

Anförande

Riksbankschefen Urban Bäckström

LÖRDAG DEN 10 OKTOBER 1998

Det ekonomiska läget

Stora Aktiedagen, Malmö

Först vill jag tacka för inbjudan att komma till Malmö för att diskutera det ekonomiska läget.

Det som i hög grad formar det ekonomiska läget är den internationella finansiella oron. Krisen i Japan har pågått hela 1990-talet och problemen i Asien går nu in på sitt andra år. Asienkrisen - med omfattande realekonomiska effekter i dessa länder - har skapat ökade problem i Ryssland, och i viss mån i Latinamerika, och därmed även spridit sig till de finansiella marknaderna i västvärlden. Börserna har fallit över hela världen och en del aktörer på de finansiella marknaderna har fått vidkännas förluster.

Detta reser i sin tur ett antal frågor kring utvecklingen i världsekonomin. Hur negativa kan de realekonomiska effekterna bli i USA och Europa? Vilken roll spelar centralbankerna? Nyligen sänkte den amerikanska centralbanken sin styrränta. Andra centralbanker har också sänkt räntan. Kommer det att påverka Riksbankens agerande?

Frågorna kring utvecklingen i världsekonomin och vad man bör göra - inte bara för att mildra de kortsiktiga effekterna, utan även för att bygga system och institutioner för att förhindra något liknande i framtiden - har i allra högsta grad stått i fokus för den ekonomisk-politiska diskussionen i olika fora under hösten. Senast skedde det i samband med Internationella valutafondens årsmöte i Washington i veckan. I samband med detta årsmöte samlades världens finansministrar och centralbankschefer för att i olika grupperingar diskutera läget.

Bakgrunden till problemen i världsekonomin

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

För bara något år sedan ansåg många att världsekonomin stod inför en gyllene epok. Det talades på sina håll om en ny ekonomisk era med stark tillväxt och bibehållen låg inflation, i vart fall i USA. Idag har diskussionen allmänt förskjutits till att handla om riskerna för en försvagning av världsekonomin.

Det finns flera samverkande faktorer bakom de utmaningar som världsekonomin nu står inför. En är naturligtvis den japanska situationen. Svårigheterna där har pågått under hela 1990-talet. Oförmågan att vidta tillräckligt kraftfulla åtgärder har fört den japanska ekonomin in i en allvarlig nedgång. Japan är världens näst största ekonomi och landet är synnerligen betydelsefullt för utvecklingen i Asien i stort.

För snart ett år sedan började en svår kris i flera länder i Sydostasien. Problemen visade sig först i Thailand, men spred sig snart till Korea, Malaysia och Indonesien. Försämringen i dessa länder hängde delvis samman med stagnationen i Japan, men den akuta krisen orsakades kanske framför allt av att det stora flöde av kapital från västvärlden, i första hand från USA, till dessa länder plötsligt vändes i ett utflöde. Gradvis hade utvecklingsmöjligheterna för de berörda länderna, av olika politiska och ekonomiska skäl, omvärderats.

Under senare tid har problemen spridits till Ryssland, som i likhet med Japan redan befann sig i en besvärlig situation. Problemen blev så omfattande att den ryska regeringen ställde in betalningarna på den statskuld som var utställd i den inhemska valutan. Detta var ett mycket långtgående beslut. Därefter har också Latinamerika drabbats av kapitalutflöden.

Länge såg det ut som om industriländerna i väst inte skulle påverkas av Asienkrisen i någon större utsträckning. De direkta realekonomiska effekterna bedömdes bli små och initialt sågs krisen mest kunna bidra till att hålla inflationen nere, samtidigt som tillväxten skulle fortsätta att utvecklas i god takt. Då även Ryssland fick allt större problem tilltog emellertid oron och krisen började därmed även sprida sig till de finansiella marknaderna i västvärlden. Under sommaren började aktiekurserna att falla. Kreditriskerna ökade. Investerare och banker började uppvisa en allt större försiktighet, bl.a. till följd av en del förluster. När den högt ansedda hedgefonden Long Term Capital Management drabbades av stora svårigheter stegrades försiktigheten bland de internationella bankerna.

