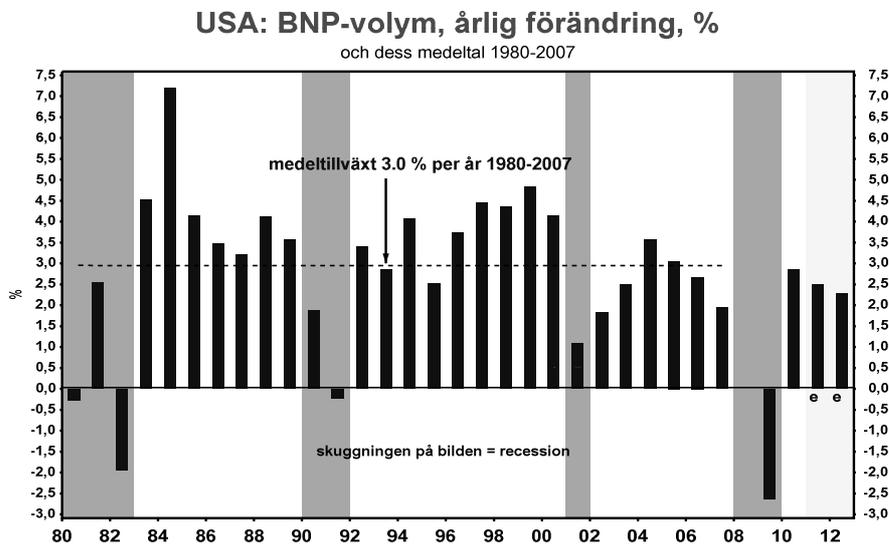
FEDs styrränta är 0,0–0,25 %, dvs. samma som i panikskedet och larmsirenerna (figur 5). Trots att recessionen tog slut sommaren 2009 inledde FED en ny stimulansoperation i november 2010 genom att köpa mera statsskuldebrev. Trovärdigheten hos FEDs *exit*strategi har satts på prov. Bara om hyperstimulansen hade avvecklats i tid kunde man ha undvikit en accelerering av inflation och uppgång av inflationsförväntningar. Nu verkar det klart att FEDs *exit* inte sker i tid och inflationen i USA blir kvar på över 3 % 2012–14.

USA har lånat tillväxt av framtiden och lånar mera hela tiden. Därför tror vi att medeltillväxten 2012–15 kommer att vara 0,7–0,8 procentenheter lägre än den 3 % man var van vid före finans-krisen.

Figur 13

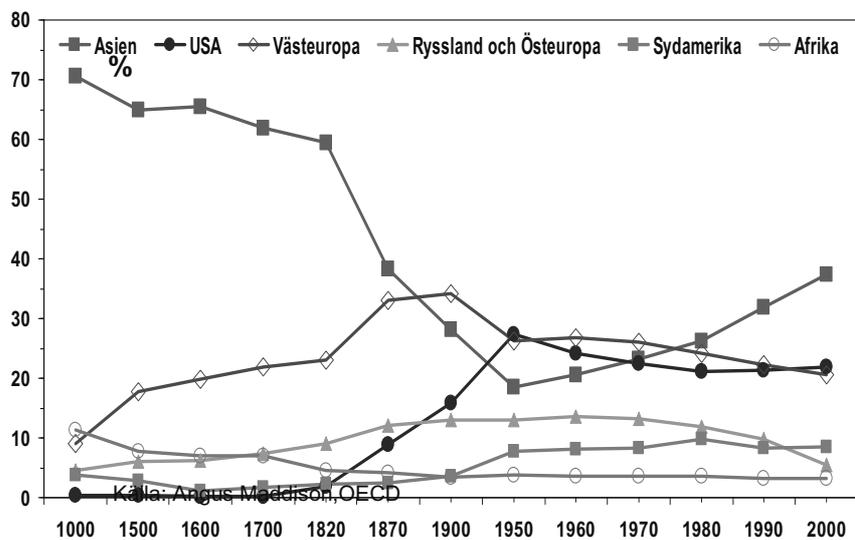


Figur 14



Figur 15

**Olika områdens och ekonomiers globala BNP-andel, %**  
från år 1000 till år 2000



# Kina: Tillväxt under kontroll!

Under 1990–2009 växte Kinas BNP med 10,5 % i snitt (figur 16). Under finanskrisen hann tillväxten sakta av till 6 ½ % i början av 2009 innan den inhemska stimulansen genererade en snabb accelerering. I Kina fick regeringsbeslut snabbare effekt än på annat håll och man hade råd med stimulans. Den offentliga skulden är under 20 % av BNP (låg i internationell jämförelse) och kapitalreserverna är enorma. Att den offentliga skulden antagligen är klart större än statistiken låter förstå förändrar inte saken. Enligt lagen har den regionala och lokala administrationen inte rätt att ta lån. I och med att stimulansen till stor del vilade på det lokala planet grundade regionala myndigheter bolag som lånade pengar av banker för att finansiera investeringar i infrastrukturen. Även om skuldestimaten fördubblas då ansvarsförbindelser på lokalt plan tas i beaktande är det inte något stort problem. Allvarligare vore det om stimulanslånen började generera kreditförluster för banker.

Under det världsekonomiska recessionsåret 2009 steg BNP med 9,1 % och år 2010 med 10,3 %. Tillväxten har lugnat ner sig till knappa 10 % från i fjol somras. Detta minskar oron för en överhettning. Detta är speciellt viktigt då dyrare världsmarknadspriser på mat och energi har höjt konsumentprisinflationen till 5 ½ %. När penningpolitiken stramas åt saktar den ekonomiska tillväxten av till 9,5 % 2011 och till 8,8 % 2012.

I den femårsplan som folkkongressen i Kina nyligen godkände har målet för medeltillväxt 2011–15 ställts på 7 %. För den föregående femårsperioden var målet 7,5 % och utfallet 11,2 %.

I det "utvecklande Asien" (= Asien exkl. Japan, Hongkong, Korea, Singapore och Taiwan) bor 52% av världens befolkning. Kinas andel är 20%. Enligt rådande valutakurser är dess BNP redan näst störst efter USA. Då man jämför länder på mycket olika utvecklingsstadiet är det dock skäl att göra en *köpkraftsparitetsjustering*. Enligt detta räknasätt har Kina varit den näst största ekonomin i världen sedan 2001. Dess andel av den globala BNP:n var 13 ½ % 2010 (tabell 9, s. 61). USA:s andel av BNP var 20% och av befolkningen 4 ½ %. Den materiella levnadsstandarden (= BNP *per capita*) var 6,3-faldig i USA jämfört med Kina.

Från 1990 har Kinas produktivitet vuxit med 9,4% per år i snitt (figur 16). Även om produktivitetsoökningen småningom saktar av kommer

Kinas köpkraftsparitetsjusterade BNP redan i mitten av detta årtionde att vara lika stor som USA:s. Enligt tidningen *Economist* kommer Kina med *rådande valutakurser* att passera USA 2022.

Med Kina i spetsen håller Asien på att återta den ställning det haft under största delen av de senaste 1000 åren (figur 15). Den enorma potentialen i levnadsstandarden gör Kina till den obestridligt viktigaste marknaden i världen.

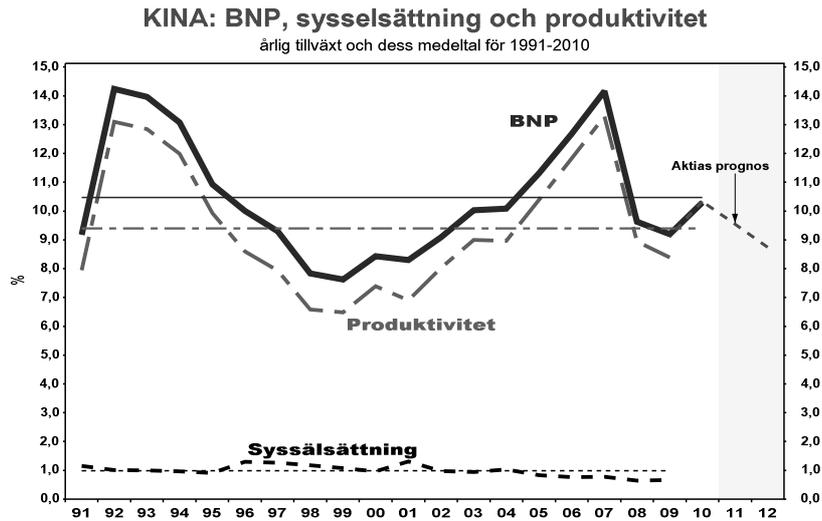
År 2010 var Kinas andel av världens export 9,4 %. Före låg USA (9,8 %) men bakom Tyskland (8,0 %) och Japan (4,6 %). Enligt färsk uppskattningar är den kinesiska exporten redan störst i världen. EU är Kinas största handelspartner före USA och Japan. Överskottet i Kinas utrikeshandel var 9 % av BNP 2008, 6 % 2009 och 5,2 % 2010 (figur 18). Trots att överskottet har minskat fortsätter valutareserven att växa.

Den heta frågan gäller tillväxtstrategin. Det är dags att lämna den exportdrivna tillväxtstrategin och flytta fokus till att stärka inhemsk efterfrågan. Förändringen har redan börjat, och under prognosperioden vilar tillväxten på den inhemska efterfrågan. Då exportberoendet i ekonomin minskar blir landet mindre utsatt för konjunkturväxlingar i resten av världen. Dels innebär förändringen att nya provinser blomstrar upp, dels att bytesbalansöverskotten krymper under kommande år.

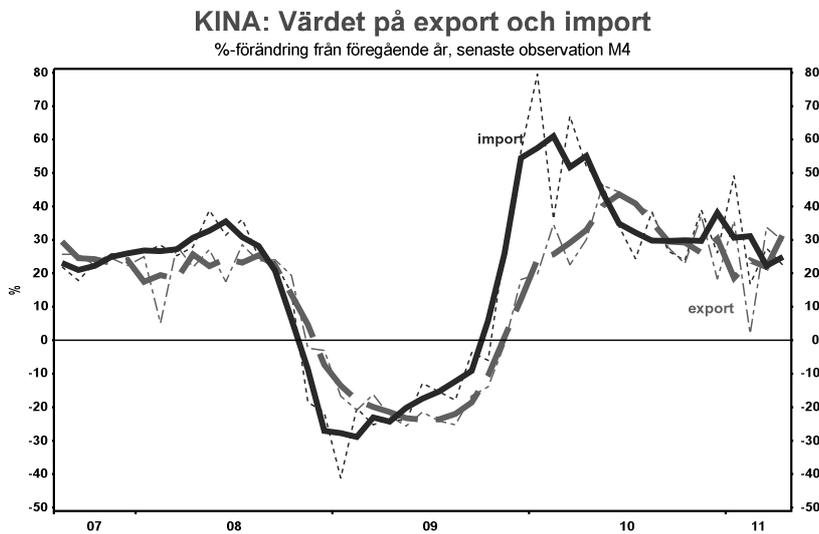
Kinas valutareserv på 3 045 miljarder dollar är störst i världen, ungefär hälften av landets BNP. Den förvaltas av *State Administration of Foreign Exchange* eller Safe. För utländska investeringar svarar det mindre *China Investment Corporation* (CIC). Enligt myndigheterna eftersträvar CIC inte bestämmanderätt i företagen det placerar i. Då statliga placeringsfonder (sovereign wealth funds) även i Ryssland och oljeländerna har vuxit, har IMF och EU försökt öka transparensen i deras placeringsverksamhet. Brist på genomskinlighet ökar den för alla skadliga protektionismen och onödig reglering. Statliga fonders placeringar i strategiska områden begränsas i många länder. Finanskrisen och bankernas finansieringsproblem öppnade dock dörren för Kinas och oljeproducerande länders investeringar i den amerikanska och den europeiska banksektorn.

Kina är lokomotivet i Asien och den största nyttan drar Japan. En betydande del av även Tysklands och USA:s exportökning har gått till Kina. Mellan juli 2008 och januari 2009 rasade både exporten

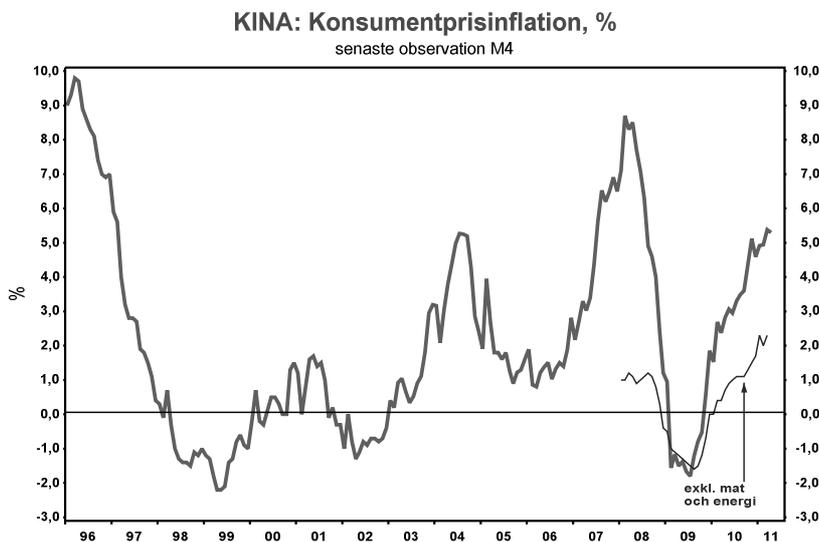
Figur 16



Figur 17



Figur 18



och importen i Kina med 40%. Stimulansen genererade en stark uppgång i Kinas import (figur 17) som gav fart åt världshandeln. Den kinesiska importen är en central källa för tillväxt dels i Kinas grannländer, dels i råvaruproducerande länder i Afrika och Sydamerika. Före finanskrisen växte både Afrika och Latinamerika snabbare än någonsin tack vare Kinasuget. Situationen är samma i dag, då Kina och dess efterfrågan ökar med fart.

Afrika och Sydamerika utgör den nya spelplanen för Kinasyndromet där både amerikaner och européer är rädda för att bli utomstående betraktare. Kina har erbjudit afrikanska länder enorma nya lån. Det har efterskönt de allra fattigaste och mest skuldsatta ländernas gamla lån och avskaffat importtullar för de fattigaste länderna. Det ger teknisk hjälp bl.a. inom jordbruk och byggnation. Det intensifierar sina relationer till Afrika för att säkerställa sitt energi- och råvarubehov och stöder projekten i form av stora lån och understöd. Kina har anklagats för att stöda odugliga regeringar, dumpa arbets- och miljöstandarder och för att främja korruption.

Kina har utövat en lätt penningpolitik. Under finanskrisen sänkte centralbanken styrräntan fem gånger från 7,5 % sommaren 2008 till 5,3 % i december 2008. Under 2009 lättade man på bankernas reservkrav och kreditkvoterna avskaffades. Under stimulansen beviljade affärsbankerna generösa lån. I slutet av 2009 var den breda penningmängden 28 % större än året innan. Fram till april 2011 hade ökningen i penningmängden sjunkit till 15 %.

Inflationen som 2009 var 1,9 % steg till 5,3 % i april 2011 (figur 18). Största delen av prisökningen beror på dyrare mat och energi. Rensad från dessa var inflationstakten 2,3 %. Oron över en okontrollerad accelerering av inflationen har dock ökat. Därför har centralbanken höjt styrräntan fyra gånger sedan oktober 2010. Reservkravet har höjts med totalt 5 procentenheter. Efter höjningarna ligger styrräntan på 6,3 % och bankernas reservkrav på 20,5 %. Penningpolitiken kommer att stramas åt ytterligare trots att en eventuell nedgång i bostadspriserna kunde öka oreglerade krediter och minska byggnadsinvesteringar. Det vore ett hårt slag mot urbaniseringen men samtidigt också mot gästarbetarnas inkomstbildning och livsvillkoren för deras familjer.

Kina vill vara en av de ledande teknologitvecklarna i världen 2020. Utvecklingsanslag till vetenskap och teknologi ökar snabbt. Då Kina snart kör om Japan blir det världens näst största forsk

ningsland efter USA. Jämfört med Ryssland har Kina mångfaldiga forsknings- och utvecklingsutgifter. Två tredjedelar av det kinesiska forsknings- och utvecklingsarbetet finansieras och genomförs av företag. Flera internationella företag har flyttat delar av sin forskning och utveckling till Kina.

Under 2000-talet har lönerna i Kina stigit med 14½ % per år i snitt. Statistiken överdriver dock ökningen eftersom den inte till fullo beaktar de arbetare som flyttar (ofta utan tillstånd) till tillväxtcentra och har anspråkslösa lönekrav. I kustprovinserna där lönenivån länge varit klart högre än i det övriga landet är en snabb uppgång i lönerna emellertid ett faktum.

Den arbetsavtalslag som trädde i kraft 2008 tog inte ställning till arbetare som flyttat från landsbygden till staden. Deras andel kan vara hela 40% av arbetskraften i städerna. En radikal förändring förestår när Kina stegvis börjar avveckla det system för boendetillstånd som togs i bruk i slutet av 1950-talet och som begränsar människors flyttning till städer och deras rättigheter där.

Löneuppgången har lett till att talrika produktionsanläggningar med låg förädlingsgrad har stängts eller flyttats från kustprovinserna till inlandet. Myndigheterna har förstärkt trenden genom att i kustområden minska skattelättnaderna för exportprodukter. I provinsen Quandong har otaliga fabriker lagts ner under de senaste åren och regeringen pressar företag med låg produktivitet (och låga löner) att flytta från kusten till inlandet dit den tack vare industrialiseringen ökade förmögenheten ännu inte nått. I stället för företag som slutar vill man ha bolag med hög förädlingsgrad som förorenar mindre och förbrukar mindre energi. Det öppnas nya och återigen nya industriparkeer i Quandong och Suzhou där bara avancerad elektronik- och hälsovårdsindustri godkänns.

Att öka välbästandet på landsbygden har hög prioritet bland administrationens målsättningar eftersom tudelningen av landet hotar samhällsfriden. Kinas regering har reviderat sin syn på urbaniseringen. I och med att inkomstskillnaderna mellan landsbygd och städerna är bland de största i världen ses nu urbanisering och de lönsammare arbetsmöjligheter den erbjuder som ett positivt fenomen som i det långa loppet stöder samhällelig stabilitet. För att hindra att flykten från landet till städerna blir okontrollerad ökar regeringen det direkta stödet till

landsbygden. Jordbrukarnas inkomstnivå samt tillgång till dricksvatten och el ska förbättras. För befolkningen på landsbygden garanteras gratis bashälsovård, och deras rättigheter förbättras gentemot de lokala myndigheterna, som ofta på orimliga villkor tvångsinlöst odlingsjord till byggprojekt.

Trots att lönerna har stigit är arbetskraften fortfarande förmånlig. Kina har emellertid förlorat en del av sin konkurrensfördel gentemot låglöneländerna i Asien. Ett flertal företag har redan flyttat till länder med billigare arbetskraft. Detta har stor betydelse bl.a. för Vietnam. Dessutom finns det stora områden inne i Kina där lönerna är låga, varför en del av de fabriker som förskräcks av arbetskostnaderna vid kusten utan tvivel kommer att flytta sin verksamhet till nya orter inom Kina. Svaret på frågan "var är framtidens Kina?" kan bra bli "i det kinesiska inlandet".

Världsbankens rapport *Doing Business 2011* bedömde affärsomgivningen i Kina ligga på plats 79 (78 för ett år sedan) bland 183 länder. Ryssland låg på plats 123 (116) och Indien på plats 134 (135). Industriföretagens vinster har fördubblats från föregående år. Enligt statistiken för januari–juni har värdet av direkta utländska investeringar i Kina fördubblats från början av 2009.

Eftersom efterfrågan i de utvecklade länderna inte kommer att komma upp till sin gamla ilfart på flera år, vilar fortsättningen av den kinesiska framgångssagan allt mera på inhemsk efterfrågan och privat konsumtion. Om levnadsstandarden fortsätter att stiga är trycket på enpartisystemet fortsättningsvis obetydligt. Förmodligen börjar de ändra på förvaltningsmodellen först om flera år. Om levnadsstandarden slutar stiga ökar trycket fortare. I det långa loppet är det bara en allvarlig rubbning av den sociala balansen som kan äventyra tillväxten i Kina. Inga tecken på en sådan har setts, men situationen kan ändra om den goda sysselsättningsutvecklingen avbryts och/eller levnadskostnaderna stiger dramatiskt.

Den häftiga stimulansen i början av 2009 var ett livsvillkor för regeringen, då 23 miljoner gästarbetare tvingades återvända till sina hemorter då de blev utan arbete inom exportindustrin. Gästarbetarnas roll som försörjare av landsbygden är central. De 130 miljoner gästarbetarnas hemsända pengar uppskattas täcka 40% av landsbygdsbefolkningens hela inkomst. Myndigheterna har nu ingripit i spekuleringen

med råvarupriser. Statliga reserver har använts för att trygga utbudet av livsmedel. Matstöd har betalats till de allra fattigaste. De studerandes matkostnader hålls i styr med hjälp av extra bidrag. Enligt BOFIT-enheten vid Finlands Bank kan detta utöver det faktiska behovet även berätta om rädsla för oroligheter. I synnerhet under början av 2010 rapporterades flera strejker och lönetvister i kustprovinserna och kuststäderna, då stigande mat- och bostadspriser höjde levnadskostnaderna. Lönetrycket ökas också av att det är svårare än tidigare för företagen i kustområden att få tag på billig arbetskraft från landsbygden.

När den externa exportefterfrågan avmattades vände stimulansen investeringarna i en våldsam uppgång. Detta väckte än en gång oron för överkapacitet. Finlands Banks BOFIT-enhet bedömer att överkapaciteten bara gäller några produktionsområden och att den inte väntas ha större betydelse för företagens investeringar. Den ständigt återkommande diskussionen om överkapacitet visar hur svårt det är i en mycket snabbt växande ekonomi att förutse hur mycket kapacitet som krävs för att tillfredsställa efterfrågan. När det gäller Kina har västvärlden upprepade gånger och systematiskt i minst ett årtionde överskattat överkapacitetsriskerna.

Den stora ökningen i investeringar och den exportframgång de medfört har möjliggjorts av hushållens höga sparkvot. För att den privata konsumtionen ska agera tillväxtmotor måste sparandet minska i framtiden. Det i sin tur kräver ett bättre socialskydd. En ändring i tillväxtstrategin är inte någon snabb vändning utan en process som kräver flera års målmedvetna beslut och vars slutliga framgång klarnar först i slutet av årtiondet. Vi tror att valet är gjort och att processen redan har kommit i gång.

Ökad konsumtionsefterfrågan och urbanisering är nyckelteman i framtidens tillväxtstrategi. På grund av det allt värre miljöproblemet minskas energiförbrukningen i förhållande till producerad BNP-enhet med 20 %. Orsaken är klar: 15 av de 20 mest förorenade städerna i världen finns i Kina!

I Kina är inkomstskillnaderna bland de största i världen och de pekar uppåt. Enligt officiell statistik förtjänar de rikaste 10 % av hushållen 21 gånger mera än de fattigaste 10 %. Enligt Asiens utvecklingsbank är inkomstskillnaderna i Kina något större än i USA. Vissa forskningsrön visar att inkomstskillnaderna i Kina är t.o.m. större än i Brasilien och Argentina.

Största delen av de nya arbetsplatserna finns i bygg- och servicebranschen. En megatrend inom världsekonomin har varit att industriarbetet förflyttats från utvecklade länder till Kina, men det har inte kompenserat nedskärningarna i gamla statliga företag. I Kina har industriarbetsplatsernas sysselsättningsandel sjunkit från 45 % 1985 till ca 20 %. I USA krympte industrins andel av sysselsättningen under samma tid från ca 20 % till 12 %. Industrin har samma roll som sysselsättare i dagens Kina som den hade i USA 1985.

Kinas roll på den globala energimarknaden blir allt viktigare. Enligt IEA har Kina kört om USA som den största energiförbrukaren i världen. Största delen av energibehovet täcks fortfarande med kolkraft, vars andel av den totala energin är 70 %. Efterfrågan på olja växer snabbt, och en stor del av ökningen i den globala oljefterfrågan har under 2000-talet kommit från Kina. Landets viktigaste oljebolag (CNPC) har tiotals olje- och gasprojekt på gång i Mellanöstern, Afrika, Centralasien, Ryssland och Sydamerika. *Sinopec* i sin tur är en storköpare av brasiliansk olja. I höstas köpte den det spanska *Repsols* rättigheter till oljefyndigheter i Brasilien. Brasiliens statliga oljebolag finansierar utnyttjandet av undervattensfyndigheter med kinesiskt lånekapital. Kina har även investerat i Brasiliens malm- och livsmedelsproduktion samt finansierat infrastruktursprojekt som underlättar transporten av råvaror till Kina.

I juli 2005 lät Kina yuanen stärkas mot dollarn och tog en valutakorg i bruk (figur 46). Av valutareserven torde 70 % vara placerade i dollar, 20% i euro och 10 % i andra valutor. Yuanens dollarkurs stärktes med 21 % innan trenden avbröts sommaren 2008 då finanskrisen eskalerade. I juni 2010 ändrade Kina sin valutakurspolitik igen och tillät en kosmetisk förstärkning av yuanen. I september fick stärkningen fart. Därefter är den totala stärkningen ca 3 ½ %.

Kina har i årtal understött undervärderingen av yuanen genom att köpa massvis med skuldpaper i dollar. Konstellationen har tillspetsat obalanserna i världshandeln. För att minska dem förutsätts att Kina i större utsträckning än tidigare använder det kapital det samlat genom exporten för att öka förmögenheten i hemlandet och mindre för att finansiera den amerikanska statsskulden. Om Kina började minska sina investeringar i USA i snabb takt skulle trycket på dollarförsvagning och uppgång i de amerikanska långa räntorna öka. Därför ska förändringen genomföras stegvis. Vi

anser en snabb vändning inte vara sannolik. Kina kommer knappast att politisera sina investeringar i USA.

I de 5 provinserna på Kinas östkust bor en femtedel av landets befolkning, och provinsen täcker 2/5 av BNP, 3/4 av exporten och hela handelsöverskottet. Trots att yuanen är undervärderad för dessa provinser del kan den vara övervärderad med tanke på resten av landet. Den ekonomiska politiken verkar betona de svagare provinserna. Regionala skillnader begränsar ränte- och valutakurspolitiken när det gäller att styra ekonomin.

Decentraliserat beslutsfattande har drivit de olika provinserna till en "monopolistisk" konkurrens om var produktionen ska placeras. Till skillnad från den allmänna uppfattningen dominerar de lokala förvaltningarna makrouveckligen i Kina. De anpassar sig inte till den centrala styrningen om det innebär en försvagning av tillväxtmöjligheterna i det egna området. Provinserna drar nytta av överhettade investeringar, medan centralstyret bär ansvaret för nya problemkrediter. Detta är det grundläggande problemet för den ekonomisk-politiska styrningen.

Provinserna X har som mål att dess nya fabriker ska tränga undan den på äldre teknologi baserade produktionen i provinserna Y och Z. Följden är positiv för provinserna X men negativ för landet, om överkapacitet leder till konkurser och arbetslöshet.

När finanskrisen eskalerade hösten 2008 spred sig recessionen till alla kontinenter och kollapsen i världshandeln fick Kinas export att sjunka snabbt. Ökad arbetslöshet och sociala spänningar skulle ha blivit ett hot mot enpartisystemet och det kommunistiska partiets roll. Riskerna undveks genom stimulans, och BNP steg med 9,1 % krisåret 2009. Ekonomin fick fart av världshandeln och växte med 10,3 % 2010. I fortsättningen mattas tillväxten av något och ligger på 9,2 % 2011 och på 8,5 % 2012.

På längre sikt är den största utmaningen för Kinas regering att minska ojämlikheten inom landet och råda bot på föroreningsproblemen. Framgången i dessa frågor avgör den kinesiska framtiden.

Den kontrollerade förstärkningen av yuanen fortsätter. Det är ett logiskt val som tämjer inflationen och förstärker konsumenternas köpkraft.

# Indien: Elefanten i trav!

Med sin miljardbefolkning är Indien Asiens andra stigande ekonomiska stormakt. Dess andel av världens befolkning och BNP är 17,8 respektive 5,4 %. Produktiviteten uppgår således bara till hälften av Kinas (tabell 9, s. 61). År 2009 var Indiens andel av världsexporten 1,7 % och Kinas 9,4 %. USA har varit Indiens viktigaste handelspartner med en andel på 10 %, men Kinas och Hongkongs sammanlagda andel har redan stigit till likadan nivå.

