



ANFÖRANDE

DATUM: 2008-10-07
TALARE: Barbro Wickman-Parak
PLATS: Nordea
HANTERINGSKLASS:

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

■ Finns en typisk konjunkturcykel?

I media och den allmänna debatten nämns ofta ordet lågkonjunktur, men det verkar råda en viss förvirring kring vad begreppet egentligen innebär. Ibland används termen om allmänt dåliga tider, i andra fall undviker man den och talar istället om recession.

Den akademiska definitionen fokuserar istället på avvikelser från en långsiktig trend¹. Man tänker sig att BNP har en naturlig långsiktig jämviktsnivå som växer trendmässigt över tiden och perioder när ekonomin är under trend råder lågkonjunktur och perioder över trend kallas högkonjunktur. Det låter ju enkelt men i praktiken återstår många frågetecken. Många av de störningar som påverkar ekonomin kan till exempel vara bestående och ändrar i så fall den långsiktiga jämviktsnivån. Eftersom den långsiktiga jämviktsnivån inte är en observerbar variabel blir det svårt att veta i praktiken var ekonomin befinner sig i konjunkturcykeln.

Det finns mönster som ofta återkommer i konjunkturcykler och som därför studeras flitigt av prognosmakare. Till exempel är det normalt att det sker en överinvestering i bostäder och att råvarupriserna går upp i högkonjunkturer, precis som i den nuvarande cykeln. Varje gång finns det dock även faktorer som dominerar över det vanliga mönstret, som till exempel den aktuella bolånekrisen i USA och åtföljande spridningseffekter på finansmarknaderna i stort. Det är bland annat därför prognoserna blir osäkra. Dessutom är vändpunkter i konjunkturen speciellt svåra att förutse.

Eftersom penningpolitiken verkar med fördröjning måste den ändå baseras på prognoser om hur vi tror att tillväxt och inflation kommer att utvecklas. Alltefter tiden går kommer det också ny information som gör att vi kan få anledning att ompröva vår tidigare analys. Det innebär att de prognoser vi gör för till exempel reporäntan inte är några löften utan snarare en prognos som är behäftad med samma osäkerhet som övriga delar av prognosen.

Jag ska försöka sätta perspektiv på dagens situation genom att först gå igenom lite om vad vi vet om svenska konjunkturmönster och sedan diskutera det som utmärker just denna nedgång.

¹ NBER har en "Business cycle dating committee" som har en procedur för att datera toppar och bottnar i konjunkturcykler i USA.

■ Vet man vad som styr konjunkturcyklerna?

I början av 1900-talet såg man konjunkturcykler som naturliga och oundvikliga, ofta mot bakgrund av variationerna i jordbruksproduktionen. Sedan kom Keynes på 1930-talet med sin klassiska analys² där konjunktursvängningar sågs som ett resultat av svängningar i efterfrågan. Lågkonjunkturer skulle enligt Keynesianismen bekämpas med aktiv politik.

Samtidigt som man utifrån nationalekonomisk teori började ifrågasätta Keynes analys³ drabbades världen av djupgående lågkonjunkturer i sviterna efter oljeprishockerna under 1970-talet, vilket ledde till att en mer pessimistisk syn på politikens möjligheter växte fram. Man insåg att finanspolitiska åtgärder ofta kom för sent och att försök till aktiv konjunkturpolitik ofta enbart resulterade i hög inflation. En alternativ tolkning började växa fram; konjunktursvängningar sågs som ett resultat av förändringar i produktionsförutsättningarna.

På 1980-talet kom de så kallade RBC-modellerna⁴, vilket är en förkortning av Real Business Cycle. De utmärkte sig av att man ansåg att svängningar i produktion av varor och tjänster var naturliga konsekvenser av utifrån drivna förändringar av produktionsförutsättningarna. Det kan vara förändringar i teknologin, IT är ett exempel. Det kan också handla om tvära svängningar i oljepriset, terroristattacker eller krig, men även mer naturliga variationer i till exempel vädret. Man utgick ifrån att marknaderna själva var bäst lämpade att anpassa sig till de ändrade förutsättningarna. Därför fanns inget utrymme för stabiliserande penning- och finanspolitik.