Placerare har flytt till vad som allmänt betraktas som säkra tillgångar. Räntor på lån till andra än de allra högst ansedda låntagarna har därför stigit runtom i världen. Under de senaste dagarna har också långa räntor stigit i många länder, vilket är ett uttryck för att man vill ha en högre andel kontanter i sina portföljer. Uttryck som "flight to quality" och "flight to cash" är vanliga i den typ av förlopp vi nu ser.

Hur stora bli återverkningarna?

Effekterna på världsekonomin av krisen i Sydostasien, oförmågan att ta itu med problemen i den japanska ekonomin, osäkerheten om situationen i Ryssland och risken för spridningseffekter till Latinamerika sysselsätter nu bedömare runt om i världen.

Effekterna på världsekonomin av problemen i de framväxande marknaderna kan delas upp i realekonomiska effekter och effekter via de finansiella marknaderna. De senare sker via fallande aktiekurser och eventuellt andra tillgångsvärden samt via en ökad försiktighet bland företag, hushåll och banker.

Låt mig börja med de realekonomiska effekterna. I de framväxande ekonomier som nu berörs har problemen lett till kraftiga fall i efterfrågan och produktion. Det gör också att importen från omvärlden minskar. Till följd av de svagare valutorna blir samtidigt exporten mer konkurrenskraftig. Exporten från väst till de framväxande marknaderna minskar alltså samtidigt som importen därifrån gradvis ökar. Men de totala realekonomiska effekterna är sannolikt inte så stora för tillväxten i OECD-området som helhet.

Vilka kan då effekterna via de finansiella marknaderna i västvärlden bli? När börserna faller blir hushållens aktieinnehav mindre värt. Minskad förmögenhet kan därför påverka hushållens konsumtionsvilja. Dessutom blir företagens kapitalanskaffning dyrare, vilket också kan påverka efterfrågan i ekonomin via minskade investeringar. Fallet på världens aktiemarknader under senare tid - då uppgången under de senaste ett till två åren i stort raderats ut - bör ses mot bakgrund av den kraftiga uppgång som skett i aktiekurserna under 1990-talet. I Sverige ligger OMX-index fortfarande omkring 300 procent högre än bottenläget hösten 1992. I USA har Dow Jones index stigit med ca 200 procent sedan början av 1991. Detta ger ett perspektiv på börsfallens effekt på den internationella tillväxten. Det är också viktigt att ha i åtanke att den amerikanska ekonomin är mer känslig för börsfall än Europa.

Förtroendeeffekterna av krisen är svårare att kvantifiera och att ha någon mer bestämd uppfattning om. Vi vet inte hur hushållens och företagets syn på landets ekonomi och den egna ekonomin påverkas av det som nu händer. En hel del människor och företagare blir säkerligen mer försiktiga när det t.ex. gäller att köpa en ny bil eller att göra investeringar för framtiden. Här finns en potentiellt större effekt som måste följas mycket noga. I olika länder görs enkätundersökningar, som kan ge en viss vägledning. Några av dessa tyder på ett minskat förtroende bland konsumenterna.

Inte heller går det att med någon precision säga något om storleken på den effekt som kommer sig av en större försiktighet hos banker runt om i världen. Den globala oron har satt sina spår. Det var ingen som räknade med att Malaysia skulle införa valutarestriktioner. Inte heller trodde någon bankman att Ryssland skulle gå så långt att man ställde in betalningarna på de skulder som var utställda i rubel. Kunde det hända i Malaysia och Ryssland kanske det kan hända på andra ställen, tycks man resonera.

Likaså har problemen med hedgefonden Long Term Capital gjort att internationella banker dragit öronen åt sig. Trots att de tagit säkerheter för lån som givits till denna fond, var de samlade lånen från alla banker så stora och den totala volymen säkerheter så omfattande att de inte utan vidare kan realiseras genom försäljning på marknaden. Då skulle priserna sjunka och leda till förluster för bankerna. I den situationen är det inte så konstigt att internationella bankerna ser över sina låneengagemang också till andra fonder.