Försvagningen av världshandeln (figur 2, s. 4) drabbade Indien mindre än Kina, eftersom exportens andel av BNP i Indien är under 20 % då den i Kina är nästan 40 %. Finanskrisens effekt minskades också av det att Indiens statsdominerade banksektor höll sig borta från investeringsäventyren under 2000-talets första år. Under det världsekonomiska recessionsåret 2009 växte Indiens BNP med 7% och 2010 med 8,6%. År 2011 växer ekonomin med 9,0 % och 2012 med 8,6 %. Trots att Indien vuxit med 5–9 % per år sedan mitten av 90-talet har Kinas försprång ökat hela tiden.

Indiens styrka är servicesektorn vars andel av BNP är nästan 55 %, klart högre än Kinas 40 %, men också industrin har vuxit med fart. Ekonomin tyngs av det utvecklade jordbruket. Det genererar knappt 20 % av BNP men sysselsätter över hälften av befolkningen. I Kina är jordbrukets BNP-andel under 10 %. Den kinesiska tillväxtstrategin satsade på ökad produktivitet inom jordbruket och frigjorde därigenom arbetskraft till fabriker i städerna, medan fokus i Indien ligger på industrin utan att behovet av arbetskraft avhjälps genom satsningar i jordbrukets produktivitet.

Till skillnad från Kina ökar befolkningen i Indien snabbt. Då BNP *per capita* i Kina har stigit med 10,2% per år i snitt från 2003 var förändringen i Indien 6,8 %. Medborgarnas välbefinnande stiger således klart långsammare än i Kina. För jämförelsens skull bör konstateras att BNP *per capita* i Ryssland, där befolkningen krymper, under samma tidsperiod har stigit med 7,2 % *per annum*.

På grund av Indiens kaotiska förflutna hade många redan mist hoppet om att landet någonsin kan bryta sig ur fattigdomsfällan. Under de senaste åren har utvecklingen pekats uppåt, men vägen till välbefinnande är mycket lång. Så som i Kina är regionala utvecklings- och inkomstskillnader enorma. Fattigdomen minskar enerverande långsamt. Det finns fortfarande 60 miljoner kroniskt undernärda barn i landet. Det är 40 % av siffran för hela världen.

På grund av den korrumperade förvaltningen en stor del av medlen som är avsedda för att utveckla landet kommer aldrig fram. BOFIT-enheten vid Finlands Bank bedömer att de främsta reformbehoven är följande: För det första krävs betydande förbättringar inom den offentliga ekonomin, infrastrukturen och utbildningen. För det andra borde direkta placeringar tillåtas också inom finansiering, försäkring och detaljhandel. För det tredje ska regionala skillnader minskas i fråga om verkställandet av lagar. För det fjärde ska lagstiftningen för arbetsmarknaden och markförvärv utvecklas.

År 2010 var budgetunderskottet ca 9,5 % av BNP. Det minskar bara litet under 2011 och ligger enligt IMF:s uppskattning på -8 % 2012. Nästan hälften av underskottet gäller gödsel- och bränslesubventioner. Den offentliga skulden utgör 70 % av BNP och minskar i fortsättningen tack vare den snabba nominella BNP-tillväxten. Bytesbalansunderskottet var ca 3,2 % av BNP 2010. När tillväxten stärktes och inflationen accelererade stramades penningpolitiken åt våren 2010. Inflationen var 14% 2010 men i april 2011 endast 9 %.

Det it- och servicedominerade Indien och det industridominerade Kina haft snarare kompletterande än konkurrerande roller. Huvudrollen i den indiska utvecklingen har spelats av servicesektorn som främjats av internationella företags utlokaliseringbeslut. I fortsättningen kommer Indiens betydelse i den industriella konkurrensen att stärkas och det kommer att utmana Kinas industriella makt. Den genomsnittliga kostnaden per timme för en teknologiarbetare i Finland är ca 25 euro per timme, medan den i Kina och Indien lär vara 0,5–1 euro.

Som motpol till det *statsstyrda* Kina är Indien världens folkrikaste *demokrati*. I världsbankens *Doing Business 2011*-rapport låg Indien på plats 134 bland 183 länder. Kina placerade sig på 79 och Ryssland på 123 plats. I flera motsvarande jämförelser har Kina fått bra poäng för den stabila ekonomiska tillväxten och hållbarheten i den offentliga ekonomin, medan institutionernas och penningmarknadens efterblivenhet och det dåliga utnyttjandet av hög teknologi sänker placeringen. Indien i sin tur får i regel utmärkta poäng för innovationsförmåga och utnyttjande av hög teknologi, medan avsaknaden av infrastruktur samt fattigdomen och marginaliseringen på grund av den ger ett långt minus.

# Japan: Jordbävning, tsunami, kärnkraftskatastrof

Japan drabbades i mitten av mars av tre kriser, av vilka också en enda hade varit ett hårt slag mot ekonomin. En svår jordbävning, tsunami och kärnkraftskatastrof. De åstadkom en djup svacka i produktionssiffrorna, men igenfyllandet av svackan kommer att synas som en stark uppgång i tillväxten mot slutet av året.

Många har sett Japan som en stagnerad stackare och tvivlat på dess återhämtningsförmåga. Figur 19 visar att Japans BNP faktiskt ökade klart mindre än totalproduktionen i USA under de sista 5 åren före krisen. Bilden förändras då man tar i beaktande att befolkningen växer i USA medan den krymper i Japan. *Per capita* växte Japans BNP mera än den amerikanska (figur 20). En medelmedborgarens välstånd ökade således mera i Japan.

Arbetslösheten hade före katastrofen sjunkit till 4½% och OECD:s ledande indikatorer lät förstå att tillväxten stärks.

Man har tvivlat på Japans förmåga att klara av kostnaderna för återuppbyggnaden, eftersom staten har en skuld på 230 % av BNP. Då 95 % av skulden emellertid är inhemsk är landet inte skuldsatt trots att staten är det. Tvärtom, Japan har stora fordringar på sina investeringar utomlands. Det blir inget problem att täcka kostnaderna för återuppbyggnaden genom att ta hem detta kapital. Det är fråga om ledarskap.

Av figur 21 framgår hur prognossynen förändrats efter katastrofen. I mars utgick konsensusförväntningen från att Japans BNP växer med 1,7 % 2011. I maj hade 1 ½ procentenhet hyvlats av. Konsensusprognosen för 2012 hade däremot höjts från 2,0 % till 2,4 %, som är en mycket optimistisk siffra för Japan med dess krympande befolkning.

## Hur hamnade man här?

Finanskrisen drabbade Japan hårt. I januari–mars 2009 var BNP 8 ½ % lägre än året innan. Fallet i exporten var större än någonsin i statistiken. Industriproduktionen sjönk till nivån från början av 80-talet. Den korta men våldsamma recessionen åt upp den BNP-tillväxt som uppnåts under fem år.

Japan var ett av de första som gick ur recessionen när BNP vände starkt uppåt redan i april–juni 2009. Bakom återhämtningen låg dels den inhemska stimulansen, dels den förstärkta världshandeln. Kinas stimulanndrivna efterfrågan gav ordentlig draghjälp. Förutsättningarna för återhämtning förbättrades av att

kreditmarknadskrisen redan gått förbi Japan utan någon egentlig bostadsbubbla.

Den supertillväxt som började efter kriget kallades det japanska ekonomiska miraklet. Miraklet fick sin första törn under oljekrisen 1973. Trots att tillväxten mattades av då den energiintensiva industrin fick en skyhögt oljeräkning var den fortfarande snabb jämfört med andra industriländer. Japan sprang fast industriländernas levnadsstandard.

I den gamla framgångens perspektiv var det en överraskning att tillväxten stannade upp i början av 1990-talet. Ekonomin trampade på stället och teknologikutvecklingens föregångare gick tillbaka jämfört med sina konkurrenter. Man tvistar fortfarande om orsakerna till förändringen och dess lärdomar.

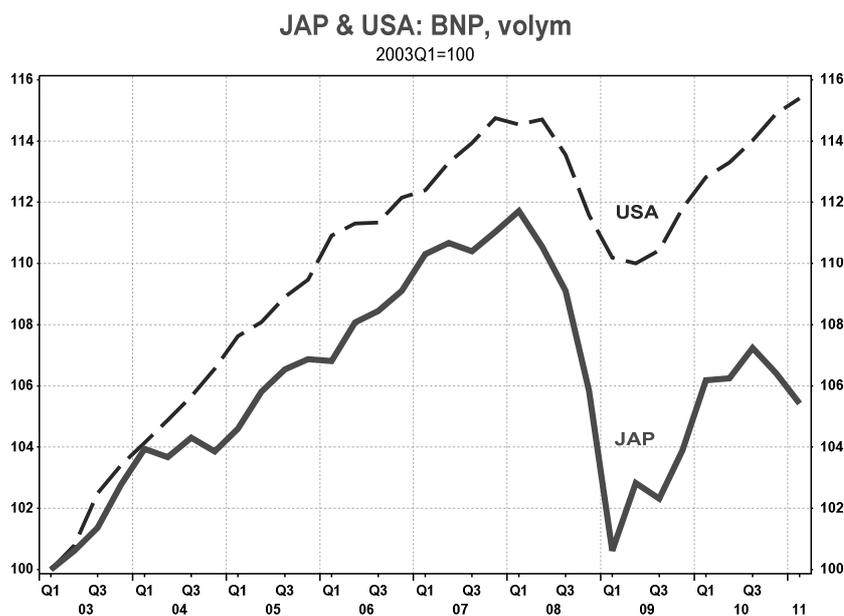
Trots att exporten ökade även på 1990-talet växte importen så mycket att nettoexporten inte bidrog alls till BNP under den tioårsperiod som slutade 2001. Först 2002 kom exporten i Kinasuget upp i farten. Investeringarna följde snart efter och sedan konsumtionen. Om man räknar med exportföretagens investeringar skapade nettoexporten 2003-07 nästan hälften av BNP-ökningen, som var över 2 % *per annum*.

Kina körde om USA som Japans viktigaste handelspartner 2004. Japanska storföretag har flyttat delar av sin produktion till Kina där arbetskostnaderna är klart lägre. Den symbiotiska arbetsfördelningen länderna emellan är djup, och just därför drabbades Japan så hårt av nedkylningen av investeringsaktiviteten i Kina i slutet av 2008. När Kina repade sig kom japansk produktion snabbt i gång.

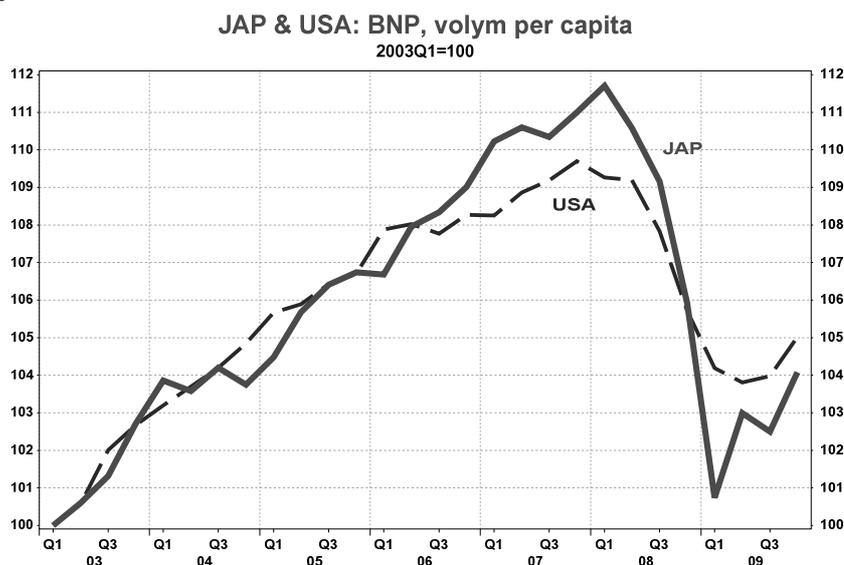
## Omstrukturering den viktigaste utmaningen på sikt

I finanskrisens efterdyningar minns många 90-talet som var det förlorade årtiondet för den japanska ekonomin. Den över 10-åriga stagnationen visade att de tidigare så väl fungerande ekonomi- och produktionsstrukturerna hade omvandlats till hinder för tillväxten vid ingången av 90-talet. Olönsam företagsverksamhet fick fortsätta i en spindelväv av korsäggande, och regeringar var oförmögna att förbättra dynamiken i ekonomin. I början av 2000-talet sade den berömda ekonomen professor Noriko Hama, att "Japan är som Titanic, en Titanic som förtjänar att bli dränkt. Den ekonomiska politiken verkar sträva efter kontrollerad 'soft sinking'."

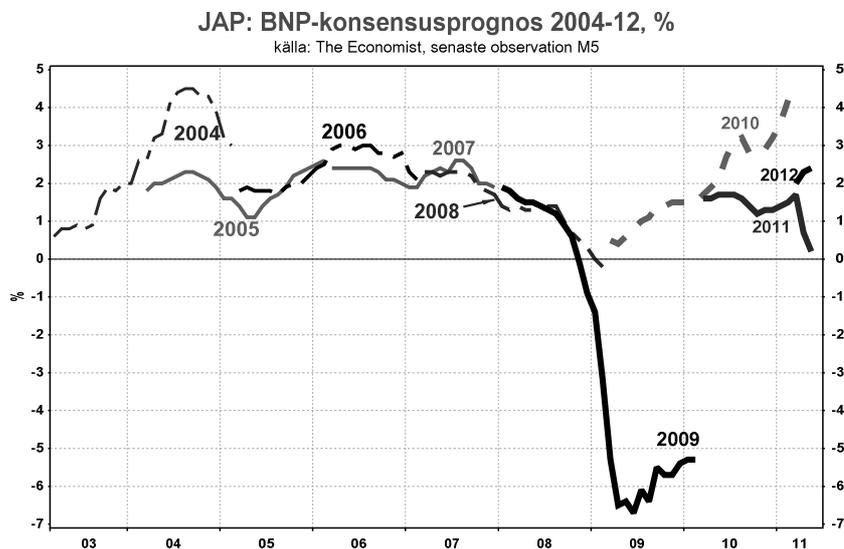
Figur 19



Figur 20



Figur 21



Klimatet i den ekonomiska politiken förändrades då premiärminister Junichiro Koizumi tillträdde 2001. Bankkrisen hindrades och man började privatisera posten, världens största finansinstitut. Regleringen inom ekonomin minskades och företagslagstiftningen förnyades. Man ingrep i ineffektiviteten i den offentliga sektorn. Trots mycket prat var det först i slutet av Koizumis regeringsperiod 2001–06 som reformerna fick fart.

Premiärminister Koizumi var den stora segraren i parlamentsvalet 2005, och detta tolkades som ett starkt mandat att reformera landet. Stämningen förändrades snabbt och överraskande då Koizumi överlämnade makten till sin efterträdare Shinzo Abe 2006. Abe var en stor besvikelse och hans korta period avslutades i det regerande liberaldemokratiska LDP-partiets förödmande förlust i överhusvalet i juli 2007. Till ny premiärminister valdes Yasuo Fukuda. Hans knappt ett år långa regeringsperiod karaktäriserades av noll reformaktivitet, då det demokratiska partiet (DPJ) som regerade i överhuset lamslog det politiska beslutsfattandet. Hösten 2008 byttes premiärminister igen. Rodret greps av Taro Aso, vars popularitet sjönk snabbt.

I valet 2009 skedde den största politiska jordbävningen efter kriget, då LDP:s 54-åriga maktperiod avbröts. Det blev en jordskredsseger för DPJ vars ledare Yukio Hatoyama var den självskrivna nya premiärministern. Hatoyama steg åt sidan på grund av ledarskapsproblem och skandaler redan i juni 2010.

I dag leds landet av Naoto Kan. Den nya regeringen har fäst uppmärksamhet vid förstärkning av produktivitetsutvecklingen. Det är nödvändigt för att landet vars arbetskraft krymper ska kunna upprätthålla sina välfärdssystem. Regeringens 10-års mål vilar på tre pelare: stark ekonomi, stark statsekonomi och starkt välfärdssystem. Dessa teman är bekanta också hos oss i Finland. Japans skattesystem uppskattas belasta företagets konkurrenskraft och man planerar att sänka företagsskatten för att avhjälpa problemet.

Yenens nominella kurs har stärkts. *Reellt* är yenen dock inte speciellt stark, vilket förklaras av att prisnivån i Japan sjunkit i årtal.

Japans budgetunderskott 2010–12 är tämligen stabilt och uppgår i genomsnitt till -10 % av BNP. Underskottet minskar enligt IMF:s uppskattning till -7 ½ % 2014. Statsskulden i förhållande till BNP är 230 %, dvs. större än i något annat utvecklat land. I och med att underskottet minskar bara litet kommer skuldförhållandet uppgå till 250 % 2016. Räntan på statsskulden har hållits låg då bara 4 % av skulden finansieras från utlan

det. Japanska investerare skyr risken. De är konservativa och föredrar inhemska skuldpaper. Bankerna sitter på stora penninghögar som hushållen och företagen sparar ihop och placerar dem i ultratrygga japanska statsskuld-brev. Trots den låga räntenivån går 35 % av statens inkomster till lånekostnader. Om räntan steg – till följd av hushållens och pensionsstiftelsers minskade köpvillighet – skulle effekten på statsfinanserna vara dramatisk.

Hushållens sparkvot har redan sjunkit avsevärt och fallet fortsätter då pensionärerna i takt med att befolkningen åldras börjar använda sina besparingar. Av samma anledning börjar pensionsstiftelsernas pensionsavgifter stiga. Också företagets sparande har vänt nedåt. Pressen på att göra skuldpositionen hållbarare kommer att öka klart. Konstellationen kompliceras av att Japan dessutom är en av världens största fordringsägare, den största ägaren av amerikanska skuldpaper.

Den japanska befolkningen åldras i världsrekordfart. År 1995 var antalet personer i arbetsför ålder (15–64 år) 87 miljoner. År 2050 uppskattas siffran till 52 miljoner. Om produktiviteten hos dem som arbetar inte stiger i samma takt är det oundvikligt att BNP krymper. Situationen blir ödesdiger om produktionen *per capita* börjar minska. Då kommer upprätthållandet av en stor offentlig skuld och välfärdssystemen att kräva att skatterna höjs kontinuerligt. För bara 10 år sedan fanns det fyra skattebetalande människor per en pensionär i arbetslivet men om 10 år är siffran nere på 2. Återvändsgränsen är nära eftersom konstanta skattehöjningar så gott som säkert dödar den ekonomiska tillväxten.

I cirka tio år utövade centralbanken en nollräntepolitik, och det första steget mot en normalisering av penningpolitiken togs 2006 då deflationen som börjat 1998 såg ut att vara över. Styrräntan nådde sin höjdpunkt på 0,5 % 2007, men när finanskrisen eskalerat sänkte centralbanken styrräntan till 0,1 % i december 2008 och seglade ut i den okonventionella centralbankspolitikens vatten. Bankerna fortsatte att ge ut lån under finanskrisen så gott som utan störningar.

I skrivande stund är den korta marknadsräntan 0,3 % och 10 års ränta 1,1 %. Styrräntan hålls på sin nuvarande nivå på 0,10 (tabell 3, s. 3) långt framöver.

## Sammandrag av Japans ekonomiska utsikter

Japans BNP, som ökade med 3,2 % 2010, minskar med -0,4% 2011. År 2012 växer BNP med 2,0 % (tabell 1, s. 3). År 2010 var inflationen -0,8 %. Både 2011 och 2012 kommer den att vara något på plus, dvs. 0,3 %

# Ryssland: Uppsving genom olja!

Den årliga ekonomiska tillväxten på 5 ½–8 ½ % 2003–08 var ett undantag i den ryska historien (figur 22). Eftersom befolkningen samtidigt krympte ökade BNP *per capita* med 7,2 % *per annum*.

Sommaren 2008 verkade Ryssland ännu klara av den globala krisen med rimliga skador. Sedan slog den till, och det sjunkande oljepriset, kollapsen i världshandeln och kaoset inom banksektorn drev landet i en djup recession. År 2009 minskade BNP med 7,8 %.

I början av 2000-talet kom största delen av ökningen i världens olje- och gasutbud från ex-Sovjetunionen. Läget försämrades då staten tog ett hårdare grepp om energisektorn och den stränga beskattningen tillsammans med den osäkra verksamhetsmiljön försinkade investeringarna i energibranschen. När krisen var som värst, i april 2009, vände oljeproduktionen och snart började även naturgasproduktionen att öka. Orsaken till svackan i exporten och industriproduktionen sommaren 2010 (figurerna 23 och 24) var ett nytt fall i naturgas- och oljeproduktionen. Trots att BNP 2010 dessutom ansträngdes av torka, dålig skörd och omfattande skogsbränder växte den med 4 %.

Värdet av varuexporten krympte i januari–juni 2009 med nästan 50 % från året innan, då motsvarande förändring så sent som i september 2008 var 50 % positiv. Exporten vände uppåt våren 2009 och växte 2010 med 41 % (figur 23). Den ryska importen växte 2010 med 35 %.

Putins stabiliseringsfond splittrades i två 2008. Av medlen flyttades 125 miljarder US-dollar till en reservfond för att användas för budgetutgifter om oljepriset sjunker. Drygt 30 miljarder US-dollar överfördes till en nationell välfärdsfond, som används för att finansiera betydande reformer (pensionsreform). Under krisen utnyttjades fonderna flitigt, men nu har de fått växa till sig igen.

Underskottet i federationens budget 2010 var mindre än väntat och förväntas ligga 3 % av BNP 2011. Inkomstsidan får stöd av den starka ekonomiska tillväxten och det höga oljepriset. Ryssland återgår till 3-årig flexibel budgetplanering som man avstod från när finanskrisen slog till.

Centralbanken *höjde* styrräntan hela året 2008. Penningpolitiken vände först i april 2009 då en period med 14 (!) räntesänkingsbeslut inleddes. Efter dem låg styrräntan på 7,75 %. Besluten i slutet av februari och början av maj i år har höjt styrräntan med totalt 0,5 procentenheter.

Arbetslöshetsgraden steg från 5 ½ % sommaren 2008 till 9 % i mars 2009. I dag är 6,7 % av arbetskraften arbetslösa. Inflationen mattades av från 15 % sommaren 2008 till 5,5 % i juli 2010. Den världsomfattande accelereringen av inflationen syns nu också i Ryssland där prisnivån är 9,5 % högre än för ett år sedan. Prisuppgången har tårt på hushållens realinkomster som under de första månaderna i år låg 3 % under fjolårets nivå.

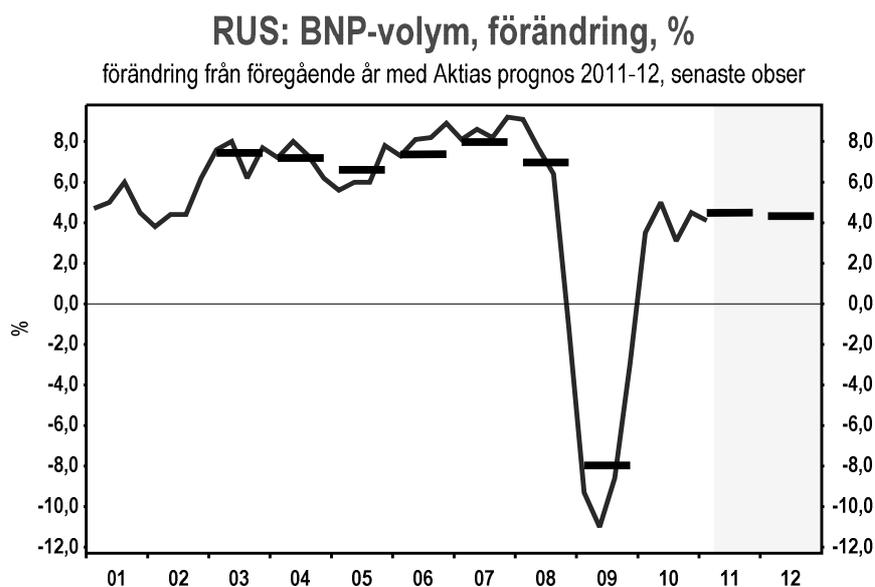
År 1997 fanns det 148 miljoner ryssar, i dag 143 miljoner. Enligt FN uppgår den ryska befolkningen, om den nuvarande takten fortsätter, till 122–125 miljoner 2025. På grund av spritmissbruk är männens genomsnittliga sannolika livslängd bara 63 år. Under 2007–10 tog Ryssland emot 2–6 miljoner utländska arbetare per år.

Ryssland är den tredje största koldioxidutsläpparen i världen efter USA och Kina. Enligt WWF och Oxfam har klimatuppvärmningen varit större i Ryssland än i resten av världen, eftersom uppvärmningen i de arktiska områdena varit nästan dubbelt så snabb som på jordklotet i snitt. Av den ryska arealen täcks 60 % av evig tjäle. På dessa områden finns över 30 % av landets olje- och 60 % av landets naturgasfyndigheter. Uppvärmningen leder till upptining av permafrosten och ökar förutom frigöringen av lagrade växthusgaser också risken för översvämningar och kan åstadkomma betydande skada på byggnader, vägar, flygplatser och energiöverföringsnätverk. Av den ryska stadsbefolkningen bor 58 %, dvs. drygt 58 miljoner människor, på orter där luftföroreningen är hög eller mycket hög.

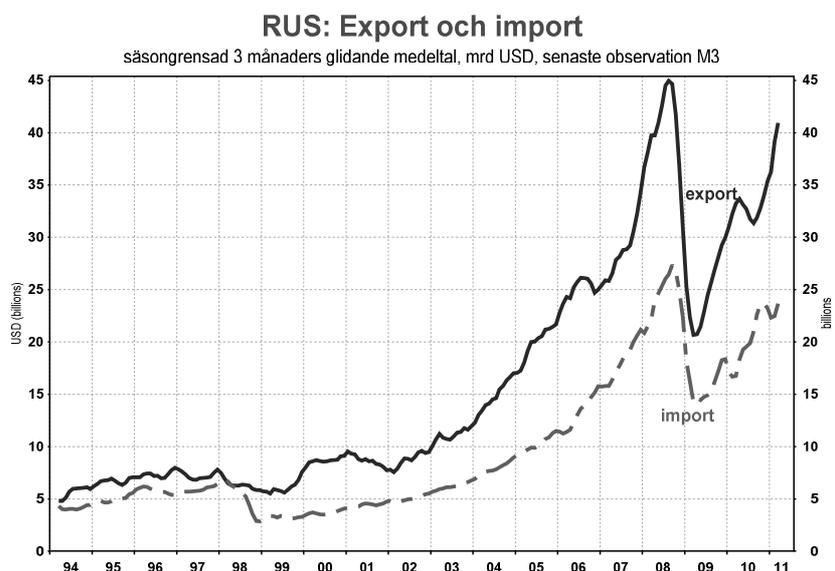
Enligt världsbankens *Doing Business 2011*-rapport över 183 länder föll Ryssland till plats 123 från fjolårets placering 113. I *Transparency international's* korruptionsranking av 180 länder ligger Ryssland på plats 146. Trots allt detta bedömde UNCTAD att Ryssland 2010–12 placerar sig bland de fem länder som får mest direkta investeringar tillsammans med Kina, Indien, Brasilien och USA. Under 2005–09 placerade sig Ryssland på plats 15 i samma jämförelse.

Den ryska BNP:n växte med 4 % 2010. Den växer med 4,5 % 2011 och med 4,3 % 2012. Också under optimistiska förhållanden ska vi dock komma ihåg Winston Churchills replik om Sovjet-Ryssland: "Det är en rebus insvept i ett mysterium inne i en gåta". Ryssland är en makromöjlighet men en mikrorisk.