Sedan dess har pendeln svängt tillbaka lite i och med ny-Keynesianismen som har återintroducerat en del drag från den klassiska Keynes-analysen. Där tänker man sig att det finns faktorer som gör att det tar tid för ekonomin att uppnå sin långsiktiga jämviktsnivå efter en störning. Monopolistisk konkurrens och trögrörliga löner är några exempel. Även olika aktörers förväntningar kan enligt dessa teorier ha stor betydelse. Penning- och finanspolitik kan därför användas till att stabilisera ekonomin.

Makroekonomisk analys utförs numera ofta med hjälp av allmänna jämviktsmodeller (DSGE-modeller, Dynamic Stochastic General Equilibrium)⁵. Riksbanken, liksom en del andra centralbanker, använder sig av en sådan modell för att göra prognoser och simuleringar. Riksbankens modell går under namnet Ramses (Riksbankens aggregerade makromodell för studier av ekonomin i Sverige). I Ramses antas varu- och arbetsmarknaderna vara i monopolistisk konkurrens och löner och priser är trögrörliga.

Ramses modellanalys är dock bara en del i prognosprocessen som också stödjer sig på annan statistisk analys och givetvis även bedömningar. På kort sikt, det vill säga innevarande kvartal och ett kvartal framåt -det som brukar kallas "now-casting", används olika statistiska modeller och indikatorer för att göra en nulä-

² J. M. Keynes., "The General Theory of employment, Interest, and Money". London: Macmillan. 1936..

³ Lucas kritiken till exempel.R. E. Lucas "Econometric policy evaluation; a critique." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 1976. 1: 19-46.

⁴ F. E. Kydland and E. C. Prescott "Time to build and aggregate fluctuations", *Econometrica* 50, 1982, 1345-1370.

⁵ O. J. Blanchard, "The state of macro", NBER working paper series, August 2008.

gesbedömning. Den här analysen syftar till att försöka uppnå en så hög träffsäkerhet i prognoserna som möjligt och har ofta svag förankring i ekonomisk teori. På kort sikt (upp till ett år) har emellertid den här typen av prognoser en relativt stor träffsäkerhet⁶.

Den prognos som now-castingen producerar förs sedan in i den stora DSGE-modellen och bildar alltså utgångspunkten för modellens prognoser på längre sikt. Den internationella prognosen för samtliga prognoskvartal görs också utanför Ramses och går in som input i modellen. Eftersom alla modeller är förenklingar av verkligheten måste dock den slutgiltiga analysen alltid innehålla bedömningsinslag som korrigerar modellresultaten. Till detta kommer att vissa marknader, som till exempel de finansiella, inte till fullo är återspeglade i dessa modeller⁷. Det senare spelar stor roll i nuvarande skede som påverkas mycket just av den finansiella oron.

Allmänna jämviktsmodeller är ett viktigt analysredskap då de ger en konsistent bild av ekonomin. De kan därför också användas för policyanalys och för att analysera alternativa scenarier.

Några fakta om konjunkturcykler

Enligt ekonomisk teori uppstår alltså svängningarna i tillväxt av olika störningar som påverkar ekonomin utifrån. Hur stora svängningarna blir påverkas i sin tur av ekonomins funktionssätt. Jag tänkte nu gå igenom lite kort vad vi vet om hur konjunkturcykler yttrar sig och vad de har för konsekvenser.

1. Internationellt

Internationella studier visar att konjunktursvängningarna verkar ha blivit något mindre dramatiska under de senaste 20 åren, ett fenomen som brukar kallas "Den stora moderationen"⁸. I Sverige ser det lite annorlunda ut på grund av den ovanligt djupa krisen som vi hade i början av 1990-talet. Sedan dess verkar svängningarna dock ha minskat även här, även om tidsperioden är för kort för att kunna säga något definitivt. Om man studerar volatiliteten i världstillväxten sedan 1970 och framåt kan man se att den minskat sedan mitten på 1980-talet.

Orsakerna till att ekonomierna verkar ha blivit mer stabila kan vara många. En orsak som brukar föras fram är att världsekonomin helt enkelt drabbats av mindre chocker under de senaste decennierna. Ofta framhålls även betydelsen av att moderna ekonomier har fått större tjänstesektorer, vilka är mindre konjunkturskänsliga eftersom att de inte är lika påverkade av den internationella utvecklingen som industrisektorn. Även förbättrad lagerhantering kan ha haft en positiv inverkan. Avreglerade finansmarknader har gjort det lättare att få krediter och därmed jämnt ut konsumtionen över tid. Slutligen nämns ofta omläggningen av finans- och penningpolitiken, med budgetmål och ökat fokus på prisstabilitet, som en

⁶ Se M. K. Andersson och M. Löf. Penning- och valutapolitik 2007:1.