Den viktiga frågan är om de internationella bankerna också börjar se över sina engagemang även till andra kundkategorier. De kanske allmänt sett blir mer restriktiva i sin långivning. Det som i vart fall talar för det är att låneflöden till många länder som går under begreppet framväxande marknader nästan helt har avstannat. Räntedifferensen mellan statspapper i sådana länder och de i t.ex. USA har stigit dramatiskt under hösten. I oroliga tider får också banker svårt att fullgöra sin mycket viktiga uppgift i ett marknadssystem, nämligen att skilja ut bra låntagare från dåliga. Det kan göra att man helt avvaktar att bevilja lån överhuvudtaget.

Redan i dag syns tydligt hur olika marknadsaktörer har svårt att se till mer fundamentala faktorer när man gör sina bedömningar. Fallet i den svenska kronan är ett exempel på det. Trots goda ekonomiska grundförutsättningar i svensk ekonomi har kronkursen fallit snabbt efter sommaren. Fallet accelererade i förra veckan. På bara några få dagar försvagades den mot D-marken med uppemot 5 procent. I den situationen valde Riksbanken att intervensera i valutamarknaden, något som är ovanligt numera. Vi gjorde det för att visa att vi ansåg att kronan fallit mer än vad som är motiverat utifrån de ekonomiska grundförutsättningarna och att det var dags att stanna upp och reflektera kring situationen. "Följa-John-beteenden" sker inte bara i en uppåtgående aktiemarknad, det kan även förekomma på valutamarknaden då många länder med skilda förutsättningar klumpas samman och bedöms på samma sätt. Marknadsaktörer måste värdera de enskilda länderna var för sig. Att centralbanker vid vissa tillfällen intervenerar är ovanligt om man har en flytande växelkursregim, men det förekommer. Jag kan inte utesluta att Riksbanken kan göra det igen om det skulle behövas.

Den realekonomiska kris som drabbat de framväxande marknaderna med stora fall i produktionen kan alltså komma att påverka tillväxten i industriländerna. I vilken utsträckning detta kommer att ske beror i hög grad på förtroendet - förtroendet hos företag och konsumenter att våga konsumera och investera och hos bankerna att våga tillhandahålla krediter.

Riksbankens syn på utvecklingen

I den senaste inflationsrapporten räknade vi med en tillväxt i OECD-området kring 2 procent under de kommande åren. Då ska man komma ihåg att vi under det senaste året gradvis reviderat ned våra bedömningar. Det gjorde vi också i den senaste rapporten.

Vår syn på utvecklingen i omvärlden har inte ändrats efter publiceringen av septemberrapporten. Men mot bakgrund av de olika mekanismer som jag talade om nyss är det inte så konstigt att vi pekade på riskerna i rapporten beträffande läget i omvärlden. Läget är osedvanligt svårbedömt och det är viktigt att följa utvecklingen noga.

Varför sänker inte Riksbanken reporäntan i det läge som nu uppkommit? Det har ju flera andra centralbanker gjort.

Svaret är att vi väger in alla faktorer som påverkar bedömningen av utvecklingen i Sverige och den framtida inflationen. Hittills under 1998 har svensk ekonomi gått mycket bra. Dessutom är den fortsatta utvecklingen för kronans kurs svårbedömd idag. Som jag redan sagt tidigare talar de ekonomiska

grundförutsättningarna för en påtaglig förstärkning. Men om det inte sker i tillräcklig omfattning kommer exportindustrin att få en kraftig stimulans. Om detta i sin tur kommer att leda till en annan bedömning av inflationsutsikterna för den tidsperiod på ett till två år som är relevant för penningpolitiken är svårbedömt och något vi får återkomma till i ett senare skede när den internationella bilden klarnar. Detta är också något som då måste vägas samman med utvecklingen i den inhemska delen av ekonomin. En sänkning av reporäntan är inte aktuell för Sveriges del för tillfället.