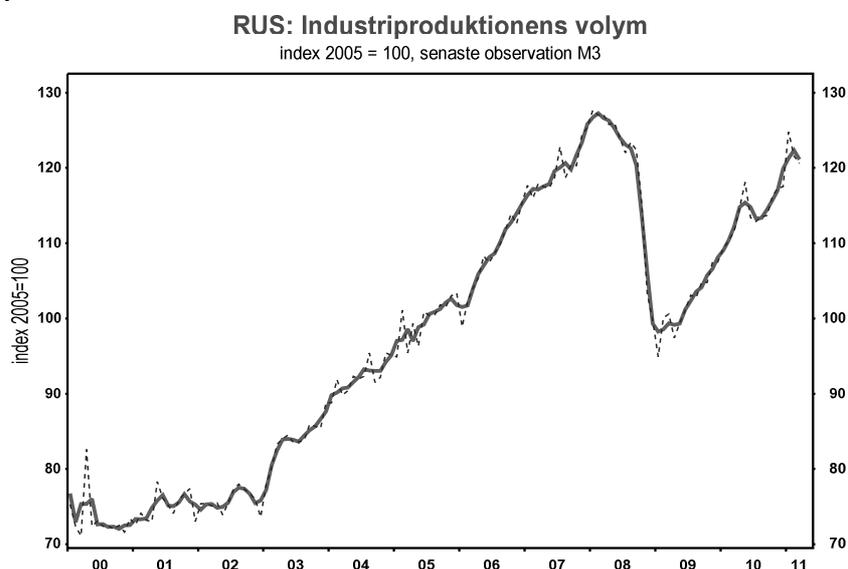
Figur 22



Figur 23



Figur 24



# Euroområdet: Återhämtningen går framåt!

Recessionen i euroområdet började våren 2008. I Tyskland och Frankrike vände nedgången i räntorna, den bättre tillgången på finansiering, återhämtningen av världshandeln och den nationella stimulansen ekonomien uppåt redan våren 2009. En allmäneuropeisk konjunkturvändning kom i juli–september 2009 (figur 34).

Skuldkrisen i Grekland som eskalerade våren 2010 hejdade inte återhämtningen i euroekonomin. Mitt i osäkerheten överträffade den europeiska ekonomiska tillväxten alla förväntningar. Samma sak upprepades under Irlandskrisen och även BNP-siffrorna för det första kvartalet i år var starkare än väntat. Enligt OECD:s ledande indikator kan den starka regionala ekonomiska tillväxten väntas fortsätta trots det svåra läget i de skuldsatta problemländerna (figur 27).

Marknaden högg tag i Irland efter att förbundskansler *Angela Merkel* berättat att Tyskland och Frankrike vill få dem som placerat i problemländerna att betala kalaset. Investerarna blev rädda och paniken spred sig (figur 40). Situationen avhjälpes inte av *Merkels* senare precisering att hennes utlåtande inte avsåg dagens investerare utan placeringar efter 2013.

Episoden visar hur känsligt och tidvis oförutsägbart tillståndet efter finanskrisen är. Också goda och förnuftiga initiativ kan generera oavsiktliga skadeverkningar.

## Hur hamnade man här?

Euroekonomin inträdde det nya millenniet i ett starkt uppsving. Det efterföljdes av en serie tillväxtbesvikelser, och våren 2005 havererade EU:s konstitution i folkomröstningarna i Frankrike och Holland. Då Stabilitets- och tillväxtpakten som är avsedd att upprätthålla budgetdisciplin urvattnades genom medlemsländernas gemensamma beslut legitimerades en "landssed" som förringar betydelsen av budgetunderskott. Tidsbomben exploderade när flera euroländer hamnade i skuldkriser.

Den starka tillväxten i euroekonomin 2006–07 var överraskande. Den vilade på draghjälpen från världshandeln. Av de stora länderna drog Tyskland den största nyttan (figur 25). Det var den enda utvecklade ekonomin som inte förlorade andelar i världshandeln till de asiatiska länderna. Under de första åren på 2000-talet förbättrade det med hjälp av intern anpassning sin konkurrenskraft mot de övriga euroländerna med över 20 %. I och med att export och industriproduktion går hand i hand växte den tyska industriproduktionen med 21 % från 2001 till

början av 2008 (figur 28). I Frankrike var motsvarande förändring 5 %. I Italien var industriproduktionen i början av krisen 1 % lägre än 2001!

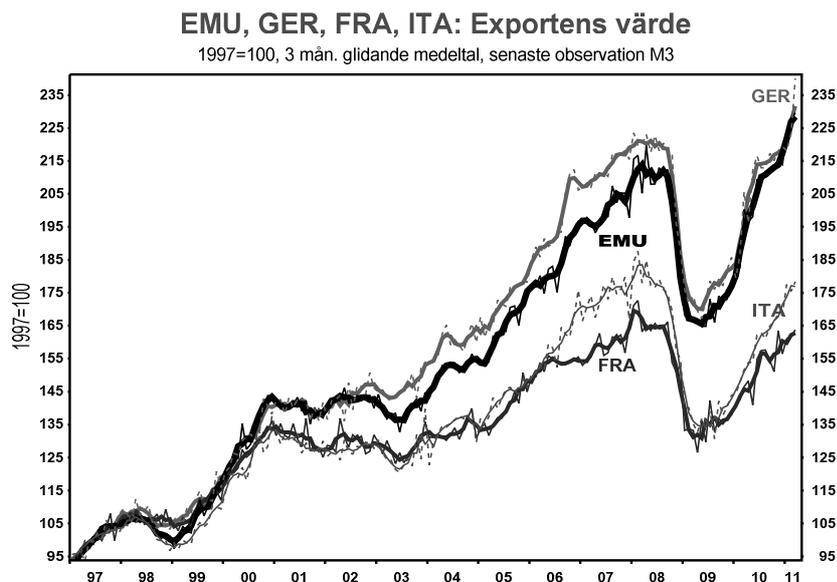
Tack vare Tysklands förbättrade konkurrenskraft och ökade flexibilitet samt byggboomen i Spanien sjönk arbetslösheten i euroområdet klart (figur 32). Det ökade förtroendet hann dock inte avspelas i konsumtionsefterfrågan förrän man drabbades av en ny våg av osäkerhet, ökad arbetslöshet och en åtstramning av kreditvillkor 2008.

Då världshandeln rasade i slutet av 2008 (figur 2) var fallet i exporten och industriproduktionen våldsamt i alla euroländer. I april 2009 hade euroområdets industriproduktion minskat med 20 % från februari 2008, den tyska med 23 %, den franska med 20 % och den italienska med 25 %. Trots att exporten och industriproduktionen snart vände uppåt var produktionsvolymen i den tyska industrin fortfarande 3 % mindre i mars 2011 än före krisen. I Italien var förändringen 17 % och i Frankrike 10 %. Hela euroområdets industriproduktion är i skrivande stund futtiga 5 % större än 2001 (!).

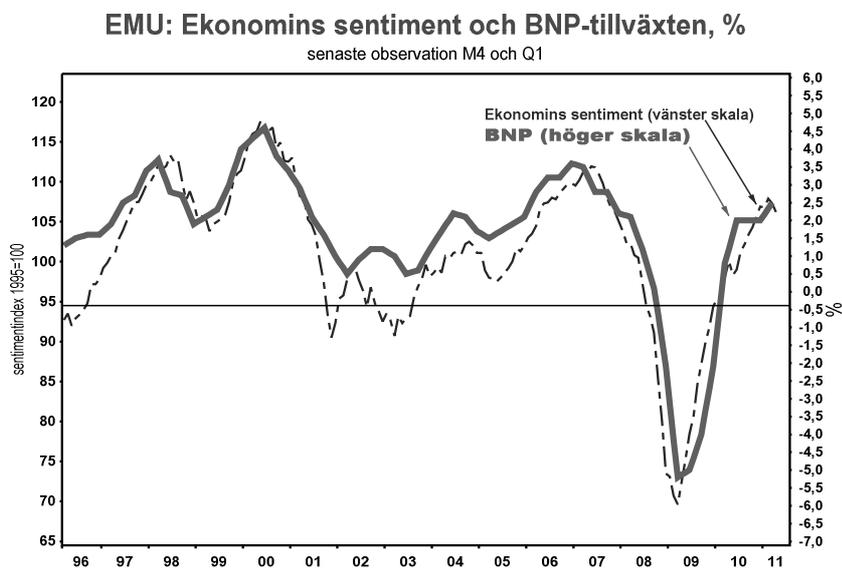
Finanskrisen stramade åt företagets finansiering och allra hårdast drabbades företagen inom utrikeshandeln. När oron över finansieringssystemets hållbarhet spred sig upplevdes en kollektiv panik bland företagsledarna. Det ledde till att investeringsprojekt lades på is och order togs tillbaka. Många företag körde ner sina lager genom att dra in produktionen i större utsträckning än vad efterfrågan minskade. Då tillgången på finansiering började normaliseras och paniken lättade, vände världshandeln snabbt uppåt redan sommaren 2009. Det syns i euroområdets – speciellt Tysklands – exportsiffror trots att euron torde vara övervärderad med 5–10 %. Den tyska exporten har redan överstigit nivån före krisen. Samma gäller hela euroområdet (figur 25).

Trots att ECB höjde styrräntan 2005–07 förblev penningpolitiken relativt lätt och tillväxten i penningmängden (M3) överskred ECB:s referensvärde på 4,5 % rejält. När globaliseringen dämde upp den "traditionella" pris- och löneinflationen övergick den stora likviditeten till bostadspriserna. Under krisen avtog tillväxten i penningmängden snabbt för att stanna upp helt i oktober 2009. Efter det har återhämtningen varit anspråkslös. Uppgången i bolänestocken minskade från 12 % våren 2006 till minus under 2009 (figur 30, s. 31). Nedförsbacken i bostadspriserna var en allmäneuropeisk trend 2008 (figur 29), som avbröts då räntorna började sjunka 2009. Nu när låneräntorna stiger kan bostadspriserna börja sjunka igen.

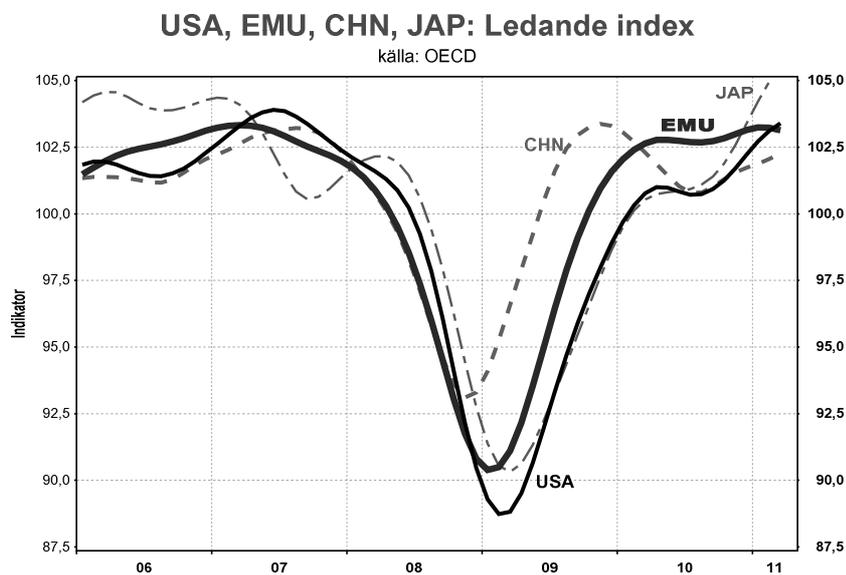
Figur 25



Figur 26



Figur 27



## Skuldkrisen i euroländerna och eurons framtid

Hösten 2008 började marknaden återprissätta de landsspecifika skuldriskerna. Vårvintern 2009 betalade länderna med stort budgetunderskott (Grekland, Portugal, Italien, Spanien) en klart högre ränta än Tyskland. Situationen lugnade ner sig och först hösten 2009 föll himlen ner då det faktiska läget i Greklands statsekonomi och de statistiska förvrängningar som gjorts för att dölja det uppdagades (figur 40, s. 38). Samtidigt blev det klart att landet hade godkänts som medlem av EMU på basis av förvrängd statistik. I mars-april 2010 ökade osäkerheten. Störningarna fortsatte och förstärkte sig själva.

I början av maj 2010 sågs tecken på en likadan bankpanik som efter Lehman Brothers konkurs. Priset på bankernas externa finansiering sköt snabbt i höjden. Riskerna fanns att företagsfinansieringen skulle uppleva en likadan åtstramning som den som ledde till en kollaps i världshandeln hösten 2008.

Rädslan för att mardrömmen upprepar sig var så stark att EU-länderna och IMF i maj 2010 byggde upp ett räddningspaket som ger Grekland 3 år att balansera sin ekonomi med hjälp av ett lån från EU-länderna och IMF. Räddningsoperationen var nödvändig, vettig och den ligger i Finlands intresse.

I offentligheten har den statliga skuldsättningen behandlats som ett specifikt problem för euroländerna men samma problem har USA, Japan och England. Man ska således inte beskylla euron för skuldproblemen. I euroländerna bärs skulden av de politiskt valda regeringarna som inte följt den gemensamt överenskomna Stabilitets- och tillväxtpakten.

Inte heller bankernas dåliga skick är något specialproblem för euroområdet utan samma fenomen förekommer i USA och England. Det är inte eurons fel att bankerna tog stora risker. Felet ligger hos den dåliga finanstillsynen, belöningssystemen som uppmuntrar till risktagning och ratinginstitutens oförmåga/ovillighet att ge realistiska riskbedömningar för olika värdepapper. Om regeringarna och centralbankerna i USA, England och euroområdet hade velat skulle de ha kunnat ingripa i utvecklingen flera år innan krisen tillspetsades.

Det att investerarna i årtionden köpt statsskuldebrev är inte ett problem. Det är en central förutsättning för en långsiktig ekonomisk politik. När investerarna har ansett statsskuldebrev vara placeringsobjekt med minsta risk har staterna fått pengar från marknaden till en billig ränta.

När stabiliteten hos den europeiska banksektorn äventyrades efter Lehman Brothers konkurs förväntades bankerna och de institutionella investerarna öka andelen statsskuldebrev i sina portföljer. Enligt centralbankerna och finansinspektionen skulle ökat antal riskfria placeringar minska stabilitetsriskerna inom finanssektorn och samtidigt finansiera underskotten i statsekonomi. Politikerna ska inte skuldbelägga bankerna för att de agerade på önskat sätt.

Det är rätt och rimligt att investeraren bär ansvaret då investeringsriskerna realiseras. Räkningen får inte skyfflas över på skattebetalarna. När dagens investerare har finansierat stater enligt existerande spelregler får man inte ändra på reglerna i efterskott.

Om och när man från 2013 börjar se statsskuldebrev som riskinvesteringar får staterna inte längre finansiering till lika låg ränta som förut. Då går en större del av skatteinkomster till kostnader för att sköta statsskulden och en mindre del blir kvar för offentlig konsumtion och välfärdprojekt. Det blir svårare att balansera budgetar och minska skuldsättningen.

Om de kommande spelreglerna hade trätt i kraft under krisen skulle Grekland, Irland och Portugal ha försatts i likvidation för länge sedan. En europeisk bankkris hade varit ofrånkomlig. Kontinenten hade knappast börjat återhämta sig, utan recession och rekordarbetslöshet hade varit sannolika.

Ett nytt system träder i kraft sommaren 2013. Därför har alla euroländer bråttom att korrigera sin budgetbalans 2011–13. Alla misstankar angående hållbarheten i statsekonomi bakas in i den ränta landet betalar. På kort sikt dämpas återhämtningen av att budgetunderskotten minskar samtidigt, men på längre sikt stöder det en hållbar ekonomisk tillväxt.

Räddningen av Grekland visade att man hade tagit lärdom av Lehman Brothers konkurs. Man ville inte låta förtroendet för den europeiska banksektorns stabilitet försvinna eller låta världsekonomi hamna i en ny recession. Operation Irland visade att man hade tagit lärdom av Grekland. Åtgärder vidtogs snabbare och beslutsammare. Till Portugal anländer kavalleriet ännu snabbare.

Det är möjligt att Spanien står i tur efter Portugal. Förnuftsskäl stöder inte denna tanke. I diskussioner med amerikanska marknadsekonomer kommer dock attityden "vad var det jag sade" till ytan med jämna mellanrum. Det dominerande angloamerikanska tänkesättet intygade ju från första början att europrojektet var dömt att misslyckas. Vad skulle vara en härligare triumf

och ett bättre bevis på marknadens allsmäktighet än att kunna falla euron?

Den spanska banksektorn mår enligt dagens uppgifter tämligen bra med undantag av några mindre sparbanker vars bostadsfinansiering inte tål dagsljus. Deras sanering pågår genom bankarrangemang varför någon övergripande kris i den spanska banksektorn är mycket osannolik. Situationen avviker således radikalt från Irland där regeringen mitt i krisen 2008 lovade rädda bankerna till vilket pris som helst. Detta gjorde problembankerna till ett problem för statsekonomin. I Spanien är banksektorn i ett så mycket bättre skick att en uppreppning av Irland är osannolik.

Den spanska statsekonomin var väl skött när krisen kom (figur 41). Till skillnad från Grekland och Portugal uppvisade budgeten överskott, och statsskulden i förhållande till BNP var under 40 %, dvs. klart lägre än i Tyskland (65 %) och Frankrike (64 %) (figur 4, s. 8).

När finanskrisen fick bostadsbubblan att spricka minskade BNP i Spanien med 3,7 % 2009 och arbetslösheten steg till 18 %. Budgetunderskottet som 2009 steg till 11,2 % var 9,2 % av BNP 2010. Det är ogrundat att dra paralleller mellan Spanien och Portugal eller Irland.

I den finska understödsdebatten dyker det upp påståenden att stödpengar till banker aldrig fås tillbaka. Sådana påståenden saknar grund. Det senaste beviset på detta kommer från USA där nästan hela TARP-stödet på 250 miljarder US-dollar som betalades ut till bankerna i samband med finanskrisen redan har betalats tillbaka. Enligt Bloomberg har Bank of America (45 md USD), Citigroup (45 md), Wells Fargo (25 md), JPMorgan Chase (25 md), Goldman Sachs (10 md), Morgan Stanley (10 md) och PNC (7,6 md) återbetalat hela stödet. Bankernas lönsamhet har återställts överraskande snabbt. Detta är förstås inget bevis på att samma sak skulle hända på annat håll bevisar det att stödet till bankerna inte försvinner i en bottenlös brunn.

Statsskuld ska inte demoniseras. En "bra skuld" används för att finansiera investeringar på framtidens ekonomiska tillväxt som skapar en bättre återbetalningsförmåga. En "dålig skuld" bidrar inte till att förstärka tillväxtpotentialen utan den belastar de långsiktiga tillväxtpotentialerna inom ekonomin och samtidigt återbetalningsförmågan. Beslutsfattarna inom den ekonomiska politiken ansvarar för att landet enbart har "bra skuld". "Bra skuld" är en välsignelse, "dålig skuld" är synd.

Ligger eurons öde i vågskålen? Knappast. För att utesluta ett land förutsätts att alla EU-länder, inklusive det land som ligger under uteslutningshotet, godkänner

bestämmelserna om ändring av förfaringsätt. Scenariot är inte realistiskt.

De svaga länderna kan inte lämna euron eftersom det skulle innebära ett hopp ut i tomma intet för dem. Finansieringen av t.ex. Grekland och Irland kunde helt stoppas. Deras överlevnad hänger på eurostödet.

De starka länderna kommer knappast att ta upp euroärendet till diskussion om man lärt sig något av Angela Merkels oförsiktiga initiativtagande som påskyndade krisen i Irland och uppgången i obligationsräntorna. Det krävdes en massiv operation för att avbryta processen.

De starka länderna vet att ett försök att utesluta t.ex. Grekland, Irland och Portugal skulle leda dessa länder till insolvens. Då skulle man bli tvungen att säga adjö till det redan betalda stödeurobeloppet. De i medierna visade siffrorna på hur stora fordringar olika länders banker har i problemländernas banker är bara halvsanningar om stabila länders kopplingar till krishärdarna. T.ex. finländska banker har fordringar även i tyska, franska, engelska och svenska banker, vilka har sina kopplingar till problemländerna men också till varandra. Vore fan lös, skulle multiplikatoreffekterna kunna jämföras med det som erfors efter Lehman Brothers konkurs. Det har ansvarsfulla europeiska politiker inte råd med, inte i något land. Ett politiskt hot är olika populistiska rörelser som utnyttjar den komplicerade efterbehandlingen efter finanskrisen som bränsle.

Initiativ om utträde ur eller uteslutning från euron ligger högst antagligen på is flera år framåt, men om några år kommer euroområdet att se helt annorlunda ut än i dag. Krisländerna har anpassat sin ekonomi. Regelverket angående euroområdets banksektor och finanstillsynen i allmänhet kommer att vara betydligt klarare än i dag. I det nya systemet kommer marknaden att agera vakthund för statsekonomin. Budgetpolitiken i de olika medlemsländerna och dess ansvarsfullhet följs upp även av de övriga ländernas regeringar som inte vill bekosta varandras misstag. Motiveringar för avgångar och uteslutningar som i dag är relevanta kommer inte längre att vara det 2013 när gjutfelen i euron har lagats.

Först var det Greklands krisen och sedan Irlands krisen som sköt upp ECB:s första räntehöjningsbeslut. I mars drog centralbanken den slutsatsen att risken för en fullskalig kris i Portugal är under kontroll och den ekonomiska tillväxten i euroområdet ligger på en stabil grund. När inflationen i flera månaders tid hade överskridit 2 % sågs en vändning uppåt i räntorna i april och nu väntas en ca 2 års uppgångsperiod för styrräntan (figur 39).

## Tillväxtutsikten för euroområdet

Våren 2010 var den sammanlagda effekten av inhemsk och utländsk stimulans på topp i Europa. Nu börjar stimulansens tillväxteffekt vara förbrukad. Det höjer sannolikheten för att den ekonomiska tillväxten mattas av under 2011 trots att tillgången på finansiering förbättras ytterligare mot slutet av året. Å andra sidan ger OECD:s ledande indikator (figur 27) och likaså indikatorn som beskriver det ekonomiska klimatet (figur 26) anledning att förvänta sig att avmattningen blir obetydlig. De starka tillväxtsiffrorna för början av innevarande år stöder bedömningen om att tillväxten i stabila länder nått ett självunderhållande spår.

Även om den allmänna optimismen har ökat är tillväxtutsikterna mycket olika i de olika euroländerna. I krisländerna kommer konsumtionen att dämpas länge av den ökade arbetslösheten. När detta kombineras med problemländernas svaga konkurrenskraft och åtstramade finanspolitik är tillväxtbilden för euroområdet mycket oenhetlig. Men en otakt i tillväxten var typisk för området också före krisen. Under de första åren på 2000-talet var Tyskland euroområdets bromsvagn, medan Spanien och Irland var tillväxtstjärnorna. Nu gäller ombytt roller.

ECB vände styrräntan nedåt hösten 2008. Med tanke på konjunkturedgången skedde det för sent, men efter det sjönk räntorna med fart.

Då kreditmarknadskrisen spred sig blev kreditpremien mellan statens och bankernas (med resp. utan säkerhet) 3-månaderskredit exceptionellt stor. De korta (= 3 mån.) räntorna har redan normaliserats. När det gäller långsiktigare (3–4 år) extern finansiering är situationen inte lika ljus. Greklandskrisen höjde åter priset på bankernas externa finansiering och samma sak skedde under krisen i Irland. I förhållande till staten ligger premien nu på samma nivå som före Lehman Brothers konkurs, dvs. den är mycket hög. Man tror starkt på att Portugal räddas, varför misstroendet mot bankerna inte steg ens efter det att Portugal meddelade att landet behöver hjälp utifrån.

BNP i euroområdet minskade med 4,0 % 2009. Återhämtningen började sommaren 2009 och 2010 växte BNP med 1,8 %. Tillväxten blir 2,0 % 2011 och 1,8 % 2012 (figur 37, s. 35). När man smälter ner budgetunderskott begränsar finanspolitiken tillväxten i många år. Då räntepågången belastar hushållen stabiliserar sig trendtillväxten i euroområdet till drygt 1 ½ % de närmaste åren.

## Inflation och ECB

Inflationen i euroområdet accelererade under ECB:s första verksamhetsår 1999 från 0,8 % till den kritiska 2-procentsgränsen och nådde sin dittillsvarande topp på 3,1 % i maj 2001. I juli 2008 passerades den nya inflationstoppen på 4,0 %. Därefter avmattades prisökningen snabbt när priset på olja och övriga råvaror sjönk. I juli 2009 var inflationen -0,7 %.

Under vartenda ett av ECB:s verksamhetsår 1999–2008 har inflationen överstigit *ex ante*-förväntningarna. Recessionåret 2009 var det första på tio år då ECB nådde sitt mål på en inflation under 2 %. På årsnivå var inflationen +0,3 %.

I april 2011 låg konsumentprisinflationen på 2,8 % dvs. klart över målsättningen (figur 33). Prisuppgången har fått fart av dyrare energi och andra råvaror. Risken finns att den externa prischocken leder till en intern prisuppgångsprocess. Risken ökas ytterligare av att penningpolitiken trots räntehöjningar fortsätter att vara historiskt sett lätt långt in på 2012.

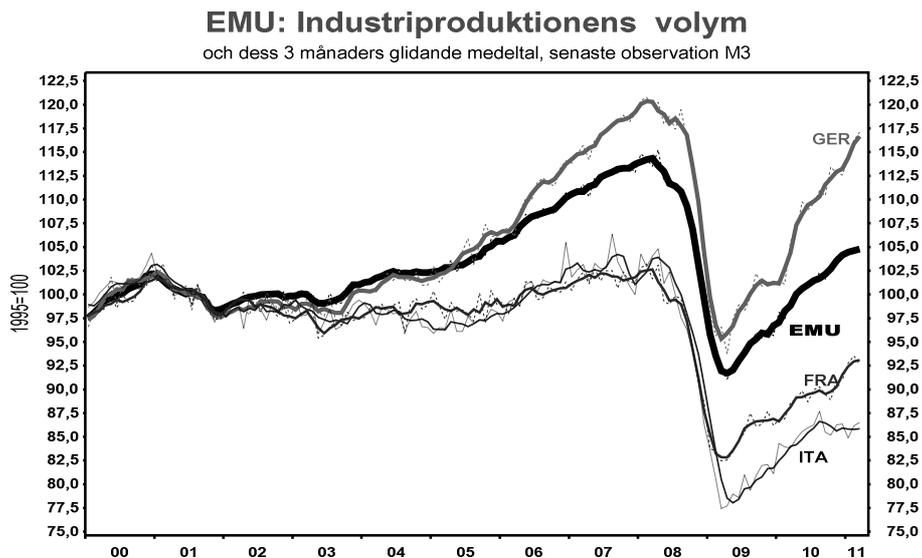
Euroområdets penningpolitik var 1999–2006 stimulerande trots att prisuppgången överskred ECB:s inflationsmål. Det kroniska inflationsproblemet visade otvivelaktigt att styrräntan var "too low, too long". Räntehöjningarna inleddes från 2 % i december 2005. Beslutet i juli 2008 att höja räntan till 4,25 % var ett misstag och redan i oktober 2008 vände ECB styrräntan snabbt nedåt tills den låg på 1,0 % i maj 2009.

Budgetunderskotten har varit ett kroniskt problem för de stora euroländerna och ekonomernas huvudvärk i många års tid. Tillväxten förbättrade balansen 2006–07, men finanskrisen avbröt förändringen. Det tyska budgetunderskottet var -3,3 % av BNP 2010, det franska -7 % och det italienska -4,6 %. Motsvarande siffra för Spanien var -9,2 %, Grekland -9,5 %, Irland -31,8 % och Portugal -8,6 %. Det är ett tufft arbete att minska underskotten.

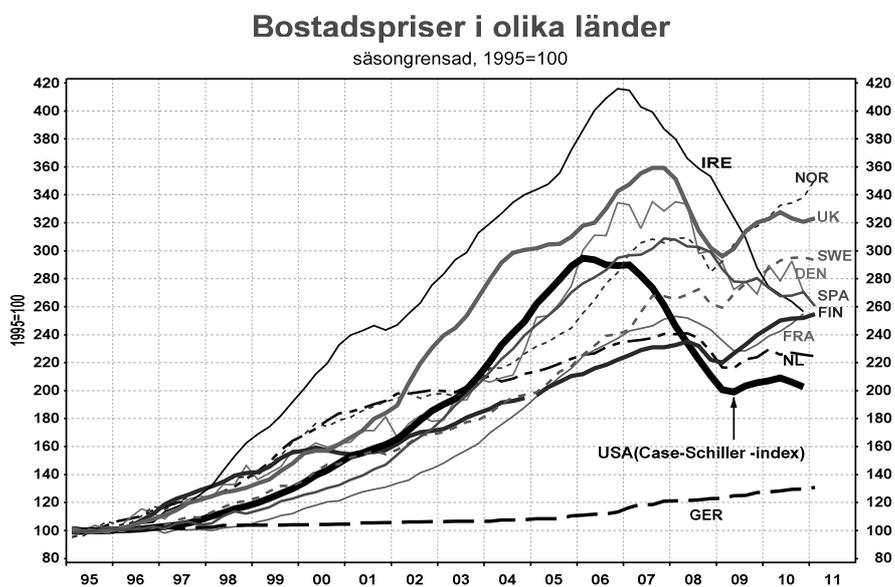
## Tyskland reste sig ur askan som fågel Fenix

Tyskland, Frankrike och Italien står tillsammans för 3/4 av euroområdets BNP. Från början av 1995 till början av 2005 ökade den tyska BNP:n med 13 % och Italiens med en procentenhet mindre. Frankrike klarade sig mycket bättre och växte med 24 %. Samtidigt växte det övriga euroområdet (= små länder + Spanien) med närmare 35 %, dvs. nästan lika mycket som USA. Åren 1995–2005 var euroområdets tillväxtproblem lika med problemtillväxten i de stora länderna.