⁷ C. E. Tovar. "DSGE models and central banks". BIS Working Papers No 258. 2008.

⁸ Se till exempel Kapitel 5 "The changing dynamic of the global business cycle", i World Economic Outlook 2007, IMF. Se även T. Dalsgaard, J. Elmeskov och C-Y. Park. "Ongoing changes in the business cycle, evidence and causes." OECD Working Paper ECO/WKP(2002)1.

bidragande orsak till att konjunktursvängningarna minskat. Sammanfattningsvis har förmodligen alla dessa faktorer haft betydelse för att stabilisera världsekonomin. Man måste dock hålla i minnet att 20 år är en kort period när man analyserar konjunkturcykler. Kanske visar det sig att den nuvarande nedgången kommer att ge oss anledning att omvärdera slutsatsen att svängningarna minskat?

I detta sammanhang brukar man även nämna betydelsen av den utdragna perioden av hög tillväxt i några tillväxtländer. Framförallt Kina men även Indien har under senaste decenniet fått allt större betydelse för världsekonomin. Om en inhemsk efterfrågan kan upprätthållas i dessa länder trots en vikande konjunktur i USA, Japan och Europa kan det minska nedgången för världen som helhet. Deras möjligheter till tillväxt borde dock bromsa in när ekonomierna går in i en mer mogen fas. På lång sikt kan därför inte världens tillväxt hållas uppe av dem.

2. Sverige

Eftersom varje konjunktur till viss del är unik kan man aldrig säga exakt vad som ska hända i någon fas av en cykel. Det finns helt enkelt ingen typisk konjunkturcykel. Men det kan ändå vara intressant att titta på hur olika variabler brukar variera med konjunkturcykeln i Sverige. Eftersom Sverige är en liten öppen ekonomi med en stor exportsektor påverkas vi mycket av vad som händer i utlandet. Därför brukar det ofta hävdas att svenska konjunkturcykler är "importerade". I studier på svenska data som täcker perioden från slutet på 1800-talet fram till mitten av 1990-talet är det dock svårt att hitta belägg för det.⁹

Tittar man på perioden från 1980 till 2008 verkar dock vändpunkterna i konjunkturen relativt systematiskt infalla några kvartal tidigare i USA än i Sverige¹⁰. Det kan tyda på att den internationella utvecklingen kan ha fått ökad betydelse på senare år när kapitalmarknaderna avreglerats och växelkursen inte längre är fast. Man kan även se att exporten ofta vänder något kvartal före BNP når sin vändpunkt. Antalet cykler sedan 1980 är dock få och det är därför svårt att säga något med säkerhet.

Låt mig illustrera hur BNP komponenterna rör sig med BNP i Sverige genom ett exempel på en "normal" konjunkturedgång. Oftast vänder exporttillväxten några kvartal före vändpunkten i BNP. Till en början anpassar företagen sig till den förändrade efterfrågan genom att anpassa produktionen med befintliga resurser. Man drar till exempel ned på övertidsarbete och vikarier istället för att avskeda. Samtidigt görs färre investeringar. Produktiviteten faller och enhetsarbetskostnaden stiger eftersom lönerna är trögrörliga på kort sikt. Till slut måste företagen anpassa sina kostnader till den lägre efterfrågan och efter några kvartal börjar sysselsättningen sjunka. Nu börjar även konsumtionen påverkas; de sämre tiderna får folk att hålla hårdare i plånboken.

När arbetslösheten stiger dämpas i sin tur lönekraven, vilket leder till att ökningen i enhetsarbetskostnaden avtar. Det leder i sin tur till att företagets vinstmarginaler så småningom ökar. När effekterna av den negativa störningen som orsakat

⁹ Jesper Lindé, "Swedish postwar business cycles: Generated at home?" *Scandinavian Journal of Economics*, 2004:4, 623-45. och V. Bergström och A. Vredin, "Measuring and Interpreting Business cycles", Clarendon Press Oxford, 1994.

¹⁰ Riksbankens egna beräkningar. Se även fördjupningsruta "Arbetsmarknadsutvecklingen framöver – utvecklingen i andra länder och betydelsen av tillväxtens sammansättning" i Inflationsrapport 2005:2.