Varför blev det så här?

Hur kommer det sig att oron i Sydostasien och i Ryssland, med vissa tendenser att sprida sig till Latinamerika, börjar påverka det finansiella systemet i industriländerna? Vad är det som har gått snett i det globala finanssystemet?

Dessa frågor har inget enkelt svar. Men låt mig ändå i all korthet peka på ett par faktorer. Innan jag gör det är det först viktigt att se till fördelarna med en globalt finanssystem av den typ av som utvecklats under det senaste decenniet. De länder som deltar på den internationella kapitalmarknaden har ofta högre ekonomisk tillväxt per capita än de som inte gör det. I takt med globaliseringen av produktion och handel krävs nya lösningar för betalningar och finansiering. Det ligger också stora fördelar i att ha ett finansiellt system som kan kanalisera sparande till de delar av världen där det bäst behövs för investeringar.

Men för att ett land ska kunna delta i umgänget på den internationella kapitalmarknaden måste dess banksystem vara redo och omfattas av redovisningsregler och andra institutioner som t.ex. noggrann tillsyn som säkrar sundhet i bankverksamheten. Att så inte varit fallet är uppenbart i flera av de länder som nu drabbats. Vi får heller inte glömma att inte heller det svenska banksystemet var redo på sin tid när kreditmarknaden avreglerades i Sverige.

Om lån från den internationella kapitalmarknaden kanaliseras till ett land vars banksystem och finansiella marknader i övrigt inte är redo för ett sådant umgänge kan det alltså leda till kreditförluster. Men det krävs som bekant två för att dansa tango. Man kan verkligen fråga sig varför banker i industriländerna har beviljat så omfattande lån till länder som uppenbarligen ännu inte var tillräckligt goda låntagare. Det har under senare år gått en strid ström av kapital till framväxande marknader. Kapitalet har kanaliserats både direkt via bankerna själva, men också indirekt via t.ex. hedgefonder. En hel del av dessa fonder har beviljats stora lån av banker i industriländerna och sedan investerat medlen i framväxande marknader i sin jakt på gynnsam avkastning. Denna indirekta långivning kan väl närmast liknas med de svenska bankernas utlåning till finansbolagen på sin tid.

Därmed är vi inne på vad bankverksamhet egentligen är på ett djupare plan. En bank tar traditionellt emot inlåning från allmänheten. Därefter lånar man ut medel till olika kredittagare. Dessutom bedriver man sin verksamhet med liten kapitalbas. Hävstångseffekten är med andra ord hög och soliditeten låg.

Hade bankerna istället bestått av 100 procent eget kapital hade uppkomna förluster mer eller mindre smärtfritt kunnat hanteras. Men när andelen lånat kapital istället är hög kan kedjeeffekter sättas igång som successivt sprider sig

genom hela banksystemet. Det är just detta som ställer krav på en omfattande och effektiv offentlig tillsynsverksamhet och ett väl fungerande regelverk så att onödiga förluster kan förhindras. Det är också därför som centralbankerna runt om i världen tilldelats uppgiften att värna stabiliteten i det finansiella systemet i stort.

Vad kan vi göra åt problemen?

De aktuella problemen i det globala finanssystemet ställer krav på såväl en kortsiktig som en långsiktig lösning. På kort sikt måste de akuta kriserna lösas. På längre sikt måste arbetet inriktas på att skapa ett internationellt regelverk och system som förhindrar att denna typ av kriser uppkommer. I det arbete som inletts för att bygga en ny arkitektur för det finansiella systemet har tre olika åtgärder framhållits som extra viktiga; mer öppen redovisning från såväl finansiella institut som regeringar och centralbanker, större involvering av privata investerare i krislösningar och en förstärkning av det finansiella systemet.

I det senare arbetet kan man rent principiellt gå fram två vägar eller i form av en kombination mellan dessa två. Den ena är att skärpa upp tillsynen över bankerna. Den andra är att höja kapitalkraven så att andelen eget kapital blir högre i banksektorn. Om jag skulle ge mig på en gissning tror jag att det framtida arbetet för att skapa ett bättre fungerande finansiellt system kommer att innebära att man söker sig fram längs båda dessa vägar.