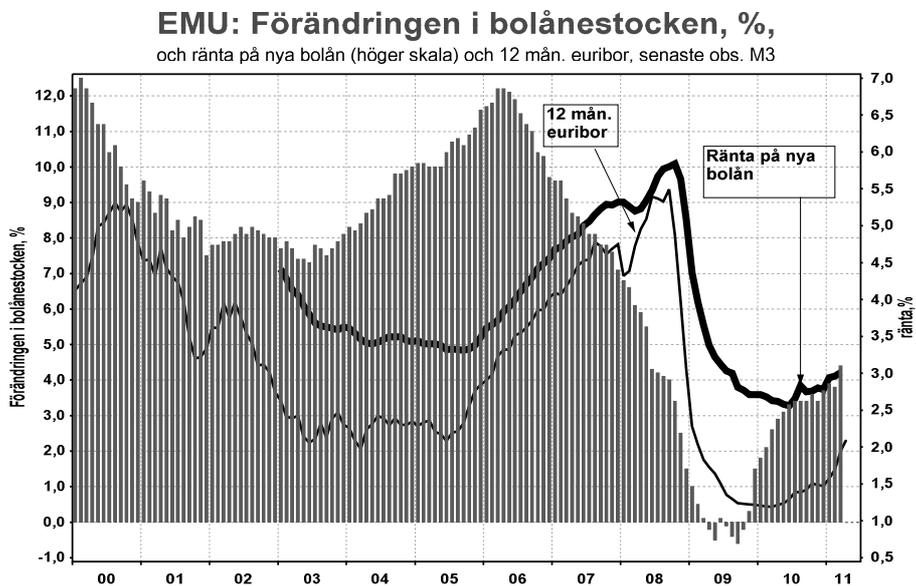
Figur 28



Figur 29



Figur 30



Det stora problemet i Tyskland var att den inhemska efterfrågan växte under 10 år med bara 5 %. Den dämpade ekonomiska tillväxten i Tyskland var alltså av inhemskt ursprung eftersom den tyska exportens volym växte samtidigt med 101 %.

Det svaga Italien var en kombination av svag inhemsk ekonomi och medelmåttig exportframgång. Från början av 1995 till början av 2005 växte volymen i den italienska exporten med 24 %, en knapp fjärdedel av motsvarande förändring i Tyskland.

Tyskland rumsterade på exportmarknaden, medan Italien, Frankrike och Spanien förlorade positioner i flera års tid redan före finanskrisen. Då lönerna under 2000-talets första år steg mindre och produktiviteten mera i Tyskland än i dess konkurrentländer stärkte landet sin konkurrenskraft 2001–07 med över 20 % mot euro-medelvärdet. Italien hade en snabbare löneinflation som i kombination med svagare produktivitetsutveckling försvagade italienska företags konkurrenskraft med 10 % mot euromedeltalet. Konkurrensställningen mellan Tyskland och Italien svängde med över 30 % till förlust för Italien.

När finanskrisen fick världshandeln att rasa var slaget speciellt hårt mot det exportdrivna Tyskland. Det var paradoxalt att medelmåttiga exportländer klarade av kollapsen med mindre skador än Tyskland som inte skyddades ens av sin starka konkurrenskraft. Enligt OECD försvagade nettoexporten den tyska BNP-tillväxten med 3 procentenheter 2009. I Italien var effekten kring 1 procentenhet och i Frankrike nära noll. Efter krisen har Tyskland dragit större nytta av tillväxten i världshandeln än många andra.

I Italien är problemet vid sidan av den svaga konkurrenskraften att dess exportindustri koncentreras till branscher som går tillbaka i den globala konkurrensen. Frankrike lider av en självtillräcklighet som fått det att tro att det kan klara av globaliseringens utmaningar utan inre anpassning. Samma gäller två mindre euroländer, Grekland och Portugal. Fram till krisen växte Spanien starkt med stöd av immigration, då landets 40 miljoner invånare tog emot 4 miljoner invandrare inom 10 år. I och med att man använde billiga pengar för att bygga bostäder åt invandrarna uppkom en bostadsmarknadsbubbla. När den sprack rasade ekonomin. I Spanien fortsatte recessionen 2010 då det övriga Europa redan återhämtade sig. Den spanska tillväxten blir positiv 2011–12.

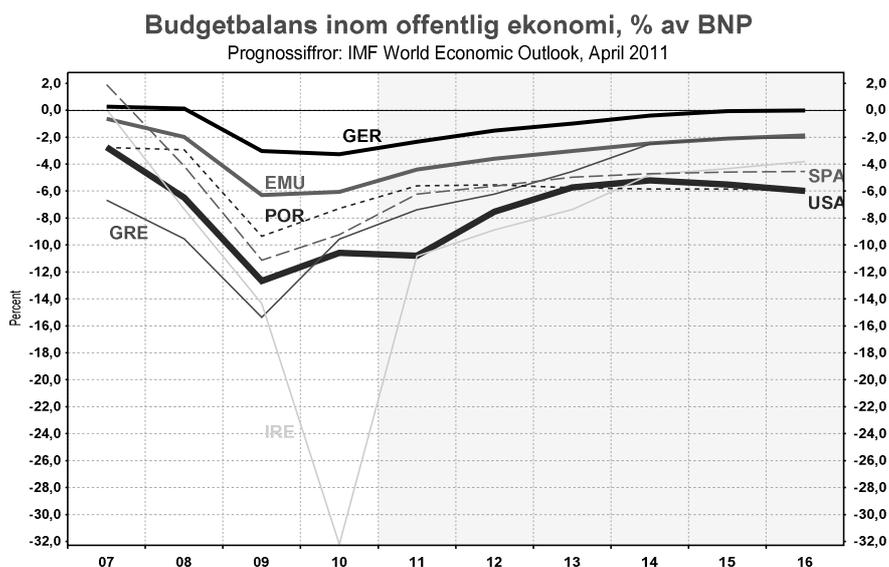
Tyskland led länge av den dåligt skötta återföreningen. Det västtyska socialskyddet utsträcktes att även omfatta landets östra del, annars befarades människorna flytta till väst. Det östra Tyskland omvandlades till ett arbetslöshetsland vars levnadskostnader betalades av väst. Dynamiken i landet naggades i kanterna av ett nätverk av korsäggande, där staten var en betydande ägare i stora börsbolag. I detta nätverk hittade ett storföretag som hamnat i svårigheter alltid hjälpare, då den som bistår med hjälp i dag själv kan behöva hjälp i morgon. Det tyska bäste broder-systemet hittade inte sin like ens i Kekkonenerans Finland. Det bankcentrerade finansieringssystemet och det koncentrerade ägandet gynnade traditionella investeringar med låg risk. Verksamhetsmiljön var trygg för storföretag men begränsade uppkomsten av en innovativ undervegetation i företagslivet och försinkade omorganiseringen av den tyska företagsverksamheten. Då arbetsmarknaden reglerades av fackföreningsrörelsen och ett täckande nät av bindande bestämmelser lyste dynamiska (små)företag med sin frånvaro. Ett stelt kapitalsystem var till fördel under förhållanden där storföretag dominerade och verksamhetsmiljön förändrades långsamt. Den tiden ligger långt bakom oss.

I Tyskland ökade förnyelsepressen då landet i och med EMU förlorade många relativa fördelar. Tidigare hade Tyskland Europas lägsta räntor, nu är räntorna desamma genom hela euroområdet. De tyska *reall*räntorna var tidigare Europas lägsta, inte längre. Tidigare drog tyska företag relativ nytta av den stora hemmamarknaden, som möjliggjorde långa produktionsserier och gav en god bas för framgång på världsmarknaden. Numera är hemmamarknaden densamma för alla euroländer.

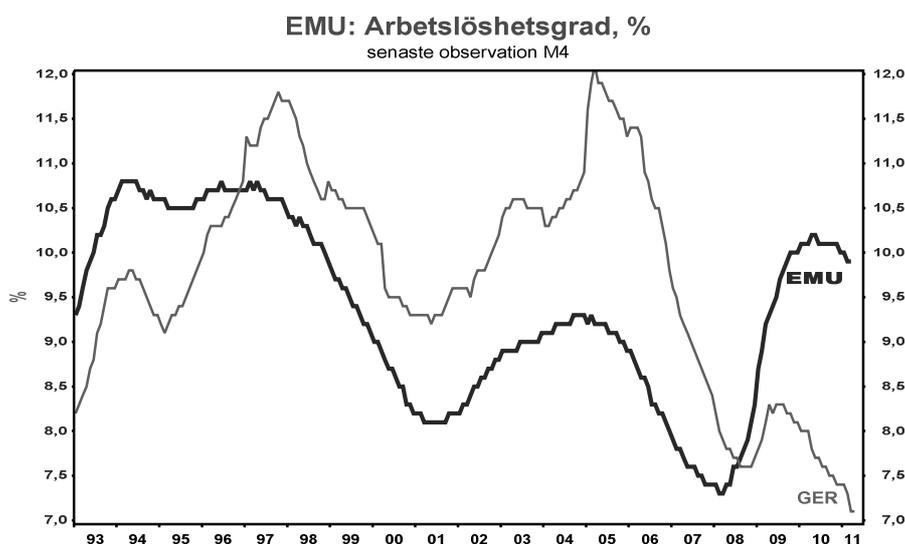
Tyskland har hela tiden varit lokomotivet för den europeiska integrationen, men näringslivet reagerade på det förändrade konkurrensläget först i början av 2000-talet. Omstruktureringen startades av företagen. Flexibilitet och dynamik ökade och regeringarna gav utrymme åt en förändring på företagsnivå. I synnerhet i exportföretagen har förändringen varit stor men i servicebranschen är den fortfarande på hälft.

Samtidigt med reformerna i Tyskland såg Grekland och Portugal euron som en möjlighet att fortsätta det gamla levernet och njuta av de låga räntorna euron förde med sig. Nationens inkomstnivå höjdes över ekonomins prestanda. Det är priset för detta man nu betalar i Grekland och Portugal.

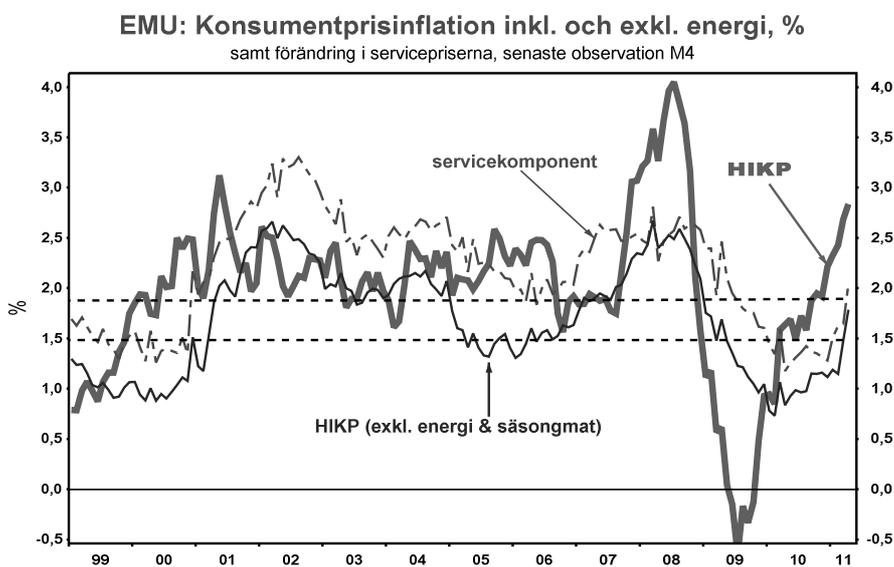
Figur 31



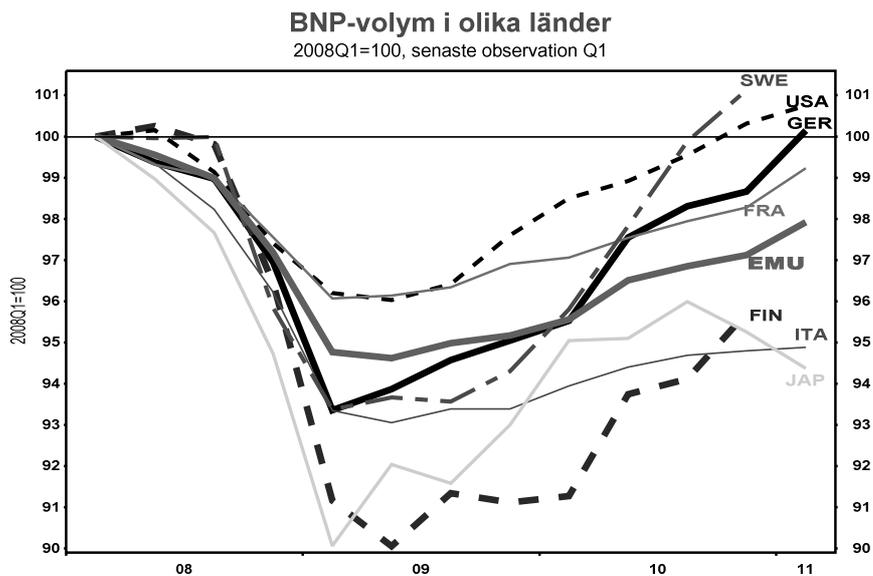
Figur 32



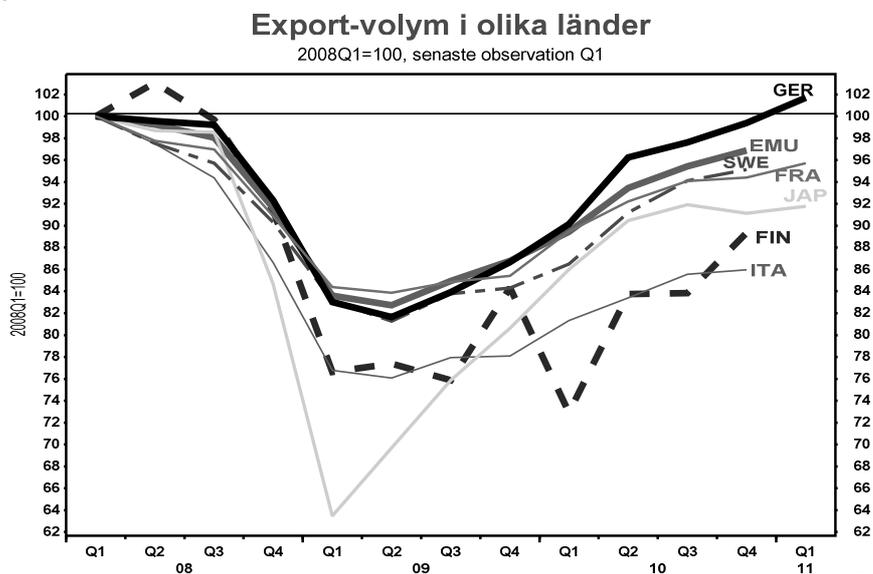
Figur 33



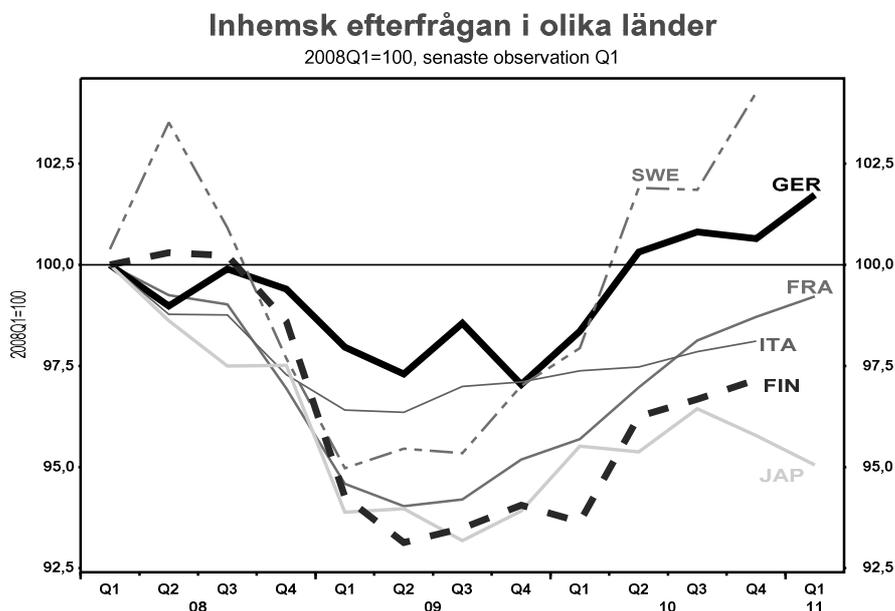
Figur 34



Figur 35



Figur 36



## Sammandrag av euroområdets ekonomiska utsikter

Euroområdets BNP krympte med 4,0 % 2009. Ekonomin började dock växa redan sommaren 2009 och tillväxten toppade våren 2010 då den penning- och finanspolitiska stimulansens effekt var som starkast. Euro-BNP ökade med 1,8 % 2010 (figur 37). År 2011 uppgår tillväxten till 2,0 % och 2012 till 1,8 %. Därefter stabiliseras den till något över 1 ½ %. Inflationen som 2010 var 1,6 % kommer att vara 2,7 % 2011 och 2,2 % 2012.

De senaste årens reformer har förbättrat tillväxtförutsättningarna i Tyskland på lång sikt. Landet som inte förlorade sina andelar av världshandeln under Asiens uppgång visade att globaliseringen inte dödar den ekonomiska tillväxten i utvecklade länder. Tyskland är Europas lokomotiv som allt mer utmanar de övriga euroekonomierna både i den ömsesidiga handeln och på tredje marknader.

Trots att ekonomiska reformer gett magert resultat i Sarkozys Frankrike, är det stagnerade Italien den svage bland de stora i Europa.

De största akuta problemen har Grekland, Irland och Portugal. Spanien får kämpa för att hålla sig på avstånd från skuldkriser som sprider sig som smittsamma sjukdomar. Det EU-stöd paket varmed man tillsammans med IMF ville åstadkomma en kontrollerad korrigering av Greklands skuldproblem lugnade ner

situationen på våren 2010. Men på hösten var det Irlands tur och nu Portugals.

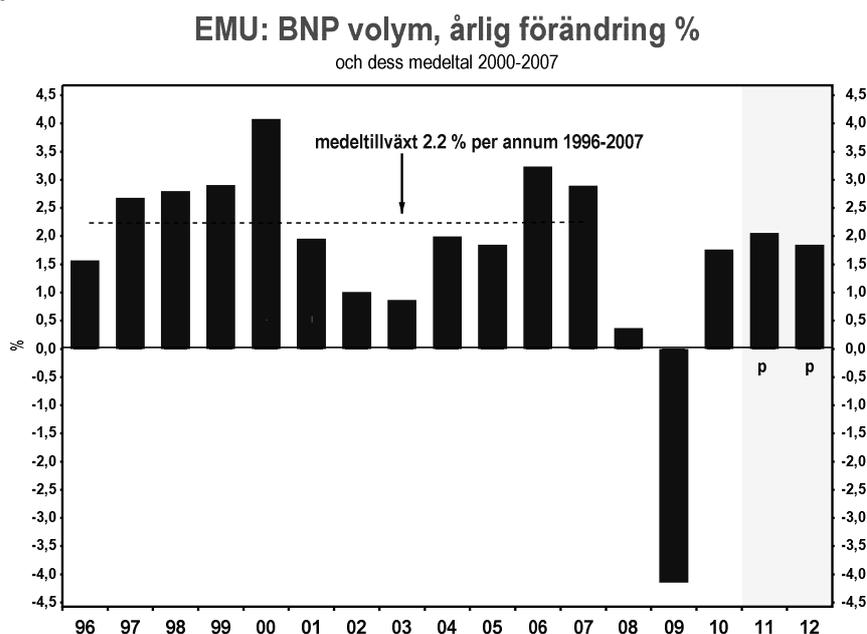
Regeringarnas viktigaste uppgift 2008–09 var att hindra att recessionen övergår i depression. Det lyckades. I dag kämpar euroländerna med att bryta av den skuldkris som spridit sig från land till land.

Efter återhämtningsspurten stabiliseras tillväxten i euroområdet till en dämpad nivå eftersom skuldbördan och budgetkonsolideringen belastar tillväxtpotentialen. Då även penningpolitiken normaliseras (läs: räntorna höjs) kommer den ekonomiska politiken i det stora hela att begränsa tillväxten i många år framöver. Efter slutet av prognosperioden kommer trendtillväxten att stabiliseras till drygt 1 ½ %.

När de akuta kriserna är utredda återkommer frågan om strukturell förbättring av dynamiken i euroekonomin på agendan.

Hela kontinenten behöver omstrukturering, men EU-samarbetet är knappast något verktyg till det. Kollektiva svar på globaliseringens utmaningar fås inte. Vi har redan länge levt i en tid av nationell själviskhet. Stimulanssamarbetet som man lyckades stoppa recessionen med var ett förebud om något bättre. Nu har leden skingrats igen, och en dold protektionism hotar att blåsa upp när man tävlar om framtida tillväxtandelar.

Figur 37



# Räntor: Sanningens ögonblick i penningpolitiken!

## FED: "Too low, too long" och snart är inflationen lös!

I USA började räntestimulansen i september 2007, och styrräntan nådde sin nivå nära noll i december 2008. Enligt undersökningar tar det 12–18 månader innan penningpolitiska ränteförändringar når sin fulla effekt. Den 2007–08 genomförda räntestimulansens tillväxtökande effekt var alltså förbrukad i november 2010 då FED tog det nya steget mot kvantitativ stimulans. Kodnamnet var QE2.

Den amerikanska inflationen har stigit till över 3 % på grund av externa orsaker. FED kan inte längre påverka denna situation. Den kritiska frågan gäller således inflationen 2012–14. I fråga om ödesgemenskapen mellan penningpolitik och inflation visar undersökningar att en för lätt penningpolitik alltid hittar en utväg till priserna. När globaliseringen under de första åren på 2000-talet dämpade uppgången i löner och konsumentpriser övergick lättheten till bostadspriserna. Är lättheten nu på väg att övergå till priserna på olja och andra råvaror? Finns det redan en bubbla på marknaden för långa räntor? Om det uppstår en bubbla kommer den att spricka i sinom tid och en ny kris är framme. Enligt *Greenspan* ska centralbanken inte avstyra bubbler eftersom centralbanken inte *på förhand* vet vad som är en bubbla. *Bernankes* utsagor och beslut på senare tid ökar oron för att *Greenspans* anda lever stark inom FED.

Bakom finanskrisen och dess globala effekter ligger ett otal penningpolitiska misstag från tiden då *Alan Greenspan* ledde FED stödd av *Ben Bernanke*. I slutet av 1990-talet var *Greenspan* med om att skapa en "ny makro", som *de facto* gav "förståelse" för processer som ökade obalanserna i ekonomin. *Dot.com*-börsbubblan hittade sin förklaring i *Greenspans* tes *New Economy*. Han propagerade för hypotesen om ett produktivetsunder *once-in-a-lifetime*, som med facit i hand ser ut att vara mycket anspråkslösare än sitt rykte.

När börsbubblan spruckit i mars 2000 började ekonomin dala, och efter 11 räntesänkningar 2001 hade styrräntan sjunkit från 6,5 till 1,75 %. I slutskedet av kriget i Irak sänkte FED styrräntan till 1 % sommaren 2003. Siffran var lägst på fyra decennier. Under dessa år kämpade FED i främsta linjen för konsumenternas psykologi och stödde den skuld drivna konsumtionen med extremt låga räntor 2002–05. Politiken ruinerade sparandet och underblåste bostadsmarknadsbubblan. Räntorna var "too low, too long" (figur 5, s. 8). FED minimerade styrräntan och maximerade kreditökningen trots att nationen

kontinuerligt skuldsatte sig allt djupare. Under *Greenspans* tid statistikfördes 15 år av ökande bytesbalansunderskott.

En förbryllande fas i den penningpolitiska debatten upplevdes då den snabba nedgången i olje- och matpriserna hösten 2008 lyfte fram en rädsla för deflation. Vi ansåg rädslan vara överdriven. Det var ju med deflationsrisk som överstimulansen motiverades även 2002–03. Sommaren 2010 väcktes deflationsrädslan igen. Inflationen var dämpad och mycket stabil, men deflationsrädslan än en gång överdriven.

BNP växte från slutet av 2001 till slutet av 2005 i en medeltakt på 3 %, dvs. i takt med den potentiella produktionen. Men FED stimulerade trots att likviditeten ökade på grund av Kinas och andra asiatiska länders samt oljeproducerande länders placeringspolitik. Då dessa köpte massvis av USA:s statliga skuldpaper sjönk de långa räntorna till den låga nivå som *Greenspan* kallade *conundrum*. Det var som att hålla bensin på skuldsättningens och bostadshandelns eld. FED oroade sig inte eller försökte neutralisera effekterna av likviditet utifrån. *De facto* gjorde den just tvärtom då den idkade sin negativa realräntepolitik (figur 5, s. 8). Den för lätta penningpolitiken bidrog till bostadsmarknadsbubblan, den skuld drivna konsumtionen och uppkomsten av *subprimemarknaden*. Det var först sommaren 2004 som FED vände styrräntan uppåt. Det tog 17 (!) höjningar att bringa styrräntan från 1 % till 5,25 % sommaren 2006. Först då (när *Bernanke* redan var chef för FED) kunde styrräntan anses vara normal med tanke på inflation och ekonomisk tillväxt.

Vi spådde redan för flera år sedan att *Alan Greenspans* gloria kommer att blekna ju mer tid som går från hans pensionering i februari 2006. Nu har glorian krossats. *Greenspan* har förhört i kongressen som en av de skyldiga till *subprime*krisen och finansmarknadskaoset efter den. Han medgav att det var en felbedömning att tro att finansinstituts egen vilja att undvika kriser skulle leda till en självkontroll och hindra bölder från att bildas. I det verkliga livet visade sig kontrollen vara kraftlös inför girighet och belöningssystem som uppmanar till risktagning. Man kan spekulera i om en bättre övervakning och stramare centralbankspolitik skulle ha hindrat krisen från att uppstå.

I augusti 2007 föll himlen ner och *subprime*krisen trasslade till kreditmarknaden. Situationen krävde våldsamt räntestimulans. Åtta räntesänkningar mellan september 2007 och december 2008 sänkte styrräntan till noll. Där ligger den kvar trots två år med normal tillväxt gått.

Under finanskrisen övergick FED till den okonventionella centralbankspolitiken. Den delade ut massor av likviditet på marknaden, ordnade långsiktiga extra finansieringsoperationer och förlängde maturiteter, utökade godkända säkerheter i centralbanksfinansieringen, ökade antalet motparter för centralbanksoperationer; köpte riskpapper av banker och även företag; ordnade dollaroperationer utanför USA i samarbete med andra centralbanker. I bakgrunden låg de lärdomar som Bernanke samlat då han forskade i depressionen på 30-talet. När krisen var som värst meddelade Bernanke att FED gör "*what-ever-it-takes*" för att undvika depression.

Bernankes och FEDs politik lyckades med sitt huvudmål då USA undvek depression. Vi anser det grundläggande valet fortfarande vara det rätta. Det togs när larmsignalen tjöt. Det var ett sjunkande skepp som räddades. Det är nu 2 år sedan recessionen tog slut. Under tiden har många saker förändrats. Därför kändes den nya operationen av kvantitativ stimulans (= QE2) i november 2010 som äventyrspolitik.

FED får inte glömma det traumatiska minnet om välståndskostnaden som efterföljde stävjandet av den okontrollerade inflationen på 80-talet. Inte heller borde FED glömma det att en bidragande orsak till finanskrisen var FEDs politik som höll räntorna för låga för länge efter recessionen 2001. Är det möjligt att samma misstag upprepas så här snabbt? För ett år sedan trodde vi att FED vill lämna överstimulansen så snart det bara är möjligt. Det tror vi inte längre. Det verkar som om FED accepterar att inflationen förblir över 3 % 2012–14 trots motsatta utsagor.