■ lågkonjunkturen ebbar ut återgår så småningom tillväxten till en normal trendnivå igen. Företagen svarar på den stigande efterfrågan genom att öka produktionen och investeringarna, vilket i sin tur leder till att arbetslösheten faller tillbaka samtidigt som konsumtionen tar fart igen.

Jag vill dock upprepa att en konjunktur inte alltid följer detta genomsnittliga exempel. Ofta är det någon av komponenterna som inte uppvisar sitt vanliga mönster, och ibland "stannar" ekonomin ovanligt länge i någon fas av cykeln. För några år sedan talades det till exempel mycket om "jobless growth" när sysselsättningen inte tog fart trots hög tillväxt. Dessutom varierar längden på en konjunkturcykel mycket. Den kan vara mellan tre till tio år¹¹, och vändpunkter blir därför svåra att förutse. Konjunkturedgångar, det vill säga tiden då ekonomin går från en topp till en botten, är oftast korta. Det normala tillståndet för ekonomin är därför att vara i en tillväxtfas¹².

Den nuvarande konjunkturcykeln

Efter denna genomgång av vanliga konjunkturmönster ska jag gå in på några specifika drag som utmärker den aktuella nedgången. Efter den senaste tidens turbulens på de finansiella marknaderna kan man glömma bort att det finns inslag av "vanlig" konjunkturavmattning även denna gång. Redan innan finanskrisen bröt ut på allvar sommaren 2007 kunde man se i Riksbankens och andra bedömares prognoser att en avmattning i konjunkturen förväntades både i Sverige och internationellt. Sedan dess har världsekonomin utsatts för stora chocker som fått Riksbanken, liksom andra prognosmakare, att nedrevidera tillväxtprognoserna för de närmaste åren.

Finanskrisen har visat sig bli mer djupgående, mer vittförgrenad och mer utdragen än vad man kanske först kunde förutse. I den senaste fasen av krisen har oron på ett mer påtagligt sätt spillt över även på europeiska banker och myndigheterna i flera länder har fått gripa in.

I våra prognoser har vi försökt ta hänsyn till effekterna av den finansiella krisen. Men det är självfallet svårt att veta i vilken mån vi kunnat fånga in alla effekter krisen hittills kan ha haft på den reala ekonomin. Dessutom kan vi inte veta hur finanskrisen utvecklas framöver och hur långvarig den blir.

Fallande bostadspriser har inte bara drabbat USA utan flera andra länder. Den utvecklingen har vi inte drabbats av även om det verkar ske en avkylning av bostadsmarknaden också här.

En annan chock som inträffat under den här nedgången är att energi- och råvarupriserna stigit kraftigt. I somras nådde oljepriset nya toppnivåer och inflationen steg runt om i världen. Sedan dess har dock priserna fallit tillbaka. Sett ur ett längre tidsperspektiv är stigande råvarupriser inte ovanliga inslag innan konjunkturen vänder. Det inträffade till exempel under 1970-talet. Som en konsekvens av den stigande inflationen har centralbanker världen över ställts inför en svår situa-

¹¹ Den längsta expansionsfas NBER har uppnått för USA varade i 10 år, mellan mars 1991 till mars 2001.

¹² NBER.

tion där risken för spridningseffekter till andra priser och löner måste bedömas i ett osäkert konjunkturellt läge med vikande tillväxt.

Ett annat vanligt konjunkturmönster som nu upprepar sig är att arbetsproduktiviteten är låg, vilket har betydelse för kostnadstrycket. Produktivitetstillväxten brukar dämpas när konjunkturen mattas av, men de senaste åren har produktivitetstillväxten varit ovanligt låg. Det är också ovanligt att produktivitetstillväxten faller så länge som åtta kvartal i rad, som den gjort nu.

Det är svårt att hitta en enkel förklaring till de senaste årens låga produktivitetstillväxt. Konjunkturinstitutet har studerat sammansättningseffekter, enkelt uttryckt om sammansättningen av branscher med olika hög produktivitet har förändrats, och hittar ingen större effekt på produktiviteten¹³. En annan tänkbar förklaring kan vara att den senaste tidens ökning av sysselsättningen har inneburit att nya grupper kommit in på arbetsmarknaden som har lägre produktivitet än andra. Det kan till exempel ta tid att lära upp nyanställda. Det kan också vara så att företagen förberett sig på stora kommande pensionsavgångar genom att anställa dubbelt på vissa poster.