I den situation som nu uppkommit är det viktigt att de internationellt verksamma bankerna inte blir överdrivet försiktiga. Banker ska ta risker, men dessa risker ska tas på ett kontrollerat sätt. Det vore också olyckligt om fler länder börjar införa restriktioner när det gäller utförsel av kapital. Det skulle förvärpa den nu uppkomna situationen. Likaså vore det direkt kontraproduktivt att införa någon typ av omsättningsskatter som tidigare föreslagits av ekonomiprofessorn James Tobin. Detta har prövats i Sverige i slutet av 1980-talet och ledde enbart till att handeln flyttade ut från Sverige. Även om det gick att få överrensommelser mellan många länder kommer det alltid att finnas länder som inte skulle gå med på att införa en sådan ordning. Dessutom kan en försämrad likviditet, som skulle följa med omsättningsskatter, leda till att olika finansiella marknader rentav fungerar sämre. Nya regleringar kan helt enkelt leda till stor skada i den nu uppkomna situationen. Men det finns anledning för de internationella finansmarknadsaktörerna att se över sina riskvärderingssystem. Riskvärdering baserad på historiskt givna korrelationer i avkastning mellan olika tillgångar kan vara otillräcklig när tidigare mönster bryts och när tillgången på likviditet förändras.

På kort sikt måste problemen i världsekonomin lösas där de uppstått. Det internationella samfundet kan via Internationella valutafonden i vissa lägen bidra med likviditet om länderna själva är beredda att vidta åtgärder. Det är naturligtvis en gåta hur världens näst största ekonomi, Japan, år efter år inte förmått ta itu med problemen i sitt banksystem. Utvecklingen i den japanska ekonomin är mycket viktig inte minst för grannarna i regionen. Alla bedömare är överens om att problemen i banksektorn måste åtgärdas. Även finanspolitiska åtgärder förordas. Jag vill inte utesluta att också införandet av ett numeriskt inflationsmål, som del av ett stabilitetsprogram, skulle kunna bidra till att dämpa de negativa

framtidförväntningarna. Min förhoppning är att de aktuella signalerna om kommande åtgärder kommer att infrias.

Den amerikanska centralbanken är också starkt fokuserad på de problem som finns i världsekonomin. I Europa kommer centralbankernas agerande att avgöras i vad mån Europa drabbas av det som nu sker. Så här långt förefaller dock Europa utvecklas åt rätt håll.

Riksbanken bevakar också utvecklingen noga vad gäller stabiliteten i det finansiella systemet. När det blir finansiell oro, såsom skett på sista tiden, så skärper Riksbanken rutinmässigt bevakningen, främst av de finansiella företagen. Om det exempelvis skulle uppstå likviditetsproblem i bankerna skulle det inte bara skapa problem för penningpolitiken genom en sämre fungerande interbankmarknad, det skulle också ge upphov till en rad andra svårigheter för svensk ekonomi. Därför bevakar Riksbanken vilka effekter en finansiell oro kan få på soliditeten respektive likviditeten i den finansiella sektorn. Analysen av situationen kompletteras med ett löpande informationsutbyte med de verksamma myndigheterna på området. Bevakningen av betalningstrafiken i Riksbankens betalningssystem, RIX-systemet, ökar också i samband med börsoro av detta slag.

Av vad som kan utläsas av statistiken har de svenska bankerna en bättre position än många av de internationella bankerna, med lägre direkt exponering gentemot de krisdrabbade länderna. Man skulle kunna säga att bankkrisen ändå förde det goda med sig att svenska banker blivit mycket mer effektiva när det gäller att hantera sina risker.

Uppmärksamheten har således skärpts bland centralbankerna i världen. Ingen kan naturligtvis sitta överksam om tillväxten i världsekonomin avtar ytterligare till följd av finansiella problem.