Recessionen tog slut i juni 2009. Ekonomin växte med 2,8 % 2010 och enligt FEDs prognos uppgår tillväxten till drygt 3 % 2011. Tiden för krisränta torde alltså vara förbi. Den höga arbetslösheten är dock en sådan påle i köttet att FED sitter på sina händer. Orsaken lär vara Bernankes forskningsrön som visar att 30-talets depression drog ut på tiden då centralbanken höjde räntorna för tidigt.

I slutet av juni har FED genomfört sitt QE2-program. Då har FED tredubblat den monetära basen i ekonomin jämfört med början av krisen. Fröet till inflation är sått. Å ena sidan kommer den ekonomiska

tillväxten att vara så pass lam att outnyttjad kapacitet finns till förfogande och arbetslösheten hålls hög. Å andra sidan är vägen från dagens hyperstimulans till "normal" centralbankspolitik mycket lång. Om gapet täpps till för snabbt står en ny recession för dörren. Mera sannolikt är att *Bernankes* FED höjer räntan stegvis 2012–13 och offrar således det arbete *Volckers* FED gjorde för 30 år sedan för att stävja inflationen.

Trots framgången med recessionsbekämpandet rentvås FED inte från den fläck den fått för sin roll som en central fadder till finanskrisen. Det sopar inte heller bort frågetecknet från FEDs roll i processen som ledde till Lehman Brothers konkurs och som fick finanskrisen att tillspetsas och drev hela världsekonomin i en recession.

En annan stor utmaning för centralbankspolitiken gäller bättre tillsyn på finansmarknaden. Idén om finansinnovationers välsignelse har visat sig vara falsk. Därför anser vi inte att rädslan för att den nya finanstillsynen försvårar "innovationsproduktionen" är av stor betydelse.

### Vad säger "Taylorregeln" om USA:s penningpolitik före och efter finanskrisen?

John Taylor visade 1993 att den räntepolitik FED driver beskrivs bäst av följande modell

$$i_t = \Omega + \pi_t + \gamma_\pi(\pi_t - \pi^*) + \gamma_Q(Q_t - Q_t^*) \quad (i)$$

där  $i_t$  är nominell styrränta vid tidpunkten  $t$ ;  $\Omega$  är en konstant som motsvarar förväntad reell medelränta på lång sikt;  $\pi_t$  är 12 månaders inflationstakt och  $\pi^*$  är FEDs inflationsmål;  $(Q_t^* - Q_t)$  betecknar produktionens nivå i förhållande till trenden som beskriver den potentiella produktionens nivå. Avvikelsen, det s.k. produktionsgapet (*output-gap*), mäts i procentenheter.

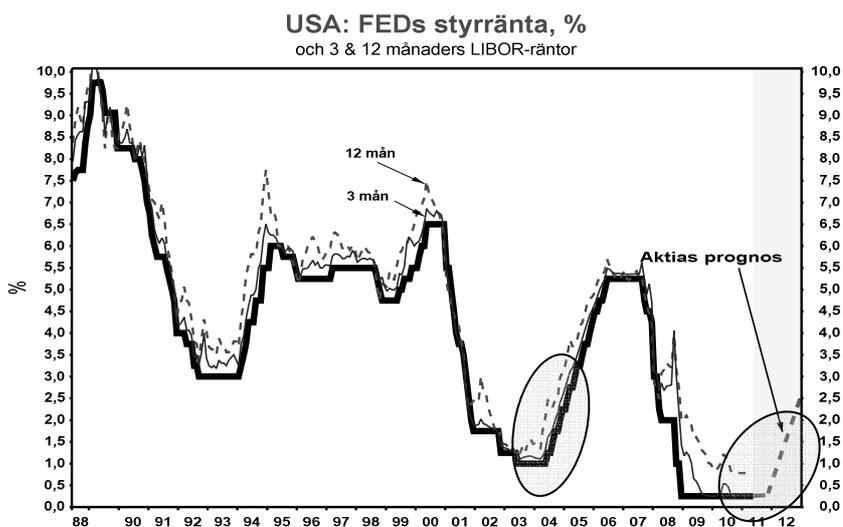
Bästa förklaringskraft uppnåddes då koefficienterna i modellen (i) var

$$i_t = 4 + 1,5(\pi_t - 2) + 0,5(Q_t - Q_t^*) \quad (ii)$$

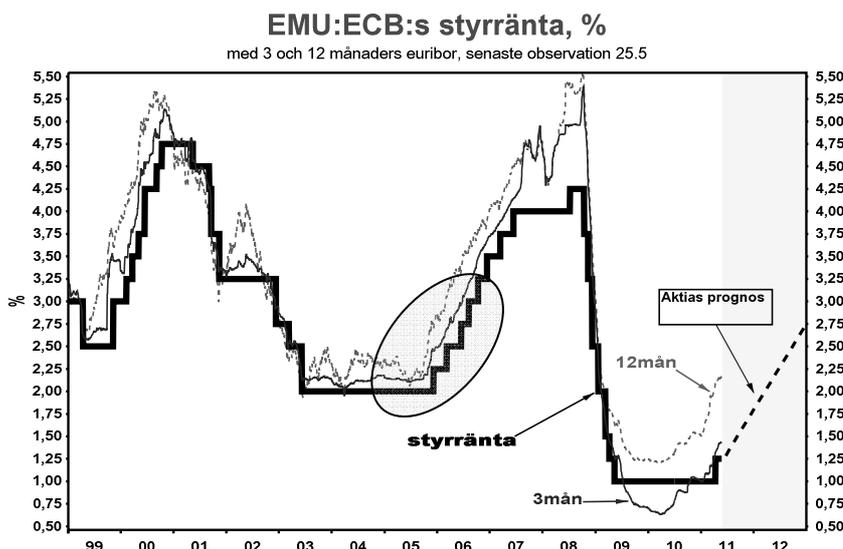
Enligt ekvationen ligger FED Funds-räntan vid 4 % då inflationen är 2 % och produktionen ligger på trendnivån. Av detta kunde man dra slutsatsen att fast FED inte har något explicit inflationsmål eftersträvar den *de facto* en inflation på 2 % i en situation där produktionen är normal.

I Taylors modell (ii) beskrev den genomsnittliga realräntan på lång sikt,  $\Omega = 2\%$ , den uppfattning

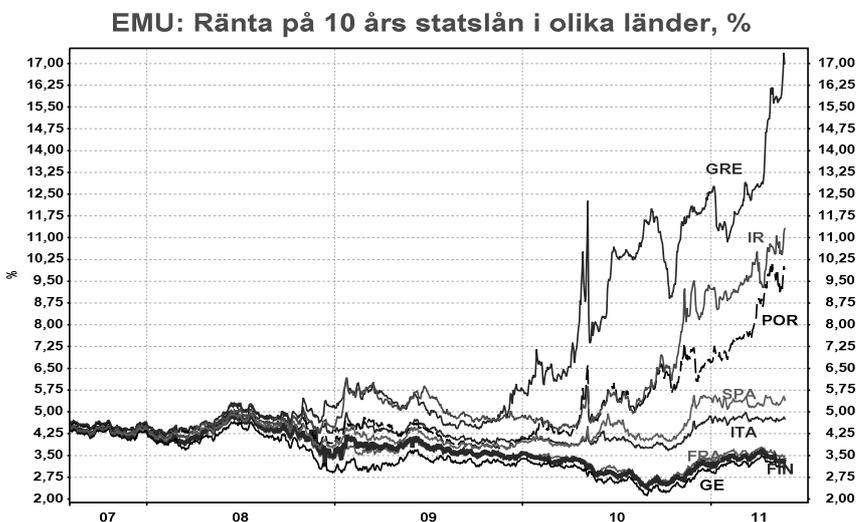
Figur 38



Figur 39



Figur 40



man i början av 1990-talet hade om tillväxttakten för den potentiella produktionen i USA. Senare höjde FED sin bedömning med nästan en procentenhet. Enligt den hade  $\Omega$  i Taylorregeln blivit högre än den "ursprungliga", och enligt den reviderade ekvationen (iii) är styrräntan 4,75 % då inflationen är 2 % och produktionen ligger på trendnivån:

$$i_t = 4,75 + 1,5 (\pi_t - 2) + 0,5 (Q_t - Q^*) \quad (\text{iii})$$

Innan *subprime*krisen tillspetsades, dvs. i juli 2007, var konsumentprisinflationen 2,4 %. Rensad från energi och säsongmat var den underliggande inflationen 2,2%. Årsförändringen i PCE-deflatoren för den privata konsumtionen var i april–juni 2,3 %. Målavvikelsen ( $\pi_t - 2$ ) i ekvation (iii) beräknat på totalinflationen var 0,4 men beräknat på den mer begränsade underliggande inflationen 0,2 procentenheter. Avvikelsen i PCE-deflatoren var 0,3 procentenheter. Slutatsen om en neutral räntenivå påverkades således knappast alls av inflationsmätaren.

Ett produktionsgap är svårt att definiera exakt eftersom det är svårt att mäta potentiell produktion. Då OECD bedömde att produktionsgapet var noll och FED räknade med att kapaciteten i ekonomin var fullt utnyttjad, var produktionsgapet sommaren 2007 nära noll. Då påverkades räntebedömningen i ekvation (iii) bara av inflationstermen ( $\pi_t - 2$ ).

Då man söker en nedre gräns för balansräntan före tillspetsningen av finansmarknadsproblemen och utgångspunkten är den underliggande inflationen, gav Taylorregeln sommaren 2007 balansräntan FED Funds nivån

$$i_t = 4,75 + 1,5 (0,2) + 0,5 (0,0) = 5,05 \%$$

Då utgångspunkten var en inflationsavvikelse som beräknats på basis av totalinflationen (+0,4 %-enheter) var balansräntan 5,35 % och på basis av PCE-deflatoren 5,2 %. Före krisen var Taylorräntan således 5–5½ %. Den faktiska styrräntan på 5,25 % sommaren 2007 motsvarade dåvarande "Taylorränta".

FED sänkte styrräntan till noll i december 2008. Det var motiverat då inflationen låg på minus och produktionsgapet var stort. Dagens inflation på 3,2 % överstiger målet på 2 % och produktionsgapet har minskat klart. Ekonomin har alltså förändrats men inte styrräntan.

Vi tror att tillväxten i USA:s potentiella produktion i fortsättningen kommer att vara lägre än före krisen. Då vi uppskattar den vara 2,2 % *per annum* kommer vi nära

den ursprungliga Taylorekvationen (ii). När man i den placerar produktionsgapet för slutet av 2012, som är högst -1 %, och den förväntade inflationen nästa år, 3 %, skulle en framåtblickande Taylorränta nu vara t.o.m. 5 %. Skillnaden mot nuvarande nollränta är stor. Åren 2012–14 kommer vi att få klarhet till hur allvarliga följer den nyaste "too low, too long"-episoden har.

Det är klart att man måste avvika från normal penningpolitik i och med att krisen var onormal. Om och när inflationsförväntningen som en biverkning av för långvarig okonventionell stimulans får utrymme att stiga blir bedömningen av stimulansens långsiktiga positiva verkan mindre positiv. En uppgång i de långa räntorna skulle anstränga tillväxten, höja statens skuldkostnader och öka bolåntagarnas pina. Om det funnits för mycket stimulans blir det bråttom att korrigera den. En mycket snabb åtstramning skulle dock döda den ekonomiska tillväxten och höja arbetslösheten.

Längre räntecykler består av kortsiktiga ränteändringar. Den pågående cyklens botten ligger exceptionellt lågt. Räntorna kommer att vända upp, men inte på flera månader ännu. FED vill ha mera tecken på att arbetslösheten sjunker innan den inleder räntehöjningarna. Den första räntehöjningen kommer mot slutet av 2011 (figur 38). I slutet av 2012 uppgår styrräntan till 2,50 %.

Ben Bernanke har i många sammanhang talat om ökad öppenhet för centralbanken. Det första steget var presskonferensen som Bernanke ordnade efter räntemötet i maj. En annan punkt i hans program på lång sikt har varit att fastställa ett explicit inflationsmål för FED. Då skulle FEDs målfunktion närma sig ECB:s målfunktion.

## ECB: Exit har börjat

År 2009 var inflationen på minus och euroekonomin däckad. Då kändes ECB:s räntehöjning mycket avlägsen. Nu har inflationen stigit till 2,8 % och ekonomin växer starkt. Situationen har förändrats och ECB:s första räntehöjning kom logiskt i april.

ECB:s enda explicita mål är prisstabilitet som enligt centralbanken uppnås då det harmoniserade konsumentprisindexets (HIKP) uppgångstakt på medellång sikt är under, men *nästan* 2 %. Inflationsmålet ligger *de facto* på 1,5–1,9 %. Avvikelser accepteras om de bedöms vara övergående. ECB kan enligt sin mission stöda andra ekonomisk-politiska målsättningar så länge inflationsmålet inte äventyras. "Andra målsättningar" är ekonomisk tillväxt och sysselsättning, men i och med de långa

eftersläpningarna i penningpolitikens verkningar är konjunkturreglering genom penningpolitik så gott som omöjlig.

När ECB inledde sin verksamhet i januari 1999 uppgick inflationen i euroområdet till 0,8 %. Under det första verksamhetsåret accelererade inflationen till närheten av den kritiska 2-procentsgränsen. Efter det låg inflationen i 9 års tid på drygt eller minst 2 %.

Inflation eller disinflation på grund av olja eller valutakurser blir ett penningpolitiskt problem först då dessa yttre faktorer börjar påverka inre inflationsprocesser. ECB:s toleranta penningpolitik gjorde det möjligt för oljeprisuppgången 1999–2000 att övergå i den inhemska inflationen. När oljepriset steg kraftigt 2007–08 och också maten snabbt blev dyrare tappade ECB åter greppet. I juli 2008 bokfördes 4,0 % som nytt inflationsrekord för euroområdet.

Det var ingen överraskning att inflationen tog fart. Den lätta penningpolitiken ökade M3-penningmängden i våldsamt takt. Hösten 2007 växte den med hela 12 ½ % från året innan, då ECB:s referensvärde är 4,5 %. När globaliseringen dämpade totalinflationen övergick likviditeten till bostadspriserna (figur 29, s. 31). Under krisen förändrades situationen snabbt och ökningen i M3-penningmängden hade avtagit till noll i början av 2010.

Medeltalet för den reala styrräntan i euroområdet 1999–2008 var 0,9 %, dvs. klart lägre än det historiska medeltalet och nästan en procentenhet lägre än den uppskattade tillväxten i den potentiella produktionen. Enligt den "ortodoxa" centralbanksläran ger en för lätt penningpolitik den inhemska inflationen utrymme att accelerera. Enligt IMF (WEO April 2009) var ECB:s styrränta 2002–06 systematiskt 1–1½ procentenhet under det optimala. HIKP-inflationen i euroområdet överskred systematiskt ECB:s målsättning. Både FED och ECB utövade en mycket lätt penningpolitik 2002–06. Detta gödslade bostadsmarknadsbubblan. Det gjorde ont när bubblan sprack.

ECB sänkte styrräntan till 2 % i juni 2003, i efterdyningarna av kriget i Irak. Allt för sent, först i december 2005, vändes styrräntan uppåt. Då den steg till 4 % sommaren 2007 verkade ECB ha nått upp till sin "bekvämlighetszon". Den signalerade om ytterligare en höjning på 0,25 procentenheter men planen havererade på grund av kreditmarknadsstörningarna hösten 2007. Denna sista höjning genomfördes sedan i juli 2008. Vi ansåg då och anser fortfarande att det var ett misstag, och räknade med att ECB snart tar tillbaka den. Internationella centralbankers gemensamma räntesänkingsbeslut i

oktober 2008 gav ECB en hederlig utväg ur det hörn den själv målat in sig i.

Det är en missuppfattning att euroländernas olika inflationstakter skulle vara ett oväntat problem. Skillnaderna är en förutsebar och normal biprodukt i den process där länder med lägre levnadsstandard springer i kapp mera utvecklade länder. Den låga realräntan i dessa kappspringande länder stöder den reella konvergensen. T.ex. de rika Tyskland och Frankrike är länder med strukturellt långsam inflation.

Eftersom konvergeringsprocessen i de kappspringande länderna systematiskt genererar en högre inflation förutsätter prisstabiliteten i euroområdet att den tyska inflationen hålls inom 1–1,5 %. I princip begränsar den gemensamma penningpolitiken landets prisutveckling mer än vad Bundesbank gjorde under den självständiga penningpolitiken. Då de nya medlemsländerna i sinom tid träder in i EMU kommer variationen i inflationstakterna att öka. Det drar åt den tyska inflationstvångströjan ytterligare om ECB inte modifierar sitt prisstabilitetsmål.

En annan missuppfattning i inflationsdiskussionen gäller begreppet *underliggande inflation*. Många ansåg att ECB:s lätta penningpolitik inte var något problem då *den underliggande inflationen* (inflation exkl. energi och säsongmat) hölls inom målsättningen. När centralbankerna för 15–20 år sedan började fästa uppmärksamhet vid den del av den totala inflationen som kallas underliggande inflation ville de betona att man inte ska dra förhastade slutsatser av den allmänna inflationen t.ex. då olje- eller säsongmatpriserna varierar. Genom att studera *den grundläggande inflationen* ville centralbankerna skilja mellan övergående inflationspulser och trender, eftersom totalinflationen efter en störning kan väntas återgå till nivån för underliggande inflation. Om penningpolitiken tillåter det kan den grundläggande inflationen dock börja konvergeras mot totalinflationen.

Om centralbanken lovar en totalinflation på under 2 % kan den inte i all oändlighet bortförklara det misslyckade inflationsmålet med låg underliggande inflation. När Europeiska centralbanken meddelade att den garanterar euromedborgarna en inflation under 2 % blev detta den nivå mot vilken framgången ska projiceras. Totalinflationen bestämmer medborgarnas köpkraft, varför den underliggande inflationen inte kan vara en buske bakom vilken en misslyckad centralbank gömmer sig.

ECB-kritiken ovan avser tiden före *Lehman Brothers* konkurs. Efter hösten 2008 förtjänar ECB:s politik ett berömligt betyg. Under krisen sänktes räntorna snabbt och likviditeten stöddes. När centralbanken genom sina

utlåtanden har lyckats hålla inflationsförväntningarna i styr har nivån för de långa räntorna hållits låg och variationen i dem relativt liten. Inte ens kriserna i Grekland, Irland och Portugal har haft någon större effekt på räntorna i de stabila länderna.

### Vad är en neutral räntenivå för euroområdet på lång sikt?

ECB:s mål är att HIKP-inflationen understiger men ligger nära 2 %. Förutsatt att målet inte äventyras kan ECB (enligt Maastrichtfördraget) stöda andra ekonomisk-politiska målsättningar (= ekonomisk tillväxt). Enligt en målfunktion i två steg skrivs Taylorregeln:

$$i_t = 1,5 + \pi_t + \gamma_\pi(\pi_t^e - \pi^*) + \gamma_Q(Q_t - Q_t^*) \quad (\text{iv})$$

där

$\gamma_\pi = 0$ , om  $2 > \pi_t^e > 1,5$  och  $\gamma_\pi > 0$ , om  $\pi_t^e \geq 2$  eller  $\pi_t^e < 1,5$  och

$\gamma_Q \geq 0$ , om  $2 > \pi_t^e > 1,5$  och  $\gamma_Q = 0$ , om  $\pi_t^e \geq 2$  eller  $\pi_t^e < 1,5$ .

Ekvation (iv) definierar den neutrala penningpolitiken. Enligt centralbankens långsiktiga penningpolitik är balansnivån för den genomsnittliga *reala* räntan litet över 1 ½ %. Det är vår uppskattning av tillväxttakten för den potentiella produktionen i euroområdet efter krisen. Vi antar att ECB eftersträvar en medelinflation  $\pi^* = 1,8$  %. När inflationen ligger på målnivån och totalproduktionen på sin trend är styrräntan  $1,6 \% + 1,8 \% \approx 3 \frac{1}{2} \%$ . Skillnaden mot USA:s balansränta på  $4 \frac{1}{4} \%$  beror på differensen i den potentiella produktionens tillväxttakt.

Euroinflationen uppgår till 2,7 % 2011. Nästa år kommer den att ligga på 2,2 %. *Produktionsgapet* torde i slutet av 2012 ligga på 1 ½ %. En till situationen passande, framåtblickande styrränta kunde således vara lägre än den neutrala balansräntan under hela prognosperioden. Vi tror att ECB inledde en två år lång räntehöjningsperiod när den höjde räntan i april. I slutet av året uppgår styrräntan till 1,75 % och i slutet av 2012 till 2,75 %. Den toppar vid 3–3 ½ % 2013.

### Hur mycket stiger de långa räntorna?

Enligt det rådande tänkesättet avspeglar de långa räntorna tillväxt- och inflationsförväntningarna i ekonomin, varför ränteskillnader mellan länder tyder på olika förväntningar. Förändringar i ränteskillnader borde således bero på förändrade förväntningar.

Kopplingarna mellan "fundamenta" och ränterörelser verkar dock ha grumlats på 2000-talet. Tidvis har räntorna i USA varit *högre* än de tyska, snart därefter *lägre* och sedan har räntorna i dessa två länder gått hand i hand en tid. Allmänt taget finns det ingen förklaring till dessa grundläggande förändringar i ränterelationen. Förutom att variationen i de långa räntorna ofta känts irrationell verkade deras nivå under många år vara mycket låg i förhållande till fundamenta. Alan Greenspan gav denna obegriplighet det obegripliga namnet "*conundrum*".

Conundrum förklarades med hjälp av tre hypoteser. Enligt den första förorsakades den av stor global likviditet som livnärdes av de viktigaste centralbankernas låga styrräntor. Enligt den andra var orsaken ett globalt sparandeöverskott som berodde på den dämpade globala investeringsaktiviteten. Den tredje hypotesen betonade de stora asiatiska centralbankernas (Kina, Japan, Korea, Taiwan, Indonesien) aktioner då de köpte massvis av USA:s statspapper.

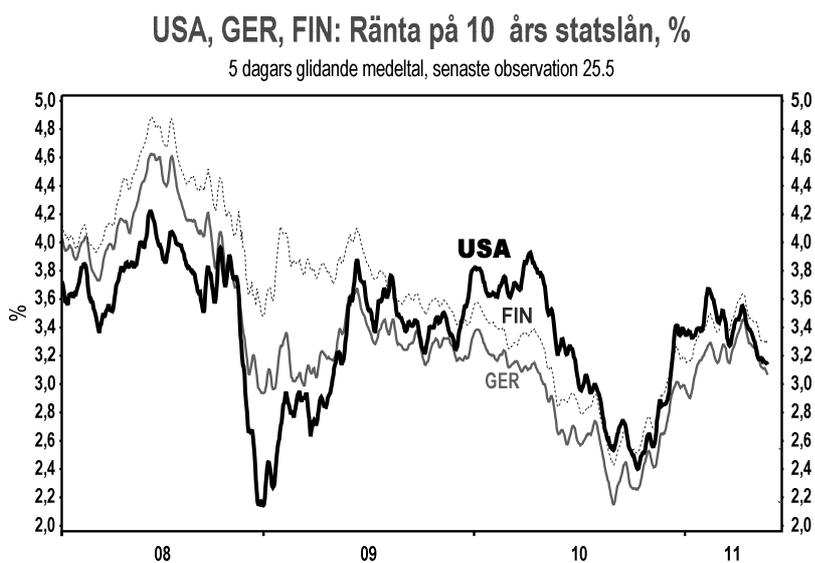
Kreditmarknadskrisen sänkte de långa räntorna ytterligare 2008 (figur 41). Efter Lehman Brothers konkurs sjönk de amerikanska långräntorna ordentligt lägre än de europeiska. Våren 2009 steg de långa räntorna på båda sidor om Atlanten. I USA var förändringen större och de långa räntorna steg igen högre än de tyska. Utvecklingen av räntorna och räntedifferenserna har även påverkats av centralbankernas manipulering av de långa räntorna genom köp av statspapper. Det har varit ett sätt att hindra de långa räntorna från att stiga. FED har spelat med stora insatser. Den har under krisen ökat den monetära basen i ekonomin till tredubbel, medan BNP först återvänt till sin nivå före krisen. QE2 avslutas i slutet av juni, och det återstår att se hur FED kommer att lösa upp situationen.

Också ECB har köpt och köper statsskuldebrev men till skillnad från FED försöker den hindra att ekonomins monetära bas ökar. Skillnaden mellan dessa två linjer är stor och har en betydande potentiell effekt på inflationsriskerna.

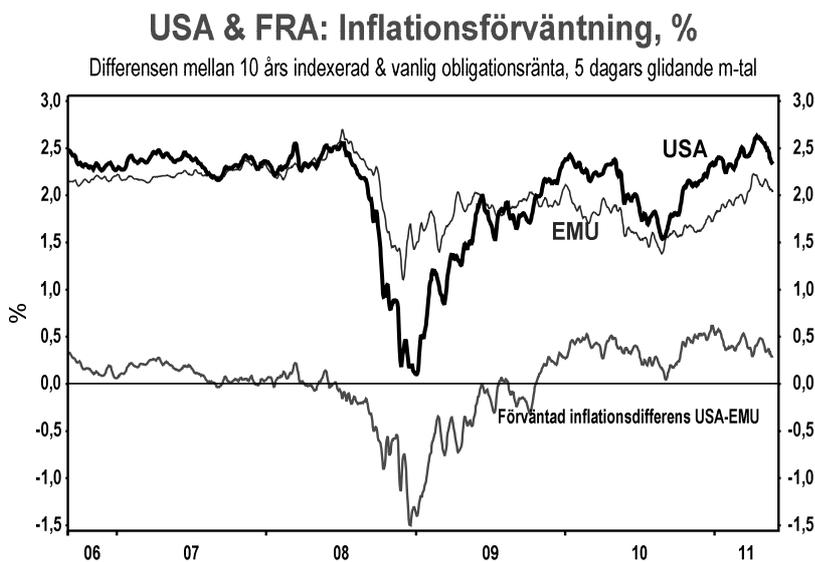
### Uppskattning av hållbar nivå för långa räntor

Enligt tumregeln ger en ökning av den nominella BNP:n en benchmark för bedömningen av de långa nominella räntornas hållbarhet. Då den nominella BNP:n i USA 1965–1999 växte med 7,9% per år i snitt var den 10-åriga räntan 7,8 % i snitt. FED Funds-räntan var något lägre, i snitt 7,1 %. Relationen går ut på att hushållens och företagets villighet att skuldsätta sig och förmåga att återbetala sina skulder följer utvecklingen av BNP:s värde. Om räntorna är för låga i förhållande till den nominella BNP-tillväxten,

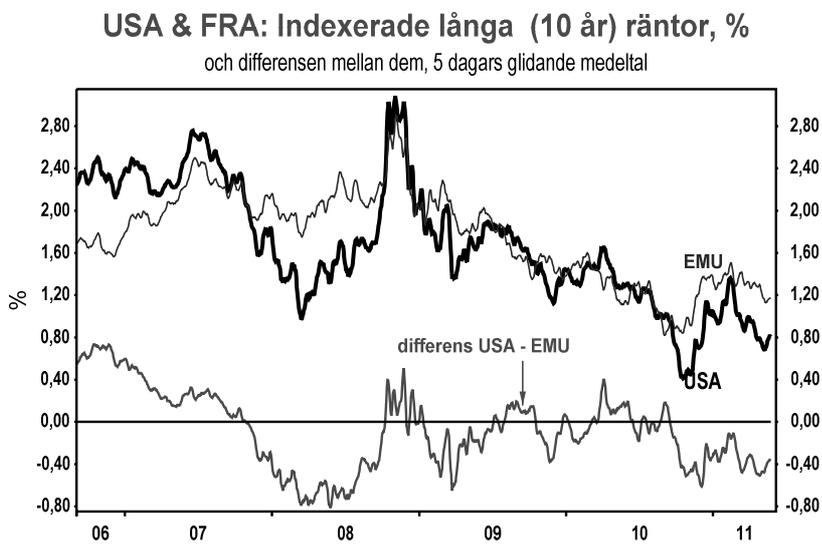
Figur 41



Figur 42



Figur 43



ökar konsumtionen och investeringarna för snabbt. Då skuldsätter sig hushållen och företagen, och inflationen accelererar, vilket äventyrar tillväxten på lång sikt. Då ett kroniskt bytesbalansunderskott leder landet till skuldsättning, stiger i regel de långa räntorna. Om räntan är för hög, går konsumtionen och investeringarna tillbaka. Det tär på tillväxten såväl på kort som på lång sikt.