När produktiviteten dämpas stiger enhetsarbetskostnaden, vilket ökar trycket på företagen att höja priserna. Därmed finns risk för en ökad inflation. Vi står i dagsläget inför en situation där det är svårt att förutsäga hur företagen kommer att anpassa sig till höga enhetsarbetskostnader. Det är alltid svårt att avskeda, men indikatorer som nyanmälda platser, varsel, företagens anställningsplaner etc. pekar mot att anpassningen har påbörjats. Det är samtidigt så att en allmänt vikan- de efterfrågan försvårar för företagen att föra vidare kostandsökningar till konsumenterna.

Råvarupriserna har också börjat falla tillbaka, vilket minskar inflationstrycket inte bara i Sverige utan också i omvärlden. Om den utvecklingen inte reverserar underlättar det för centralbankerna som får större utrymme att möta konjunkturavmattningen med penningpolitiska åtgärder.

Jag skulle i detta sammanhang vilja passa på att beröra frågan om vad man kan och inte kan uppnå med penningpolitik. Ingen önskar att ekonomin ska hamna i en djup svacka eller en utdragen lågkonjunktur, liknande den vi upplevde på 1990-talet. Sverige har dock dyrköpta erfarenheter från 1970- och 1980-talen när man försökte använda finans- och penningpolitiken till att stabilisera konjunktursvängningarna. Det var bland annat dessa erfarenheter som ledde fram till att Riksbanken blev självständig och inflationsmålet etablerades.

Problemet med stigande råvarupriser är en följd av en hög efterfrågan som uppstått efter den långvariga tillväxtperiod världen just gått igenom. Kanske har problemet förvärrats av att många länder subventionerar livsmedel och energi. Nu står vi därför i en situation där en viss korrigerig förmodligen måste ske. En stimulerande penningpolitik som låter inflationsförväntningarna skena iväg skulle eventuellt hjälpa upp ekonomin ur nuvarande tillväxtsvacka på kort sikt. Priset skulle dock kunna bli att en ännu större korrigerig måste ske längre fram för att få ner inflationsförväntningarna igen. Det är den svenska erfarenheten från 1970- till 1980-talen.

¹³ Fördjupningsruta "Negativ produktivitetstillväxt: orsaker och implikationer framöver". Konjunkturläget, Augusti 2008, Konjunkturinstitutet.

■ Även om lågkonjunkturer inte kan "hoppas över" kan finans- och penningpolitik bedrivas på ett sådant sätt att konsekvenserna för samhällsekonomin blir så små som möjligt. Penningpolitikens verkningar är långsiktiga och det är därför viktigt att förtroendet för Riksbankens förmåga att stabilisera inflationen upprätthålls. Det hindrar inte att vi beaktar utvecklingen i den reala ekonomin när vi beslutar om räntan. Riksbanken bedriver vad som brukar kallas en flexibel inflationsmålspolitik. Ambitionen är att inflationen, vid avvikelser från målet, i normala fall ska föras tillbaka till detsamma på ett par års sikt. Innebär de störningar som träffar ekonomin stora avvikelser kan det få ta längre tid innan målet uppnås för att på det sättet åstadkomma ett jämnare förlopp för produktionen och sysselsättningen.

När vi i september skulle fatta beslut om räntan stod vi inför en situation där den vikande svenska och internationella konjunkturen måste sättas in i ett sammanhang där många faktorer kan tänkas påverka inflationen. Avmattningen i konjunkturen har förmodligen en dämpande effekt på inflationen. Vi har dock sett att konjunkturcykler inte är tillräckligt regelbundna för att man ska kunna veta hur djup eller långvarig en nedgång kommer att bli. Sambandet mellan konjunktur och inflation är inte heller särskilt stabilt. I den svåra avvägning vi hade att göra i september hamnade vi i direktionen i olika slutsatser; en majoritet röstade för att höja räntan, medan den minoritet som jag själv tillhörde röstade för en oförändrad ränta. Jag ska denna gång inte fördjupa mig i de olika bevekelsegrunder som vägledde mig i mitt ställningstagande; de har framgått tydligt i protokollet från det penningpolitiska mötet och i ett tal jag höll för någon vecka sedan.