I USA är den 10-åriga räntan i skrivande stund 3,1 %. Enligt konsensusprognoser om reell tillväxt och inflation växer den nominella BNP:n med ca 4 ½ % *per annum* 2011–12. Det är dock sannolikare att tillväxten når 5 ½ %. En lång ränta på denna nivå vore i linje med konjunkturläget. Till förväntningen på att de långa räntorna stiger bidrar federationens massiva skuldsättning som ökar utbudet på obligationer. Det är mycket möjligt att uppgångstrycket realiserar när FED börjar sälja sina statsskuldebrev (tabell 3, s. 3).

Euroområdets (= Tyskland) 10-åriga obligationsränta, som stigit med en procentenhet från början av september, ligger i skrivande stund på 3,0 %. Euroområdets nominella BNP förväntas stiga med ca 4 % 2011–12, vilket får dagens räntor att verka låga, speciellt då finansieringsbehovet för att täcka euroländernas budgetunderskott och statsskulder kan väntas öka riskpremien (tabell 3, s. 3). Om räntan på statsskulden stiger avspeglas detta på priset på företagets långsiktiga marknadsfinansiering.

I osäkra förhållanden utgör statslån normalt en trygghamn för investeraren. Skuldskrisen i Europa visar att riskfrihet inte är dagens melodi. Nu när pengarna är billiga och likviditeten hög kan en prisbubbla för räntepapper redan ha uppstått inför våra ögon. Om bubblan finns och spricker, kan de långa räntorna stiga klart mera än prognostiserat.

En hållbar nivå för de långa räntorna kan betraktas även ur en annan synvinkel; den nominella räntan består av två komponenter, den förväntade inflationen och realräntekravet. Uppgifter om konsumentprisindexbundna och vanliga 10-åriga statslån och deras räntor finns att tillgå om både USA och euroområdet. Ränteskillnaden mellan vanliga och indexbundna obligationer visar den av marknaden prissatta förväntade inflationen (figur 42).

När detta skrivs är realräntekravet som är inbakat i de långa räntorna i USA 0,8 % och i euroområdet 1,2 % (figur 43). För Europas del är siffran nästan ½ procentenhet lägre än tillväxten i den potentiella produktionen. När det gäller USA är realräntekravet över en procentenhet lägre än den förväntade tillväxten i potentiell pro-

duktion. När utbudet på statliga skuldpaper ökar snabbt börjar investerarna högst antagligen kräva bättre realavkastning. Vi tror att detta höjer de långa räntorna under prognosperioden.

De nationella valutareservernas roll har förändrats under de senaste åren. De är inte längre i första hand instrument för finansiering av utrikeshandel utan snarare ett redskap för den (statsstyrda) investeringspolitiken. I fortsättningen kommer dollarvikten i Kinas (och de övriga asiatiska centralbankernas) valutareserv att minska och eurovikten att öka. En relativ minskning av efterfrågan på skuldpaper i dollar kunde öka pressen på USA:s långa räntor att stiga.

Är de inflationsförväntningar som bakats in i de långa räntorna hållbara? I skrivande stund är den för de kommande 10 åren prissatta medelinflationen i USA 2,4% och i euroområdet 2,0 % (figur 42). Både USA och euroområdet lider fortfarande av en baksmälla efter recessionen (mycket oanvänd kapacitet, hög arbetslöshet). Den accelerering i inflationen som skett i euroområdet kommer att lugna ner sig genom ECB:s räntehöjningar. I USA är situationen en annan. FED har höjt den monetära basen till tredubbel och dess räntepolitik är "behind-the-curve". Om föreställningen att FED inte kommer att dra in hyperstimulansen i tid stärks på marknaden, stiger inflationsförväntningarna och driver de långa räntorna uppåt. Hittills har marknaden trott att FED har kontroll över situationen men det kan ändra snabbt.

USA:s räntekurva pekade nedåt från juli 2006 till februari 2008. Det förutspådde en recession. Då styrräntan nu ligger på noll pekar USA:s räntekurva brant uppåt trots att även de långa räntorna är onormalt låga – dels tack vare FEDs agerande.

I euroområdet inbakas en genomsnittlig euroinflation på 2,0 % under 10 år i de långa räntorna (figur 42). Det verkar rimligt. När tillväxten är dämpad och arbetslösheten hög är det osannolikt att inflationen blir ett problem förutsatt att ECB:s *exit* framskrider. Problemen i Grekland, Irland och Portugal utgör en begränsning för normaliseringen av penningpolitiken – men inte ett hinder.

Skillnaderna mellan euroländernas 10-års räntor ökade dramatiskt när finanskrisen eskalerade och man tog skuldtrenderna i de olika länderna under lupp (figur 40, s. 38). Den första explosionen sågs hösten 2009 då Greklands nya regering publicerade statistikförvrängningarna angående det statsekonomiska läget i landet. Läget förvärrades då man inte nådde enighet om räddningspaketet för Grekland. Trycken började sprida sig till Irland, Portugal och i det skedet även till Spanien. Det

grekiska sparprogrammet och EU:s räddningsoperation i maj 2010 återställde lugnet för några månader. I oktober var Irland i kris och därmed spred sig paniken till hela euroområdet på nytt. Lyckligtvis åstadkoms ett räddningspaket för Irland snabbare än för Grekland.

Riskpremierna på statsskulder i figur 40 är sekundära för statsekonomi i Grekland och Irland, eftersom länderna sköter sitt finansieringsbehov genom EU-paket. Premierarna berättar närmast om de villkor på vilka pensionsstiftelser som blivit tvungna att sälja på grund av ratingbeslut måste göra affärer. Portugal är nu i samma grupp med Grekland och Irland. Spekulationerna angående Spanien har lugnat ner sig. Även om vi anser det vara osannolikt att krisen på grund av ökad statsskuld i de europeiska randländerna sprider sig ytterligare är det ändå ett stort hot mot vår prognosbild.

Euroområdets räntekurva har länge pekat klart uppåt. I fortsättningen planar den ut när styrräntan stiger.

## Sammandrag av ränteprognosen

Rädslan för en Stor Depression styrde den amerikanska räntepolitiken från sommaren 2007. I krisläget i december 2008 sänkte FED styrräntan till 0,0–0,25 % (figur 38). Krisräntan gäller fortfarande.

De dåliga ekonomiska siffrorna sommaren 2010 gav upphov till överdriven oro för *double-dip*. FED ökade oron genom att betona deflationsriskerna. I augusti 2010 "lovade" Bernanke utvidga den kvantitativa stimulansen för att stärka den ekonomiska tillväxten och minska arbetslösheten. Köpprogrammet som är känt vid namnet QE2 avslutas i juni 2010. Styrräntan vänder uppåt mot slutet av hösten. När räntevändningen skett kommer styrräntan att stiga med små på varandra följande steg. FED agerar dock så långsamt att inflationen uppgår till över 3 % 2011–14. I slutet av 2012 uppgår FEDs styrränta till 2,5 %. Reellt är den då alltså fortfarande negativ.

Euroområdet hade varit i recession i månader då ECB i oktober 2008 vände räntorna i en snabb nedgång. Styrräntan, som i skrivande stund är 1,25 %, vände uppåt i april, och små höjningar kommer att följa på varandra under ca 2 år. Aktiviteten är så pass lam att

inflationen hålls i styr, och styrräntan kommer att toppa 2013 vid 3–3 ½ %, dvs. klart lägre än under tidigare räntecykler. Om skuldskrisen tillspetsas på nytt saktar räntehöjningen av.

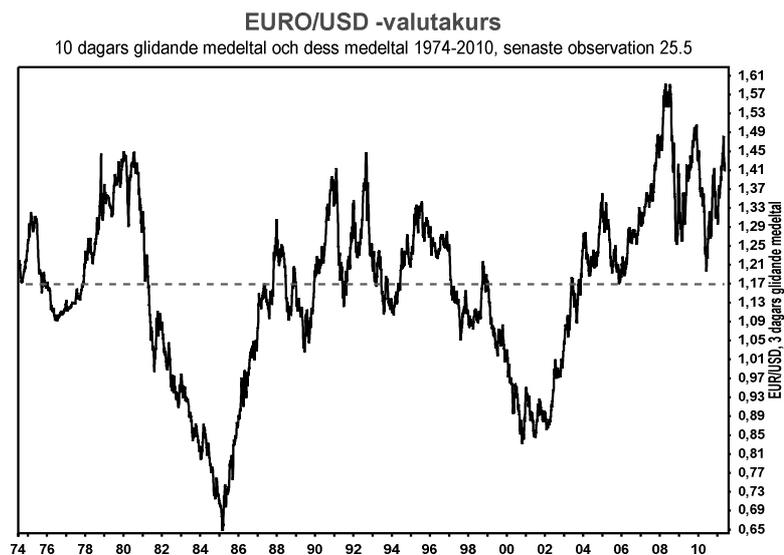
Räntekurvan för euroområdet fortsätter att plana ut klart under de kommande månaderna. Variationen i de långa räntorna i euroområdet följer ränterörelserna i USA men på en lägre nivå. ECB:s okonventionella penningpolitiska åtgärder har påverkat räntekurvan i båda ändorna. De har både sänkt marknadsräntorna och dämpat uppgången i den långa räntan. Den korta ändan har börjat bete sig mera normalt när man så småningom dragit sig ur den okonventionella centralbankspolitiken. Euroområdets räntekurva kommer att bli ännu flatare när styrräntan stiger.

Utvecklingen av de långa räntorna förknippas med mycket osäkerhet. Det sammanlagda budgetunderskottet för de största utvecklade länderna var 10 % av BNP 2009 och 9 % 2010. Underskottet minskar i långsam takt. Den offentliga skulden stiger från drygt 70 % 2008 till 105 % av BNP 2016. IMF räknar med att detta skapar ett 2 procentenheters uppgångstryck på de långa räntorna. OECD i sin tur bedömer att bara normaliseringen av riskpremierna höjer de långa räntorna med 1 ½ procentenhet. När processen kommer att äga rum och huruvida den leder till en stor och allmän uppgång i riskpremierna återstår att se. Det är dock fullt möjligt att de långa räntorna under prognosperioden stiger klart mer än de allmänna förväntningarna.

De för finländarna viktiga (real)räntorna har under eurotiden varit betydligt lägre än de räntor som vi blev vana vid före EMU-medlemskapet. Störningarna på kreditmarknaden höjde marknadsräntorna onormalt 2007–08, men för den delen har situationen normaliserats, och räntenivån är mycket fördelaktig jämfört med den historiska erfarenheten.

I Finland var 3 månaders *real*ränta på 1990-talet i snitt 5 %. För närvarande uppgår 3 månaders *real*ränta till -2 % och 12 månaders till nästan -1 ½ %. Trots att marknadsräntorna kommer att stiga hålls *real*räntorna länge på minus, dvs. på en historiskt sett låg nivå.

Figur 44



Figur 45



Figur 46



# Valutor: ۞۞Massor av frågetecken???

Under finanskrisen har valutakursvariationen varit iögonenfallande stora. Nya tryck kan alstras av att statsskulden och dess finansieringsbehov i de utvecklade länderna blir större än någonsin. Skulden ökar överallt, men vinkelkoefficienten varierar. I Japan är statsskulden 2011 drygt 230 % av BNP, i USA 100%, i Frankrike nästan 90 %, i Tyskland 80 % och i Spanien 65 %.

Kapitalflöden som har med statsskulden att göra är stora och växer hela tiden. Detaljerna i bilden saknar fortfarande form. Matrisen som summerar finansieringsåtgärder i anknytning till återfinansiering av på olika sätt skuldsatta länders skulder som förfaller vid olika tidpunkter kommer att vara mångfasetterad.

Varje världervaluta (USD, euro, yen, yuan) har sina specifika problem som skulle göra det motiverat att undvika dem. Frågetecken utgörs av ekonomisk prestanda i allmänhet och exportindustrins konkurrenskraft och innovationsförmåga i synnerhet. En del frågetecken anknyter till balansen inom den offentliga ekonomin och finansieringen av skuldportföljen. Frågetecken utgörs av ekonomisk-politiska val såväl i USA, euroområdet och Japan som i Kina. Kommer vi att se protektionismens frammarsch under prognosperioden? Utsikten är inte enbart positiv för någon av valutorna. Orsakerna till tvivlet är dock olika. Då man dessutom tar i beaktande spänningar som flertalet växelkurser – inklusive tillväxtländerns viktiga valutor – utsätts för, kan valutarörelserna medföra stora överraskningar under prognosperioden. Volatiliteten kommer helt säkert att fortsätta under prognosperioden.

Valutamarknaden kan stabiliseras först då a) de landvisa skulderna och b) strategierna för att dra åt svängremmen klarnar. Därför är det nu ovanligt svårt att uppskatta trycken på valutakurserna. Man ska dessutom komma ihåg att kortsiktiga valutakursprognoser aldrig kan härledas från kurssyner på längre sikt, utan också enligt nya forskningsrön utgörs den bästa valutakursprognosen på kort sikt av den nuvarande kursen.

## Hur hamnade man här?

Genast efter att euroområdets gemensamma valuta krupit ur sin linda hamnade den i en försvagnings-spiral. Processen var en fortsättning på den 1995 inledda försvagningen av D-marken. Av figur 44 framgår att eurons *nominella* valutakurs försvagades mot dollarn med 30 % från början av 1999 till oktober 2000. Botten nåddes 26.10.2000, då man med en euro

fick under 0,83 dollar. Från november 2000 till juli 2008 var euroförstärkningen mot dollarn stegvis men trendmässig. Under finanskrisen bröts trenden sommaren 2008 och euron började försvagas i snabb takt. Efter det har eurons dollarkurs påmint om en berg-och-dalbana. När detta skrivs är euron 20 % starkare mot dollarn än då den introducerades i januari 1999 och nästan 75 % starkare än i oktober 2000. I dag torde euron vara något övervärderad. Dollarn i sin tur är historiskt svag (figur 45).

Begreppet *real* valutakurs är nyckeln till förståelse av valutornas utveckling på lång sikt. Eurons *reala* effektiva valutakurs beaktar a) förutom dollarn även andra viktiga valutor enligt strukturen för euroområdets utrikeshandel och b) prisutvecklingen i euroområdet i förhållande till konkurrentländerna. Den *reala* valutakursen beskriver konkurrenskraften med rådande marknadskurser. Då räknar man ihop valutakurserna och inflationsskillnaderna mellan olika för euroområdet viktiga länder med vikt på utrikeshandeln. Den *reala* valutakursen förändras då utvecklingen av den nominella valutakursen och inflationsdifferensen inte motsvarar varandra. Den nominella valutakursen i ett land vars inflation är systematiskt snabbare än ett konkurrentlands måste deprecieras systematiskt i förhållande till det andra landets valuta. Annars mister landet med den snabba inflationen sin konkurrenskraft med tiden.

Valutakursforskningen har kommit till två centrala resultat: För det första jämnas köpkraftspariteten *på lång sikt* (5–10 år) ut av de nominella valutakursernas rörelser och/eller inflationen. De *reala* valutakurserna är således i regel stationära dvs. trendlösa. För det andra finns det ingen *allmän* förklaringsmodell för de *kortsiktiga* rörelserna. Även om enskilda perioders valutakursförändringar kan förklaras med hjälp av ekonomiska variabler, försvinner modellernas förklaringskraft eller deras struktur visar sig vara instabil då bedömningsperioden förändras eller modellernas prognosförmåga testas utanför bedömningsperioden. Kortsiktiga förklaringsmodeller lyckas sämre i prognoserna än *random walk*-hypotesen, där sannolikheten för såväl uppgång som nedgång är 50:50. Endast en mycket liten del av valutakursfluktuationerna verkar ha att göra nyheter om räntenivå, medan det enligt de vanligaste teorierna är just räntedifferensen och dess förändringar som borde avspeglas på valutaflöden och därigenom valutakurserna. Under de senaste månaderna har teorin hållit streck, men i regel gör den inte det.

Enligt undersökningar tenderar den reala valutakursen att fluktuera omkring sitt långsiktiga medelvärde. En "för god" konkurrenskraft ökar exporten "för mycket" och stärker den inhemska aktiviteten "för mycket". Överefterfrågan höjer de inhemska priserna. Som en följd av en för god konkurrenskraft stiger inflationen jämfört med konkurrentländerna. Då uppgången i de inhemska priserna åter upp överflödigt konkurrenskraft, återgår den reala valutakursen till sitt balansläge. Om penningpolitiken förhindrar inflationen från att accelerera korrigeras obalansen genom att den nominella valutakursen stärks. Så gick det med euron 2001–03.

Det ovan anförda baserar sig på undersökningar där olika variablers långsiktiga egenskaper studeras i ljuset av den ekonomiska teorin om kointegration och estimationsmetoder som utgår från denna teori. Robert Engle och Clive Cranger som utvecklat teorin delade Nobelpriset i ekonomi 2003.

I oktober 2000 var avvikelserna i eurons reala valutakurs från sitt långsiktiga medelvärde störst på 35 år. Undervärderingen mot "valutakorgen" var över 20 % och mot dollarn ännu större. Som en spegelbild till detta var dollarn starkt övervärderad. Det försvagade amerikanska företags konkurrenskraft. Då bytesbalansunderskottet i USA hade djupnat fortgående började balanserande krafter försvaga dollarn och stärka euron. Balansavvikelserna i de reala valutakurserna försvann 2000–03. Pendeln fortsatte dock sin rörelse och i dag är dollarn (klart) undervärderad och euron (något) övervärderad.

Obalansen i USA:s utrikeshandel började korrigeras 2006. Orsakerna var två: För det första förstärktes efterfrågan från "resten av världen" i förhållande till den amerikanska. För det andra hade dollarns reala valutakurs försvagats avsevärt (figur 44). Från början av 2002 till sommaren 2008 försvagades US-dollar med nästan 35 %. Den sjönk nära sin historiska bottennotering. Trots att dollarn är rekordsvag började underskottet i utrikeshandeln öka genast när USA lämnade recessionen bakom sig.

"Förr i tiden" avspeglade kapitalflöden förändringar i handelsflöden. Man erbjöd sin egen valuta för att betala importvaror och i exporten erbjöd motparten sin valuta. Om handelsflöden blev disproportionerade uppstod det en korrigerande valutakursförändring genom efterfråge- och utbudseffekter på valutan. Valutan i landet med underskott (överskott) deprecierades (apprecierades).

På dagens valutamarknader finns enorma kapitalrörelser som har lös eller obefintlig koppling till

handelsflöden. Då utländska företag skaffar nya brohuvuden i olika länder, köper de existerande företag eller grundar nya verksamhetsställen, och köper valuta för detta ändamål. *Direkta investeringar* förstärker valutan i landet där investeringen görs. Dollarn påverkas i betydande grad av utländska investerares vilja att köpa amerikanska aktier eller statliga skuldebrev, dvs. placera i värdepapper. Valutornas dagliga variation påverkas dessutom av "spekulativa" kapitalrörelser som söker snabba vinster. Våren 2010 inträffade en förbryllande episod på den europeiska ränte- och valutamarknaden, då internationella finansspelare köpte valutaskyddsinstrument i anknytning till den grekiska statskulden utan att ha någon affärsverksamhet att skydda. När en störning väl skapats såldes skyddsinstrumenten på vinst.

Betalningsflöden i anslutning till handelsflöden svänger inte över en natt och direkta investeringar avspeglar främst strategiska långsiktiga lösningar. Flöden i anknytning till värdepappersinvesteringar kan däremot vända snabbt. Direkta investeringar och värdepappersinvesteringar har dominerat kapitalflödena under de senaste åren.

Efter mitten av 1990-talet har det utländska innehavet vuxit snabbt på den amerikanska värdepappersmarknaden som i allt större utsträckning är beroende av extern finansiering. Då de asiatiska centralbankerna stött dollarns värde i förhållande till asiatiska valutor, har euron varit den viktigaste motparten till dollarförsvagningen. Utan de asiatiska placeringsflödena hade trycket på dollarförsvagningen och uppgången i de långa räntorna varit större.

I juli 2005 fränkopplade Kina sin valuta från dollarn. Yuanen revalverades med 2,1 % och en valutakorg togs i bruk. Yuanens dollarkurs stärktes med 21 % från sommaren 2005 till sommaren 2008. När finanskrisen eskalerade stoppades trenden abrupt (figur 46). I juni 2010 började stärkningen på nytt. Den har dock varit så långsam att man i USA igen talar om motaktioner. I skrivande stund är yuanens nominella kurs ca 5 % starkare mot dollarn än för ett år sedan. Vid sidan av det att den *nominella* kursen har stärkts stärks yuanens *reala* kurs av det att inflationen i Kina är klart snabbare än i USA.

Av den kinesiska valutareserven uppskattas 70 % vara i dollar, 20 % i euro och 10 % i andra valutor. Dollarvikten kommer förmodligen att minska genom att en större del av handelsbalansöverskottet placeras i euro. Också flera andra centralbanker håller på att minska dollarvikten i sin valutareserv. De nationella valutareserverna är inte längre så mycket instrument för finansiering av utrikeshandel som verktyg för

(statsstyrd) investeringspolitik. Minskad efterfrågan på skuldpaper i dollar skulle försvaga dollarn.

Historien har sett även överdrivna kursrörelser hos världsvalutorna: en undervärdering efterföljs av en övervärdering och vice versa. Vid ingången av 2008 var undervärderingen av dollarn i historiskt perspektiv på den nivå där en långsiktig valutakursrisk blir ensidig – i riktning mot en stärkning av dollarn. Utvecklingen enligt detta scenario var snabb i början men avbröts redan hösten 2008 av finanskrisen.

När detta skrivs är dollarn historiskt svag. Det vore naturligt att vänta på att en balanskorrigering process sätter i gång. När man ser på den ändlösa skuldsättningen i den amerikanska ekonomin känns scenariot med stärkande dollar dock osannolik. På något sätt kommer den nuvarande balansavvikelsen dock att korrigeras inom 5–10 år. Kommer det att ske via stärkt nominell kurs eller genom en inflation som är snabbare än hos konkurrenterna? Antagligen kommer vi att se båda.

Kursfluktuationen mellan euron och yuanen har varit en ännu häftigare berg-och-dalbana. Då euron stärktes mer mot dollarn 2005–08 än yuanen, förbättrades kinesiska produkters konkurrenskraft i euroländerna häftigt, och sommaren 2007 blev Kinas export större till EU än till USA.

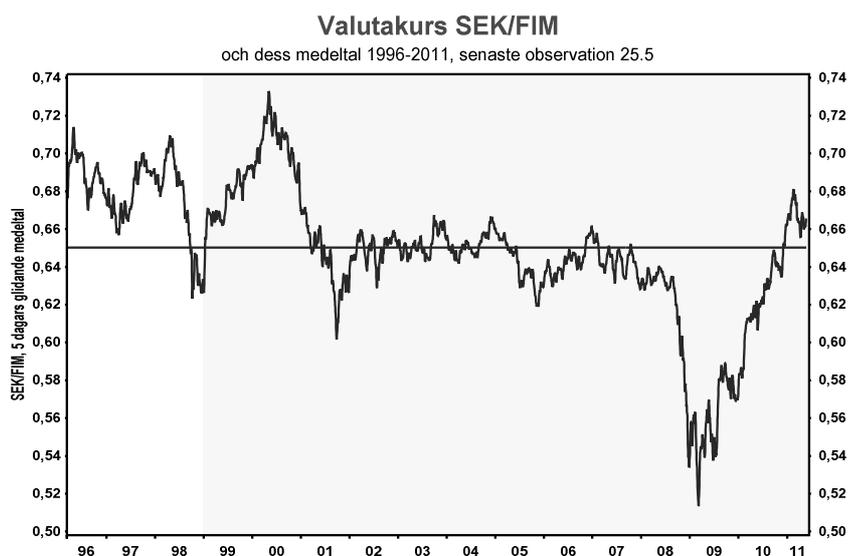
Snart vände det om, och samtidigt som dollarn stärktes mot euron 2008 stannade yuanförstärkningen

mot dollarn upp. Yuanens försvagning mot euron 2005–08 smalt bort under några månader efter våren 2008. Våren 2009 började yuanen igen försvagas snabbt, men i slutet av året vände det om igen. I skrivande stund är yuanen 2–3 % starkare (!) mot euron än hösten 2005.

Den japanska yenen i sin tur stärktes hösten 2008 snabbt mot dollarn och ännu mera mot euron. En stor del av stärkningen försvann under början av 2009 men en ny stärkning sågs 2010. Den ledde till den japanska regeringens överraskande valutaintervention förra september. Avsikten var att försvaga yenen. Trots att yeners nominella kurs hade stärkts har dess *reala* kurs inte varit eller är speciellt stark. Stärkningen av den *nominella* kursen har nämligen följt den kontinuerligt sjunkande prisnivån i Japan. Japans intervention förblev en enstaka händelse. Det är ingen överraskning eftersom erfarenheterna pekar på att en enskild regering har en begränsad möjlighet att varaktigt påverka en valutas externa värde.

Många ser dagens starka euro och svaga dollar som någonting exceptionellt. I skrivande stund motsvarar dollarkursen en kurs på 4,2 finska mark. Den är cirka 15 % svagare än den finska markens genomsnittliga långsiktiga dollarkurs på 5 mark. Som billigast kostade en dollar 3,6 mark i början av både 80- och 90-talet. Vi var nära de historiskt svaga kurserna sommaren 2008.

Figur 47



# Finland: Uppgången fortsätter men svackan är djup!

Efter 1990-talets depression var den ekonomiska tillväxten i Finland under drygt tio år klart snabbare än den allmän-europeiska. Detta skapade över 200 000 nya arbetsplatser från sommaren 2004 till våren 2008. När finanskrisen slog till och världshandeln rasade svängde produktionen och sysselsättningen i en snabb nedgång. År 2009 krympte BNP i Finland med 8,0 % dvs. mera än någonsin sedan inbördeskriget 1918. Antalet sysselsatta minskade från krisbörjan våren 2008 till våren 2010 dock med "bara" 3 ½ %, och fallet var mycket mindre än vad man kunde ha väntat sig på basis av produktionssiffrorna.

Hösten 2008 efter *Lehman Brothers* konkurs erfors ett globalt tvärstopp, *Great Panic*. Världshandeln rasade. Under finanskrisen stramades finansieringen åt i allmänhet och finansieringen av utrikeshandeln i synnerhet. I Finland krympte exporten mera än i de flesta euroländerna (figur 35). En orsak var att vår omfattande export till Ryssland föll mera än den övriga exporten. En annan var vår försvagade konkurrenskraft som accentuerades av övervärderingen av euron. En tredje orsak var strukturkrisen inom skogsindustrin. Som fjärde kom det gigantiska fallet i exporten och produktionen av mobiltelefoner; exporten av el- och elektronikprodukter krympte med 39 % 2008.

Världshandeln började återhämta sig våren 2009 medan vändningen i vår export kom först ett år senare (figur 49). Också efter det har uppgången varit dämpad. Delvis förklaras detta av strukturen i vår export. Lika stor betydelse har dock de ovan angivna orsakerna som fördjupade svackan också under finanskrisen.

Vi har förlorat positioner både i förhållande till utvecklingen av världshandeln och i förhållande till exempelvis importen från Ryssland. Tysklands och hela euroområdet export har redan överskridit nivån före krisen. Vi har bara kommit halvvägs. Återhämtningen av vår export har varit långsammare än t.ex. Frankrikes och Italiens. För en exportdriven ekonomi är detta en allvarlig larmsignal.

I och med att den internationella stimulansen är förbi har världshandeln redan sett den häftigaste tillväxtfasen. Accelereringen av den internationella efterfrågan kommer inte att hjälpa, speciellt då våra exportmöjligheter ansträngs av den försämrade konkurrenskraften på grund av att enhetsarbetskostnaderna ökat snabbare hos oss än i våra konkurrentländer (figur 53).

## Hur hamnade man här?

Då Finland införde eurosyste-met 1999 var vår priskonkurrenskraft vägt med exportkorgen över 30 %

bättre än på 1980-talet i snitt. Euroförsvagningen 1999–2000 förbättrade konkurrenskraften ytterligare jämfört med länder utanför euroområdet. Hösten 2000 inleddes en mångårig euroförstärkning och snart började också våra arbetskostnader stiga snabbare än hos konkurrenterna (figur 52). I förhållande till Tyskland har vår priskonkurrenskraft minskat med 15 % sedan 2000. Det försvårar vår position både på den inhemska och på den tyska marknaden men även på tredje marknader (Kina, Ryssland) där vi konkurrerar med tyska företag.

"Nokiasektorn" lyfte exportens BNP-andel från 20 % i början av 90-talet till över 50 % 2007–08. Under finanskrisen minskade vår export och industriproduktion rejält. Våren 2009 var exportens andel av BNP bara 35 %. I och med att exporten går trögt har uppgången i industriproduktionen blivit matt (figur 49). Bostadsbyggnationen, där fallet 2009 var brant, växte däremot med en årstakt på 45 % i slutet av 2010.

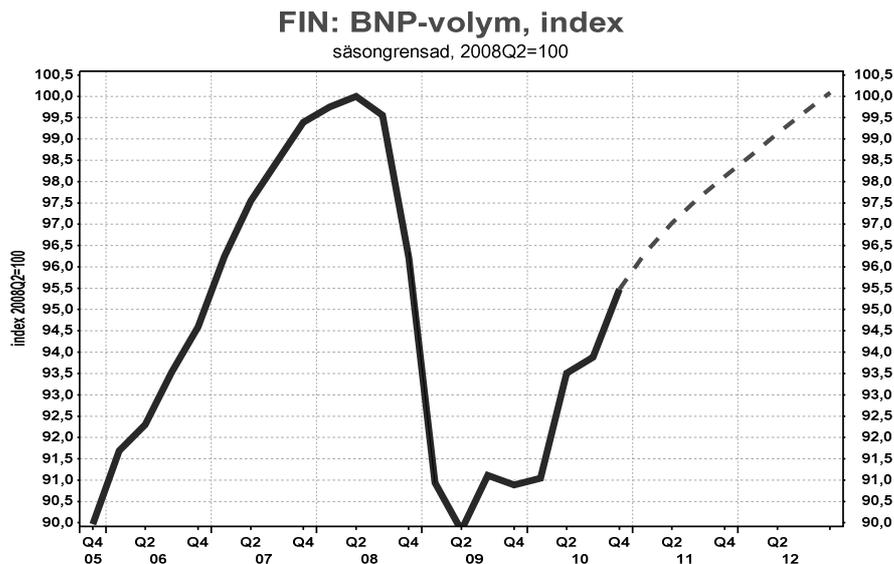
Utvecklingen av vår disponibla nationalinkomst belastas av den kroniska försvagningen av bytesrelationen i utrikeshandeln (= exportpriser/importpriser), som beror på strukturen i vår utrikeshandel.

Vår export till Ryssland ökade med fart under de första åren på 2000-talet. Efter det har vår export varit klart svagare än ökningen i den ryska totalimporten. Vår marknadsandel minskade då den ryska efterfrågan gällde produkter som inte tillverkas hos oss. Under senare hälften av 2008 halverades Finlands export till Ryssland. När den ryska importen började växa våren 2009 syntes det genast i den tyska exporten till Ryssland. Finlands export till Ryssland har fortfarande inte kommit upp.

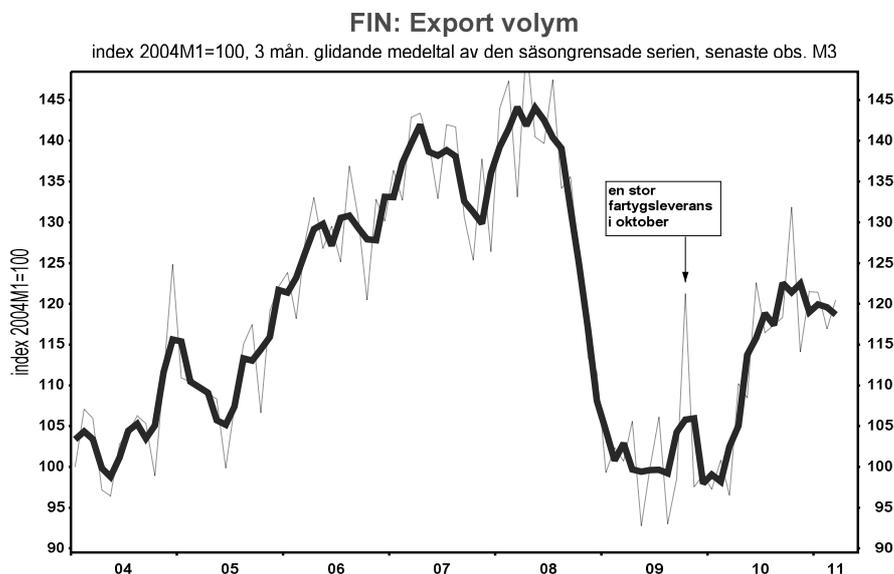
I takt med stigande oljepriser har Ryssland kommit upp i en kraftig tillväxt. Samtidigt håller de för finländarna bekanta St: Petersburg och Moskva på att återgå till en tillväxt över medeltillväxten. Det vore viktigt för vår industri att upprätthålla våra marknadsandelar och även erövra nya. Om och när den ryska ekonomiska tillväxten börjar betona investeringar, som breddandet av produktionsstrukturerna skulle förutsätta, torde framgångsmöjligheterna för vår export förbättras.

I januari–februari 2011 gick 7,6 % av den finska exporten till Ryssland, 10,7 % till Tyskland och 11,6 % till Sverige. Exportens värde förändrades med +33%, +20 % respektive +32 %. Vår export till Kina växte med +45%. Av importen kom 18,0 % från Ryssland, 13,1 % från Tyskland, 10,3 % från Sverige och 7,1 % från Kina.

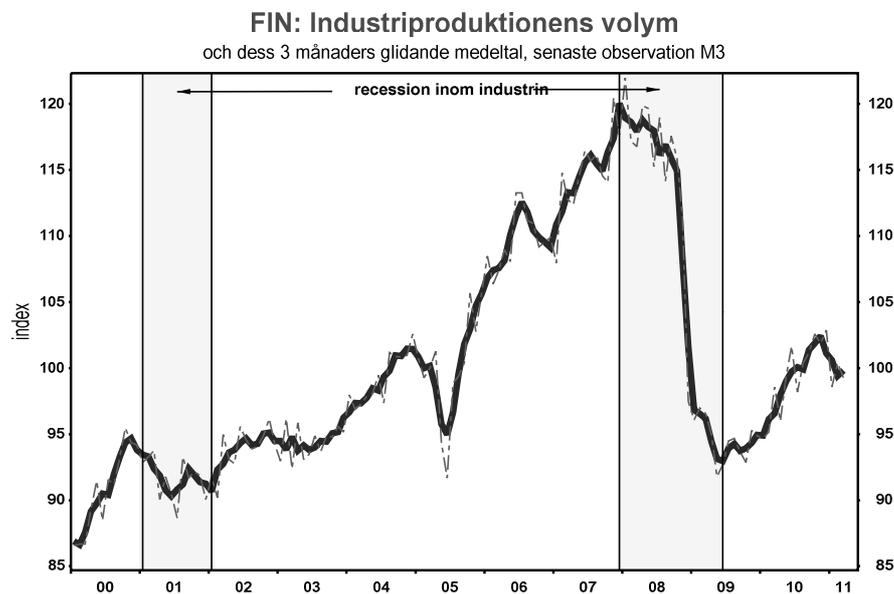
Figur 48



Figur 49



Figur 50



## Priser, löner och konsumtion

År 2008 steg inflationen i Finland till 4,0 % på grund av dyrare bränsle- och livsmedelspriser. Redan hösten samma år rasade emellertid råvarupriserna och inflationen mattades av i snabb takt. I november 2009 var inflationen enligt det nationella indexet -1,0 % men enligt euroområdet harmoniserade index +1,3 %. Enligt det harmoniserade räknesättet var den finska inflationen 2,3 procentenheter (!) högre än enligt det nationella indexet. Skillnaden var väldig.

Den internationella inflationsjämförelsen fördunklas av att inflationen i vårt nationella konsumentprisindex påverkas av förändringar i räntor och bostadspriser. Eurorådets harmoniserade konsumentprisindex reagerar inte på dessa. För närvarande är skillnaden mellan indexen obetydlig. Uppgången i bolåneräntorna ökar skillnaden. Detsamma skulle gälla nedgången i bostadspriserna – om än i annan riktning.

Enligt det nationella indexet var inflationen i Finland 0,0 % 2009 och 1,2 % 2010. På årsnivå kommer den att vara 3,3 % 2011 och mattas av till 2,6 % 2012.

Lönerna steg i Finland 1999–2007 med en procentenhet per år mer än i euroländerna i snitt. År 2008 steg inkomstnivån hos oss med 5,5 % eller drygt 2 procentenheter över euromedeltalet. År 2009 steg lönerna i Finland med 3,9 % eller en procentenhet över euromedeltalet. År 2010 steg lönerna i Finland med 2,5 %, medan motsvarande förändring i euroområdet var 1,4 %. Den snabbare produktivitetsuppgången har neutraliserat effekten av den kumulativa lönedifferensen när man jämför med hela euroområdet. I förhållande till Tyskland ser situationen dramatiskt sämre ut. Av strukturella orsaker håller produktivitetsökningen dessutom på att mattas av permanent i Finland. Det är därför önsketänkande att produktiviteten skulle råda bot på konkurrenskraftsproblemet.

Trots att hushållens köpkraft ökade klart 2006–07 sjönk sparkvoten under noll. År 2008 minskade minustalet och 2009 vände osäkerheten sparkvoten till +4 %. En liten uppgång till sågs 2010. Osäkerheten i hushållens sparbeteende är en av de centrala osäkerhetsfaktorerna som påverkar den inhemska efterfrågan.

År 2010 steg lönerna med 2,5 %. När den långsamma inflationen och de låga räntorna stödde köpkraften tog konsumtionen som börjat återhämta sig 2009 fart 2010. På årsnivå ökade den privata konsumtionen med 2,6 %. I år sjunker reallönerna som en följd av ökad prisinflation. Låneränteuppgångens effekt på tillväxten

förstärks av att hushållens skulder överstiger deras disponibla årsinkomster med hela 20 % i slutet av prognosperioden. Tillväxten i den privata konsumtionen kommer därför att sakta av till 2,4 % 2011 och till 2,0 % 2012.

Recessionen tog slut på hösten 2009, varefter återhämtningen började först med försiktiga och från våren 2010 med större steg. BNP ökade med 3,1 % 2010. År 2011 når tillväxten 3,8 %. Under första hälften av nästa år stabiliseras BNP-tillväxttakten till sin långsiktiga trendnivå på litet över 2 %. BNP kommer att växa med 2,4 % 2012 och nå sin toppnivå från våren 2008 i slutet av prognosperioden (figur 48).

## Löneavtal och skattekil

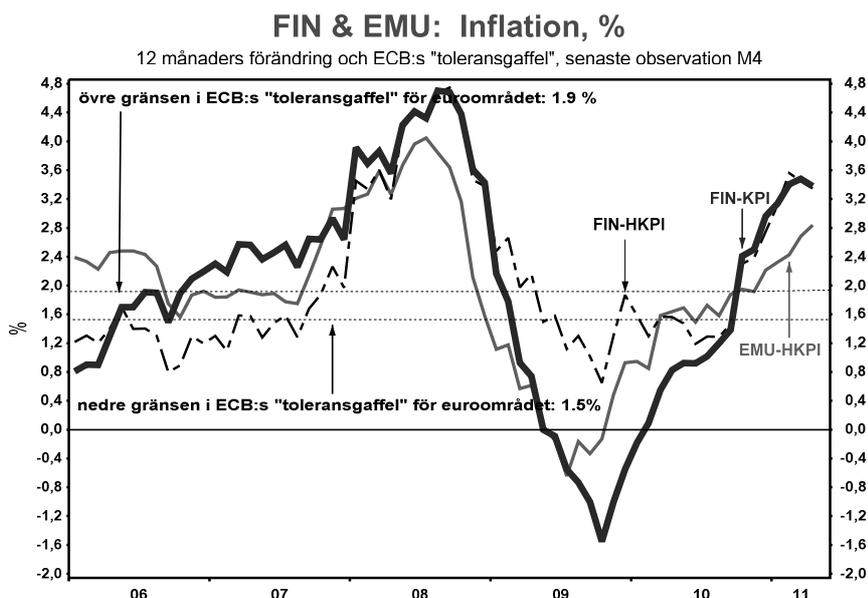
Enligt det finska jämställdhetstänkandet vill man höja alla arbetstagargruppers löner med samma procenthöjning. Branscher med låg produktivitetstillväxt har i regel fått samma löneökningar som branscher med hög produktivitetstillväxt. I "solidaritetsens" namn har de lågavlönade vissa år t.o.m. fått de största höjningarna. Då har man "glömt bort" att arbetsplatserna minskar när lönerna överskrider produktiviteten. Denna risk är störst i serviceföretag med låg produktivitet.

En annan bortglömd följd av den "solidariska" lönepolitiken är att medellöntagarens köpkraft minskar då tjänsternas relativa pris stiger. Då minskar efterfrågan på tjänster. När BNP-tillväxten mattas av minskar total-sysselsättningen. Sysselsättningen lider av överstora löneökningar både i servicebranschen och utanför den.

I rimlighetens namn måste det medges att "köpsläendet" mellan löner och sysselsättning under löneförhandlingarna handlar om spegelfakteri. När det gäller kollektivavtal fattas löneförhøjningsbeslut som berör tusentals människor kring ett bord, medan anställningsbeslut som berör tusen människor tas kring tusen bord på tusen olika grunder. Inom ekonomin i det stora hela råder det en omvänd korrelation mellan löner och sysselsättning. Forskningsresultat om detta är obestridliga och förringas inte av att det därtill finns många andra faktorer som påverkar sysselsättningsbeslut i enskilda företag och som drabbar enskilda människor: ekonomisk tillväxt, tillgång på arbetskraft, beskattning av arbete, anställningstrygghet osv.

Det är inte lätt för fackledarna att sälja ett återhållsamt avtal till sina medlemmar då det inte finns numeriska garantier för att det skulle påverka sysselsättningen positivt. I och med att fackföreningarna främst representerar dem som har arbetsplats och får lön, kommer arbetslösa "outsiders" röst kanske inte länge att höras när sysselsatta "insiders" intressen bevakas.

Figur 51



Efter depressionen i början av 90-talet förringade den ekonomisk-politiska ledningen arbetsmarknadsstrukturernas (inkl. skattekil) roll som bakgrundsfaktor till arbetslöshet. Då man sköt upp nedbantningen av skattekilens minskade skattelättnadernas effekt på arbetslösheten. Konjunkturarbetslösheten övergick i strukturell arbetslöshet då de arbetslösa yrkesskicklighet och motivation rasade. Att binda sig vid en hög skattekil var den ekonomiska politikens största misstag åren efter depressionen på 90-talet.

Skattekilens visar hur stor del av de reala arbetskostnader som arbetsgivaren betalat har gått till skatter då löntagaren konsumerat sin lön. Trots att skattekilens i Finland krympt under tio år är den fortfarande hög i internationell jämförelse och minskar således sysselsättningen.

"En del av skattelättnaderna kan finansieras med hjälp av ökade skatteinkomster på grund av stigande sysselsättning. På längre sikt utgörs det viktigaste finansieringssättet av begränsning av utgifterna i den offentliga sektorn och vid behov utgiftsbesparingar", stod det i Ekonomiutskottets rapport 2002. Å andra sidan beror "skattesänkningarnas positiva sysselsättningseffekter till stor del på i vilken utsträckning skattesänkningarna beaktas då löneökningar dimensioneras. Ju återhållsammare lönekrav, desto större positiva sysselsättningseffekter kan åstadkommas med skattesänkningar". Den första regering som synkroniserade skattelättnaderna och löneförhandlingarna var Vanhanens första regering under avtalsperioden 2005–07.

Sixten Korkman ifrågasatte i sin pamflett *Har INPO någon framtid?* (EVA, 2007) mantran om "återhållsam-

heten" i löneökningar på 2000-talet. Höjningarna har regelmässigt överskridit löneutrymmet. Resultatet som syns i figur 52 har försvagat sysselsättningen, utrikes-handels konkurrenskraft och den offentliga ekonomin.

Arbetslösheten har i Finland främst drabbat lågavlönade, utbildade arbetare med låg produktivitet. Ekonomiutskottets utredning rekommenderade 2004 en betydande sänkning av arbetsgivaravgifter som riktas mot lågavlönade. Enligt utredningen behöver Finland större löneskillnader för att högavlönade ska ha råd att köpa tjänster som produceras av de lågavlönade. Det skulle öka sysselsättningen. Också Finlands Bank har rekommenderat sänkning av arbetsgivaravgiften, eftersom det ökar sysselsättningen snabbt. Detta är en viktig synpunkt även i den finländska debatten om skattereformer.

### Ekonomisk tillväxt och arbetslöshet

Före depressionen i början av 1990-talet hade Finland praktiskt taget full sysselsättning. Depressionen lämnade oss med en massarbetslöshet. Arbetslösheten sjönk snabbt då ekonomin återhämtade sig, men den ekonomiska tillväxten bet inte på dess hårda kärna. Detta ska vi nu ta lärdom av när ungdomsarbetslösheten ökat kraftigt.

Merparten av arbetslösheten i början av 2000-talet var strukturell. Sneda incitamentsystem medverkade till att konjunkturarbetslösheten övergick i strukturell arbetslöshet. Det konstaterades i många rapporter (sysselsättningsarbetsgrupp 2003, globaliseringsrapporter 2004 och 2006) att arbetsmarknadsmekanismerna behöver förnyas, men framfarten har varit mycket försiktig.

Många ekonomer argumenterade redan i mitten av 1990-talet att en låg arbetslöshet förutsätter en omstrukturering av arbetsmarknaden. *Strukturpolitik* och *flexibilitet på arbetsmarknaden* började dock användas som fula ord. När det inte fanns politiskt mod att ta itu med reformer stannade nedgången i arbetslösheten upp från sommaren 2000 till sommaren 2004 (figur 55). När flexibiliteten äntligen kom i gång och skattekillen minskade började servicesektorn växa och sysselsättningen ökade i snabb takt. Från sommaren 2004 till våren 2008 ökade arbetsplatserna med över 200 000 och arbetslöshetsgraden sjönk med 3 procentenheter. Mest ökade arbetsplatserna inom privata tjänster, men också de offentliga tjänsterna och byggverksamheten sysselsatte allt fler. Inom industrin var sysselsättningen oförändrad trots att nyheterna om uppsägningar gav en bild av att antalet industriarbetsplatser rasar.

Arbetslösheten utvecklades gynnsamt förutom i Finland även i nästan alla utvecklade länder ända till finanskrisen. Globaliseringen hindrade således inte den goda sysselsättningsutvecklingen i de utvecklade länderna. Finanskrisen vände arbetslösheten uppåt runt om i världen. När krisen började avta vände arbetslösheten nedåt. Finland var inget undantag då heller.

Bara med en hög sysselsättning kan vi skapa tillräckligt mervärde för att trygga välfärdstjänsternas framtid. Det åldrande Finland med sin minskande arbetskraft behöver bättre produktivitet för att den allt glesare skaran sysselsatta skattebetalare ska kunna försörja den allt större passiva befolkningen. Befolkningen i arbetsför ålder började minska 2010. För att besätta arbetsplatser som blir lediga efter de äldre och för att ta hand om de äldre behöver vi arbetskraft från utlandet, dvs. ökad invandring.

Våren 2008 var arbetslöshetsgraden i Finland 6 % och bristen på yrkesskicklig arbetskraft utgjorde ett hinder för produktionsökningen. Företag behövde medarbetare med lämplig utbildning och erfarenhet på orter där sådana arbetstagare inte fanns. I tillväxtcentra förvärrades problemet av att bostadspriserna steg snabbt. Det är omöjligt att flytta efter arbetet om skillnaden mellan bostadspriserna på olika orter är för stor. När ekonomin förstärks och pensionsavgången fortgår återkommer problemet på agendan. I och med att strukturerna för ekonomin och företagsverksamheten skiljer sig från tiden före krisen skapas nya arbetsplatser inte nödvändigtvis just där som de gamla försvunnit. Förutom *invandring* behövs uppenbart även *migration* inom landet.

Arbetslösheten är det främsta sociala problemet och den största orsaken till marginalisering. Därför är det så viktigt att begränsa ungdoms- och långtidsarbetslösheten. Det var oerhört viktigt att man under 2009–10 lyckades

begränsa antalet konkurser hos livsdugliga företag och sådana uppsägningar som berodde på övergående störningar på finansmarknaden.

Arbetslöshet är slöseri med nationens resurser. Den förorsakar utgifter som anstränger finansieringen av välfärdstjänster. En nedbantning av skattekillen som riktar sig på arbete och utgivande av arbete har varit en central del av 2000-talets sysselsättningsstödjande strukturpolitik. Det skulle vara vettigt att fortsätta på samma linje, men arbetet för hållbarheten i den offentliga sektorn verkar stå i vägen för det. Skattehöjningar kan knappast undvikas, men med tanke på sysselsättningen vore det önskvärt att de inte riktade sig på utförande och utgivande av arbete.

Ökad statskund äventyrar välfärdstjänsterna och det sociala skyddsnetet, men det säkraste sättet att ta kål på välfärdssamhället skulle vara att införa fel typs skattehöjningar. Sysselsättningen borde förstärkas genom ett omfattande omstruktureringsprogram där programmets olika delar stöder varandra. Ett mycket dåligt utfall med tanke på nationen vore att skattehöjningarna skyddade en fortsatt ineffektivitet inom den offentliga tjänsteproduktionen.

Vad är det bästa sättet att avbryta skuldspiralen? Det frågar *Bart Van Ark* och *Stephen Sexauer* i sin undersökning *Productivity and Growth versus Debt-to-GDP* som *Conference Board* publicerade i december. Enligt undersökningen är det relativt enkelt att kontrollera skuldproblem när vissa parametrar är på sin plats och de ges tid att påverka.

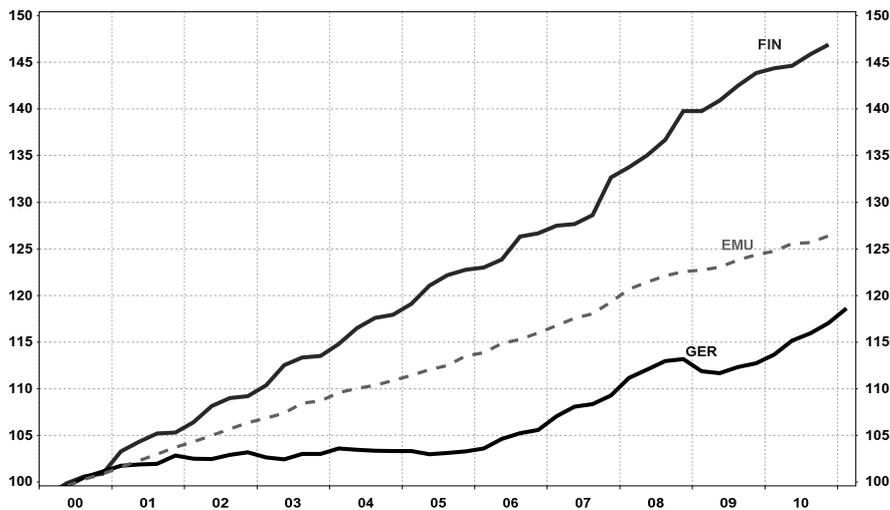
I *Van Arks* och *Sexauers* grundmodell ökar de offentliga utgifterna *per capita* lika mycket som den allmänna inflationen (~ BNP-deflator), vilket innebär att ingen enskild medborgares ställning försvagas. När produktiviteten (= BNP per capita) förbättras, ökar den *nominella* BNP:n snabbare än de *per capita* standardiserade *reella* offentliga utgifterna. Skillnaden motsvarar produktivitetstillväxten. Produktivitetstillväxten börjar sänka underskottets BNP-andel, och under några år kumuleras effekten märkbart.

De omstruktureringar som förbättrar produktivitetstillväxten påskyndar nedgången i skuldförhållandet varvid balanseringen av statsekonomin inte förutsätter skattehöjningar. Om skattesatserna blir oförändrade ökar skatteintäkterna i samma takt som den nominella BNP:n. Ökningen är lika stor som de offentliga utgifterna plus produktivitetstillväxt, och underskottet minskar. Om beskattningen stramas åt så att produktivitetstillväxten dämpas blir balanseringen långsammare. Om offentliga *reella* utgifter *per capita* minskar försnabbas balanseringen under den förutsättningen att produktivitetstillväxten inte mattas av eller att avmattningen inte är stor. Enligt denna modell har utgiftsnedskärningar, som ökar produktiviteten, en mera hållbar

Figur 52

**FIN, GER & EMU: Arbetskostnader**

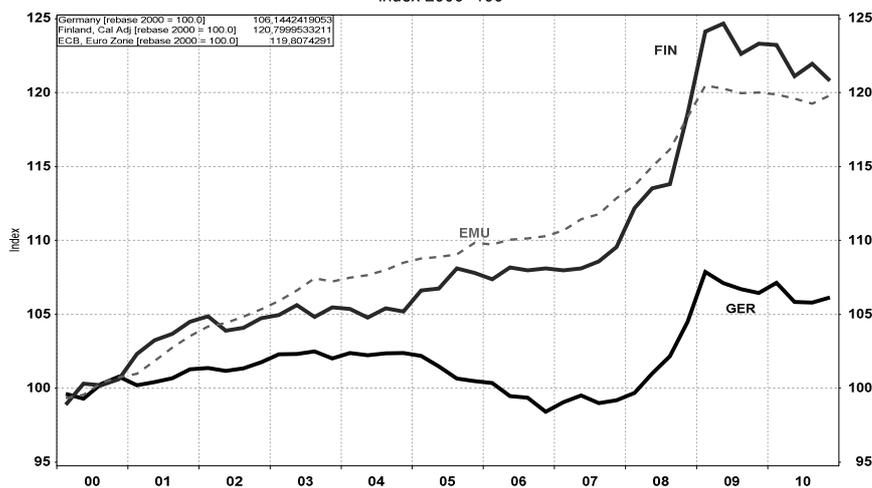
index 2000=100



Figur 53

**FIN, GER & EMU: Enhetsarbetskostnader**

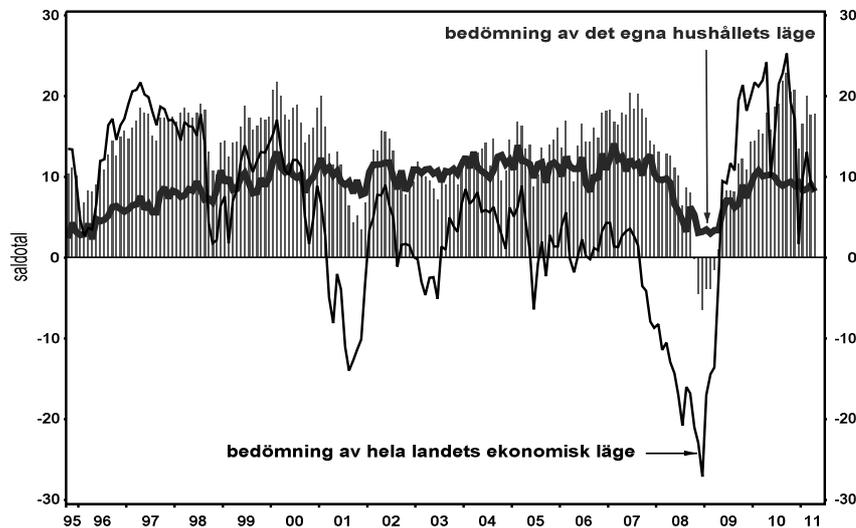
index 2000=100



Figur 54

**FIN: Konsumenternas förtroende**

för nästa 12 månader, senaste observation M4



effekt på underskottet än en höjning av skatter som i regel mattar av tillväxten.

En förutsättning för framgång är 1) att man gör upp ett mångårigt balanseringsprogram och 2) ser till att det blir trovärdigt. Just på grund av trovärdigheten ska de första stegen vara nära och genomföras samvetsgrant. Så här undviks en situation där man tvingas till paniklösningar som försvagar medborgarnas levnadsvillkor onödigt.

Det stora glädjeämnet under den nu passerade recessionen var utvecklingen på arbetsmarknaden. Arbetslösheten ökade mycket mindre än vad man kunde ha väntat sig på basis av produktionssiffrorna. Förklaringen är antagligen den att små och medelstora företag drog sig för att säga upp personal eftersom de uppenbarligen förstod att krisen var övergående. Nu är det viktigt att inte ge sådana ekonomisk-politiska signaler som skulle försvaga de små och medelstora företagens framtidstro. Många företags produktivitet föll kraftigt under recessionen. I och med att man korrigerar detta blir tillväxtens sysselsättande effekt mindre än vanligt.

### **Spridda tankar kring stimulans**

Det har varit egendomligt att följa med hur många politiker och medier främst tycks se stimulansen som en offentlig utgift som ökar skulden. I en ekonoms ögon var stimulansen en investering i framtidens låneskötsselförmåga.

Företagen investerar i sin ekonomiska framtid, och ingen ifrågasätter det, trots att det kostar. Det är upp till företagsledningen att bedöma vilken investering som är lönsam för företaget och dess ägare. Situationen är inte så olik den då regeringen med fullmakt från väljarna använder skattebetalarnas pengar för ändamål som är kloka eller mindre kloka med tanke på hela nationen. Till den del som stimulansen innebar tidigareläggning av projekt var risken för onödiga projekt liten. Stimulansen avtog av sig själv då projekten blev klara.

Det värsta med tanke på nationens långsiktiga återbetalningsförmåga är att livsdugliga företag går under på grund av tillfälliga finansieringsproblem. När det gäller den offentliga ekonomin hade det värsta alternativet varit att arbetslösheten ökat kraftigt, eftersom konjunktur-arbetslöshet övergår i strukturell arbetslöshet överraskande snabbt. Detta hot kunde undvikas.

Underlig var också den bedömning att vi skulle vara vapenlösa inför en recession som kom utifrån. I själva verket hade vi tack vare den bättre balanserade och mindre skuldsatta statsekonomi haft t.o.m. större

utrymme för inhemsk stimulans än de flesta andra europeiska länderna.

Fokus i den ekonomisk-politiska debatten vändes alldeles för snabbt till att avveckla stimulansen och till skuldsättningen. Då beskattningen lättades våren 2009, förkunnade politikerna redan i maj-juni 2009 att snart börjar åtstramningen. Skattelättnadernas effekt minskades av att man började tävla om vem som stramar åt mest och snabbast. Var detta en delorsak till att sparkvoten steg så kraftigt? Om och när pratet minskade effekten av stimulanspengarna minskade också stimulansinvesteringens avkastning.

Nu är det dags att avveckla stimulansen. För att hantera hållbarhetsunderskottet behövs ett trovärdigt och långsiktigt balanseringsprogram som håller finansieringen av statsskulden i styr. Men risken med ett tjuvkalligt och stelt konsolideringsprogram är dess effekt på den ekonomiska tillväxten. Om tillväxten dödas blir det omöjligt att stabilisera statsekonomi. "Politiken är möjligheternas konst", har det sagts. Det träffar ovanligt rätt på situationen i dag.

Regeringen måste ha ödmjukhet och beredskap att kontinuerligt bedöma hur återhämtningen framskrider och hur åtstramningen ska tajmas. För att citera ett kinesiskt ordspråk ska man ta sig över floden sten för sten. Eliten måste acceptera att man nog kan spå framtiden men aldrig känna till den. Därför måste den ekonomiska politiken vara flexibel då fakta så kräver. Åren 2008–09 var den globala ekonomiska politiken flexiblar än någonsin. Tack vare det lyckades man undvika en upprepning av depressionen på 30-talet. Hos oss tycks inflexibilitet vara en högre dygd.

Världsekonomi krympte 2009 och företagen drabbades på alla kontinenter. Kollapsen i världshandeln var en överdrift men korrigeringen av den har framskridit med fart. De företag som klarat sig med minsta skador till den nya startlinjen fick möjligheten att öka sina marknadsandelar betydligt. Tyvärr har arbetskostnaderna hos oss stigit mera än i konkurrentländerna, och det försvagar konkurrenskraften i många företag (figur 52–53).

### **Återhämtning fortsätter**

Återhämtningen i världshandeln har gått vidare och företagets förväntningar har stärkts. Det har återspeglats också på vår export – om än nästan ett år efter vändningen i världshandeln. Med tanke på framtiden är de viktigaste positiva bidragen till tillväxten 1) att arbetslösheten steg mycket mindre än väntat och 2) att

konsumenternas förtroende för sin ekonomi har förblivit starkt (figur 54). Efter depressionen på 1990-talet dröjdes starten i konsumtionen på grund av "depressionens långa skugga", men i dag känner konsumenterna inte av en motsvarande skugga.

Finlands ekonomi växer. Den grymma sanningen är dock att BNP når nivån för våren 2008 först mot slutet av 2012. Figur 48 visar den aktivitetsnivå som utgör grunden för den finska statens och de finska kommunernas skatteinkomster. Hållbarheten i den offentliga ekonomin har redan länge varit ett problem.

Efter krisen är strukturen i den globala totalefterfrågan olik den före krisen. Därför kommer även utbudet att ha en annorlunda struktur. En del av produktionskapaciteten som byggts före krisen har alltså blivit irrelevant, och en del av kapitalstocken åldras snabbare än vanligt. Därför ligger investeringarna närmare i tiden än bakåtblickande mallar ger vid handen.

Såväl inom företagen som inom den statliga ekonomin ska blicken riktas flera år framåt. Det är lika svårt för politikerna i den kontinuerliga valrulljansen som för företagsledarna i kvartalkapitalismens ekorrhjul.

### Bostadspriserna i stöpsleven

Bostadspriserna steg med 100 % från början av 1997 till våren 2008 (figur 57). Under samma tid ökade byggkostnaderna med 40 % och den allmänna inflationen med 22 %. Hushållens disponibla inkomst ökade med 70 %. I relation till både inkomsterna, byggkostnaderna och den allmänna prisutvecklingen blev bostäderna överdrivet dyra. Både migrationen inom landet och invandringen begränsas av huvudstadsregionens dyra bostäder. Medelpriset på bostäder i huvudstadsregionen är två gånger högre än medeltalet för resten av landet.

När räntorna på nya bolån vände uppåt började bostadsprisuppgången sakta av våren 2005. Från våren 2008 till början av 2009 sjönk priserna i hela landet med 7 % och i huvudstadsregionen med 9 %. Bolånestocken ökade i början av 2006 med 18 % men i juli 2009 var tillväxten 6 % från året innan. Trots att bostadshandeln dämpades också i Finland var förändringen mindre än i euroområdet i snitt.

ECB började sänka styrräntan snabbt efter hösten 2008 och bostadsinvesteringarna aktiverades med det samma. Detta satte fart på prisuppgången, och under recessionsåret (!) 2009 steg bostadspriserna i hela landet med 9 % och i huvudstadsregionen med 12 ½ %. Redan i slutet av 2009 var priserna högre än topsiffran före finanskrisen och de har stigit

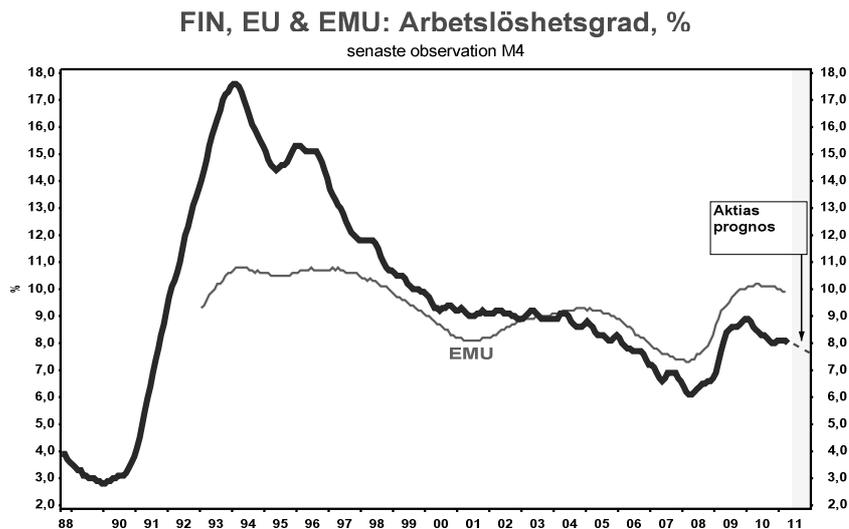
med ytterligare 6 ½ % (figur 29, s. 31). Rekordlåga räntor och den kraftigt minskade nybyggnationen agerade tändvätska för bostadspriserna. I skrivande stund är räntan på finländarnas nya bolån 1 ½ procentenhet förmånligare än euromedborgarnas i snitt. Den förestående ränteuppgången kommer emellertid att öka trycket på sänkning av priserna.

I Finland var hushållens totalskuld i förhållande till den disponibla årsinkomsten nästan 115 % 2010. Trots den snabba uppgången är skuldförhållandet lågt jämfört med många europeiska länder. Under de senaste åren har a) stora bolån koncentrerats på en relativt liten del av hushållen och b) konsumtionskrediter med mycket hög ränta ökat. Kraftigt skuldsatta hushåll är de vars skulder är tre gånger deras årsinkomst. Andelen sådana hushåll har stigit till 17 %. Många hushåll med stora skulder kan hamna i svårigheter när räntorna stiger.

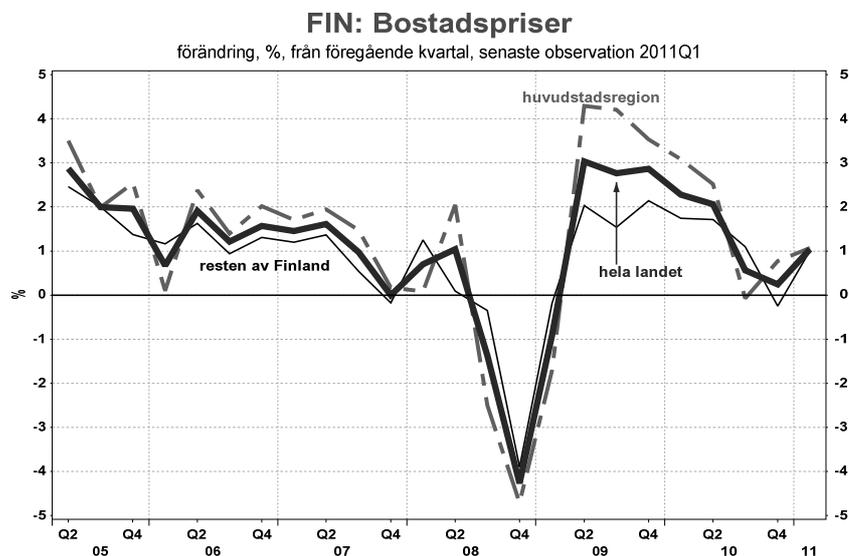
Internationella valutafonden IMF analyserade (World Economic Outlook, 2004) bostadspriser i 18 industriländer. Analysen visade att a) en långsiktigt hållbar prisnivå beror på ekonomiska fundamenta, b) prisförändringstrender är kontinuerliga och c) överdrifterna korrigeras på lång sikt. Av uppgången i bostadspriserna i olika länder under de första åren på 2000-talet var 40 % gemensamt för alla länder (figur 29, s. 31). De låga räntorna och den gynnsamma utvecklingen av realinkomsterna stödde bostadsprisuppgången i alla utvecklade länder.

Förändringstrenderna är kontinuerliga, vilket betyder att trenden tenderar att fortsätta om priserna börjar stiga eller sjunka; hälften av förändringen under den föregående perioden övergår som en "grundplåt" till nästa period. Tendensen till en självunderhållande spiral är uppenbar – både uppåt och nedåt. "Prisavvikelsen" beskriver bostadsprisernas nivå i förhållande till hushållens inkomst. Det gäller bostadsköparnas "köpkraft". Om reala bostadspriser har blivit onormala i relation till den reala disponibla inkomsten, börjar en korrigeringsprocess pressa förhållandet mot det normala. Ekonomiska fundamenta är bl.a. ökning av realinkomst *per capita* (mellan den och bostadspriserna gäller en positiv relation: en ökning av den reala inkomstnivån höjer bostadspriserna) och räntenivå (mellan den och bostadspriserna gäller en negativ relation).

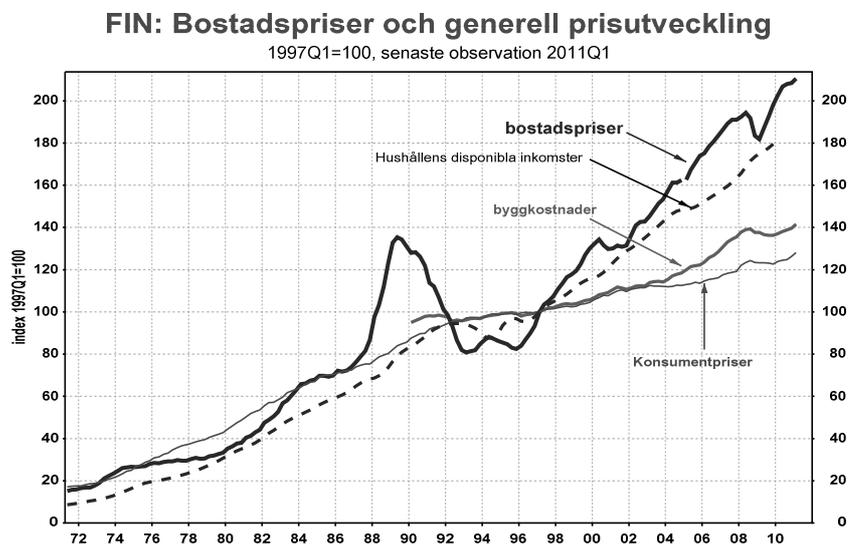
Figur 55



Figur 56



Figur 57



Skötselkostnaden för bolånet är en central variabel för både låntagaren och långgivaren (= banken). Banker undviker lån som de inte tror att blir välskötta. Därför underrättar de kunderna om att lånekostnaden inte får vara orimlig i förhållande till kundens inkomstflöde. Samtidigt tvingas låntagarna fundera på hur stor månadsbetalning de klarar av.

Bostadsmarknaden styrs av köparnas och säljarnas sentiment. Osäkerhet är ett gift för handeln. När köparna börjar tveka förlängs försäljningstiderna. De som måste sälja sin bostad får lov att pruta på priset. Då djungeltelegrafan vet berätta att man håller på att gå över till köparens marknad ökar trycket på prisnivån. Denna situation rådde i början av finanskrisen, men när räntorna sjönk väcktes köpvilligheten på nytt och den stagnerade nybyggnationen ledde till överefterfrågan. Räntenedgången som började hösten 2008 har satt fart på bostadshandeln både hos oss och i många andra europeiska länder.

Enligt figur 57 ser nivån för de finska bostadspriserna inte hållbar ut. Å andra sidan får den stöd av flyttrörelsen till tillväxtcentra och den begränsade uppgången i utbudet på bostäder. Därför korrigeras de extremt höga priserna bara delvis och kanske under en längre tidsperiod.

Om bostäderna är överprissatta är bolånen överstora och belastar låntagaren över hela sin långa löptid. När bolånen är "för stora" går en "för stor" del av hushållens inkomster till lånekostnaderna. Dessa pengar är borta från den personliga konsumtionen. Ett system som genererar för dyra bostäder och för stora bolån dämpar den privata konsumtionen och ökningen i levnadsstandarden. Dyra bostäder är ett problem främst för dem som köper sin första bostad. Hårdast drabbar överdrivna priser unga barnfamiljer i början av sin arbetskarriär. Har man köpt sin bostad "vid fel tidpunkt" påverkas levnadsstandarden i 20–30 år.

Om kommunerna dämpar flyttströmmen genom att tillåta utbudsbegränsningar – t.ex. via tomtpolitik – minskar deras skatteinkomster i det långa loppet. Om kommunernas (nya) invånare amorterar på sina överstora bolån är pengarna som används för lånekostnaderna borta från den privata konsumtionen, som skulle öka den lokala ekonomiska aktiviteten och sysselsättningen. En tomtpolitik som maximerar tomtpriser och/eller

begränsar byggandet kan ha en långvarig negativ effekt på lokalekonomin.

Det svåra bostadsläget i huvudstadsregionen begränsade under goda år tillväxten i samhälls-ekonomi och var ett hinder för upprätthållandet av välfärdstjänster. Den dåligt fungerande bostadsmarknaden är alltså ett problem på nationell nivå. Den avgående regeringen tog äntligen bostadspolitik på sin agenda. Trots stimulansinsatserna färdigställdes det under det sista kvartalet 2009 drygt 30 % *färre* bostäder än ett år tidigare. Motsvarande förändring under det fjärde kvartalet 2010 var drygt 45 % *på plus*. Till denna vändning bidrog säkert det faktum att byggbolagen blev mindre oroliga för prisnivån. Storyn är inte enbart positiv då man inser att byggnationen enligt samma logik börjar minska genast då ränteuppgången börjar skapa nedgångstryck på priserna.

Det är förnuftigt ur både konjunktur- och strukturpolitisk synvinkel att bygga bostäder till rimliga priser (i synnerhet hyresbostäder) i huvudstadsregionen. När pensionsavgången fortsätter behövs kompletterande arbetskraft. Om utbudet på bostäder inte ökar kan invandrare inte bosätta sig där de behövs mest, i tillväxtcentra. Med tanke på allt detta väcker det misstankar att man funderat på att avskaffa bostadsministerposten.

Om det byggs ansenliga mängder bostäder till rimliga priser i huvudstadsregionen kommer det att påverka det befintliga bostadsbeståndets prisutveckling. Värdet av många dyra bostäder som köpts på senare år kommer inte att utvecklas så som man trodde då köpbeslutet fattades.

På basis av ovan beskrivna bostadsprismodeller kan man vänta sig att bostadspriserna fortsätter att fluktueras. Priserna varierar kraftigare i länder där bolånen har rörlig ränta. En ekonomi som ger utrymme för *långvarig* överprissättning av bostadspriserna fungerar allt annat än optimalt. Då fungerar marknaden (= konkurrensen) inte och/eller den lokala (tomt)politiken fungerar mot nationens intressen. I det långa loppet är en rimlig prisnivå på bostäder och en stabil utveckling av bostadsmarknaden kännetecknen för en väl fungerande ekonomi.

Konkurrensen eliminerar inte bostadsprisvariationen, men det är bara konkurrens som garanterar att överdrifterna förblir övergående.

## Sammandrag av Finlands ekonomiska utveckling

Finlands BNP, som krympte med 8,0 % 2009, växte med 3,1 % 2010.

Under finanskrisen 2007–09 stramades företagsfinansieringen åt i allmänhet och finansieringen av utrikeshandeln i synnerhet. Den ökade osäkerheten ledde till en global panik bland företagsledare. När order togs tillbaka och investeringsprojekt stoppades kollapsade världshandeln. Exportberoende länder – som Finland – drabbades hårdast. Den finska exporten, industriproduktionen och företagens investeringar rasade i slutet av 2008 och början av 2009. Med ökad allmän osäkerhet och försvagade sysselsättningsutsikter minskade den privata konsumtionen 2009 trots att beskattningen lättades.

Världshandeln började repa sig och tillgången på kredit förbättras under 2009. Aktiviteten stöddes av den inhemska stimulansen och de sjunkande räntorna. BNP nådde botten sommaren 2009. Återhämtningen har nu pågått i snart 2 år. BNP ökade med 3,1% 2010. Tillväxten uppgår till 3,8 % 2011 och till 2,4% 2012, men trendtillväxten stabiliseras till drygt 2% under nästa år (figur 58).

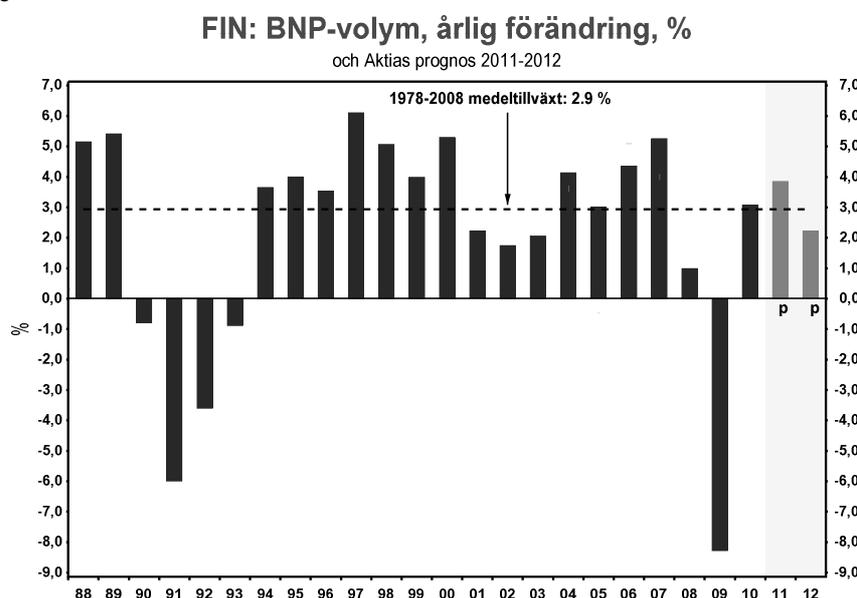
Arbetslösheten steg klart mindre än man kunde ha väntat sig på basis av produktionssiffrorna (figur 55). Arbetslöshetsgraden var 8,2 % 2009 och 8,3 % 2010. År 2011 blir den 7,5 % för att 2012 vara 7,2 %. Trots att den ekonomiska tillväxten från och med 2012 kommer att vara mer dämpad än önskat kommer pensioneringen att försköna arbetslöshetssiffrorna. Inflationen stiger från 1,1 % i fjol till 3,3 % i år och 2,6% 2012.

Ett problem på längre sikt är att konkurrenskraften minskat då lönepåslagen hos oss i flera år varit klart högre än i konkurrentländerna. Då den elektrotekniska industrin samtidigt håller på att mogna till en sektor med låg tillväxt och skogsindustrins strukturella problem begränsar tillväxten mattas trendtillväxten för den finländska ekonomin av varaktigt.

Nationens disponibla totalinkomst baserar sig på BNP. Den växer på två grundvalar: ökad arbetsinsats och ökad arbetsproduktivitet. Det är en extrem utmaning att säkerställa de nuvarande välfärdssystemen i det åldrande Finland, i synnerhet då underskotten i den offentliga ekonomin vuxit under krisen. Efter 2010 kommer klart fler människor att lämna än att tillträda arbetsmarknaden varje år. Andelen över 65-åringar av befolkningen ökar från 16 % till 26 % före 2030, även om man som årlig nettoinvandring antar 10 000 personer. Samtidigt försvåras produktivitetstillväxten av att våra viktigaste företag redan tillhör den globala *avantgarden*, och föregångarens fart avtar.

Möjligheten att bevara välfärdssystemen ligger i omstruktureringen av ekonomin. Produktiviteten ska bli bättre för varje år som går. En tillräcklig inkomstbildning och sysselsättning förutsätter därtill en bredare servicesektor som i sin tur förutsätter att arbetskraften kompletteras från utlandet. Bostadsbristen i huvudstadsregionen är ett hinder för detta. Och det hindret blir högre och högre i takt med att bostadspriserna stiger.

Figur 58



Tabell 5 Prognosjämförelse: BNP-tillväxt i Finland, %

|       | Aktia<br>"Ny"<br>31.5 | Aktia<br>"Föregående"<br>19.1 | Nordic Barometer<br>Konsensusprognos<br>9.5 | ETLA<br>24.3 | FM<br>23.3 |
|-------|-----------------------|-------------------------------|---|--------------|------------|
| 2007  | 4.2 %                 |                               |   |              |            |
| 2008  | 1.0 %                 |                               |   |              |            |
| 2009  | -8.0 %                |                               |   |              |            |
| 2010  | 3.1 %                 |                               |   |              |            |
| 2011p | 3.8 %                 | 2.9 %                         | 3.4 %                                       | 4.0 %        | 3.6 %      |
| 2012p | 2.4 %                 | 2.0 %                         | 2.6 %                                       | 3.0 %        | 2.7 %      |

Tabell 6 Prognosjämförelse: Konsumentprisinflation i Finland, %

|       | Aktia<br>"Ny"<br>31.5 | Aktia<br>"Föregående"<br>19.1 | Nordic Barometer<br>Konsensusprognos<br>9.5 | ETLA<br>24.3 | FM<br>23.3 |
|-------|-----------------------|-------------------------------|---|--------------|------------|
| 2007  | 2.5 %                 |                               |   |              |            |
| 2008  | 4.0 %                 |                               |   |              |            |
| 2009  | 0.0 %                 |                               |   |              |            |
| 2010  | 1.1 %                 |                               |   |              |            |
| 2011p | 3.3 %                 | 2.2 %                         | 3.0 %                                       | 3.5 %        | 3.3 %      |
| 2012p | 2.6 %                 | 2.0 %                         | 2.3 %                                       | 2.9 %        | 2.7 %      |

Tabell 7 Prognosjämförelse: Arbetslöshetsgrad i Finland, %

|       | Aktia<br>"Ny"<br>31.5 | Aktia<br>"Föregående"<br>19.1 | Nordic Barometer<br>Konsensusprognos<br>9.5 | ETLA<br>24.3 | FM<br>23.3 |
|-------|-----------------------|-------------------------------|---|--------------|------------|
| 2007  | 6.9 %                 |                               |   |              |            |
| 2008  | 6.4 %                 |                               |   |              |            |
| 2009  | 8.2 %                 |                               |   |              |            |
| 2010p | 8.3 %                 |                               |   |              |            |
| 2011p | 7.5 %                 | 7.5 %                         | 7.7 %                                       | 7.5 %        | 7.6 %      |
| 2012p | 7.2 %                 | 7.2 %                         | 7.2 %                                       | 6.5 %        | 7.2 %      |

Tabell 8 Finlands BNP och dess komponenter, förändring från föregående år, %

|                            | md euro 2010 | 2009  | 2010 | 2011p | 2012p |
|----------------------------|--------------|-------|------|-------|-------|
| <b>BNP</b>                 | 180          | -8.0  | 3.1  | 3.8   | 2.4   |
| <b>Import</b>              | 65           | -18.1 | 2.6  | 5.0   | 4.0   |
| <b>Export</b>              | 70           | -20.3 | 5.1  | 7.0   | 5.0   |
| <b>Konsumtion</b>          | 141          | -1.0  | 1.9  | 1.8   | 1.5   |
| - privat                   | 97           | -1.9  | 2.6  | 2.4   | 2.0   |
| - offentlig                | 44           | 1.2   | 0.4  | 0.5   | 0.5   |
| <b>Fasta investeringar</b> | 33           | -14.7 | 0.8  | 6.0   | 5.0   |

Bildkälla om annat inte anges: Reuters EcoWin

**Tabell 9**

Vissa länders och ekonomiområdets

1) andelar av världs-BNP till gängse valutakurser (USD) 2009 och köpkraftsparitetsvikter (PPP) 2010

2) andelar av världens befolkning, %

3) levnadsstandard (= BNP/capita ~ produktivitet) i förhållande till USA med både USD- och PPP-justering (USA = 100)

|                                 | Andel av världs-BNP |      | Andel av befolkning | BNP/capita, USA=100 |     |
|---------------------------------|---------------------|------|---------------------|---------------------|-----|
|                                 | USD                 | PPP  |                     | USD                 | PPP |
| <b>USA</b>                      | 24,5                | 19,7 | 4,5                 | 100                 | 100 |
| <b>Euroområdet</b>              | 21,4                | 14,6 | 4,8                 | 82                  | 69  |
| varav Tyskland                  | 5,7                 | 4,0  | 1,2                 | 89                  | 76  |
| Frankrike                       | 4,5                 | 2,9  | 0,9                 | 94                  | 74  |
| Italien                         | 3,6                 | 2,4  | 0,9                 | 75                  | 61  |
| Spanien                         | 2,5                 | 1,8  | 0,7                 | 67                  | 59  |
| <b>Japan</b>                    | 8,7                 | 5,8  | 1,9                 | 86                  | 70  |
| <b>Utvecklande Asien totalt</b> | 13,7                | 24,0 | 52,3                | 5                   | 11  |
| varav Kina                      | 8,5                 | 13,6 | 19,7                | 8                   | 16  |
| Indien                          | 2,2                 | 5,4  | 17,8                | 3                   | 7   |
| <b>Ryssland</b>                 | 2,1                 | 3,0  | 2,1                 | 19                  | 32  |
| <b>Latinamerika</b>             | 5,8                 | 8,6  | 8,3                 | 13                  | 24  |
| <b>Afrika</b>                   | 1,6                 | 2,4  | 11,7                | 3                   | 5   |

Källor:

IMF: World Economic Outlook, April 2011

World Bank: World Development Indicators database, September 2010

