

# Anförande

Riksbankschefen Urban Bäckström

---

TISDAGEN DEN 20 OKTOBER 1998

## Penningpolitiken under finansiell oro Stora Räntedagen

Tack för inbjudan att komma och tala om penningpolitiken här på Stora Räntedagen.

Penningpolitiken i Sverige, liksom i många andra länder, är inriktad på att uppnå prisstabilitet. Det finns två huvudsakliga skäl till detta.

*Det ena skälet* handlar om penningpolitikens bidrag till en långsiktigt god tillväxt. På lång sikt bestäms tillväxten i en ekonomi av faktorer som uppbyggnad och användning av fysiskt kapital, hur arbetskraftens kunskaper utvecklas och används samt av den tekniska utvecklingen. Ingen av dessa grundläggande tillväxtfaktorer kan påverkas direkt med penningpolitiken. Vad penningpolitiken däremot kan göra är att skapa säkerhet kring det framtida penningvärdet och därmed indirekt bidra till att skapa ett bra klimat för tillväxt.

*Det andra skälet* handlar om stabiliteten i den ekonomiska utvecklingen. När konjunkturen försvagas och resursutnyttjandet i ekonomin faller blir inflationstrycket normalt lägre. Det ger ofta utrymme för räntesänkningar. På samma vis finns det vanligen skäl att strama åt penningpolitiken efter en tid av stigande efterfrågan om den ökar snabbare än utbyggnaden av ekonomins kapacitet eftersom risken för inflation då normalt stiger. Man skall inte ha några överdrivna förväntningar på möjligheterna att finjustera ekonomin, men en

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

inriktning på prisstabilitet bör normalt ger bättre stabilitet också i den reala ekonomin.

När prisstabilitetsmålet etablerats som ett trovärdigt riktmärke kan man därför säga att utvecklingen av inflationstakten blir en sorts temperaturmätare på om resursutnyttjandet är högt eller lågt i ekonomin. Det är emellertid en mätare som inte alltid är tillräcklig. Tillfälliga faktorer av olika slag kan påverka utvecklingen. Men sambanden mellan kapacitetsutnyttjandet och inflationen är starkt.

Enligt Statistiska Centralbyråns senaste mätning i september 1998 låg prisnivån 0,5 procent lägre än vid motsvarande period föregående år. Det innebär dock inte att svensk ekonomi upplever deflation i egentlig mening. Att den genomsnittliga prisnivån faller kan ha olika orsaker. En del är bra, andra är dåliga för den ekonomiska utvecklingen.

Eftersom deflation i egentlig mening är ett tecken på att efterfrågan faller är det viktigt att först konstatera att den fallande prisnivån i svensk ekonomi inte i huvudsak beror på en låg efterfrågan. Skälet till den svagt fallande prisnivån är främst ändrade indirekta skatter, lägre räntor och låga importprisökningar. Det är fråga om relativa prisändringar som har en i huvudsak temporär effekt på inflationstakten. De leder i sin tur till temporärt högre realinkomster och bygger på så sätt under en ökad – inte minskad - efterfrågan.

Denna typ av temporära priseffekter, vare sig de kommer från en positiv eller negativ utbudsstörning, är inte något som penningpolitiken normalt bör ta hänsyn till. Den inhemska underliggande inflationen, som till stor del bestäms av resursutnyttjandet i svensk ekonomi, låg något under 2 procent i september. Det återspeglar att efterfrågan i svensk ekonomi utvecklats relativt gynnsamt. Under första halvåret steg BNP med 3 procent, jämfört med motsvarande period föregående år. Det innebär att den bana med en tillväxt om ca 3 procent i årstakt, som svensk ekonomi haft sedan sommaren 1993 även har fortsatt under 1998.

Detta innebär dock inte att allt är frid och fröjd. Det finns faror som kan vänta runt hörnet och som penningpolitiken måste vara beredd att möta. Vi befinner oss mitt i en global finansiell kris som på kort tid förändrat bilden av den framtida utvecklingen i världsekonomin. Från ett läge med förväntningar om räntehöjningar i bl.a. den amerikanska ekonomin till ett läge då det istället talas om världsrecession och behov av mer expansiv penningpolitik. Företrädare för den amerikanska centralbanken har t.o.m. talat om den finansiella krisen som den allvarligaste under efterkrigstiden och att riskerna är större att den förvärras snarare än att den mildras.

Låt mig nu göra en snabb tillbakablick på vad som hänt och resonera något kring vad en finansiell kris egentligen innebär. Därefter tänker jag gå in på de olika faktorer som Riksbanken har att ta ställning till vid utformningen av den svenska penningpolitiken.

### **Utvecklingen i världsekonomin**

De sydostasiatiska länderna beskrevs länge som ekonomiska under och omnämndes allmänt som de asiatiska tigrarna. Med till synes goda ekonomiska

grundförutsättningar i form av hög tillväxt, höga sparande- och investeringskvoter och statsfinanser i god ordning sågs tillgångar i dessa länder som goda investeringsobjekt. Tilltron var stor att den positiva utvecklingen skulle bestå. Kapital strömmade därmed in i länderna. På bara ett halvt decennium steg utlandsskulden i de sydostasiatiska länderna till närmare 30 procent av BNP, vilket i och för sig inte är en hög siffra. Problemet var att nästan två tredje delar av denna skuld var kortfristig och att inflödet av kapital skedde under kort tid. Bidragande var att centralbankerna till synes absorberade all valutarisk via en fast växelkurspolitik.

Men problemen var emellertid större än vad placerarna trott. En av dessa var att banksystemen inte var riktigt redo för de omfattande inflödena. Det utländska kapitalet och den kraftiga inhemska kreditexpansionen, hade bl.a. gått till investeringar i fastigheter, aktier och direkt i företag som inte gav den långsiktigt höga avkastning som förväntades. Så småningom sprack bubblan. Något tydligt startskott till krisen kan inte härledas, men då tvivlen slutligen började slå rot hos placerarna under 1997 skedde ett snabbt uppvaknande. Kapitalflödena började vända. När den thailändska bahten devalverades den 2 juli 1997 blev reaktionen än mer kraftig. I slutet av juli hände därför samma sak i Malaysia. Näst i tur stod den indonesiska valutan som föll den 14 augusti och den koreanska wonen kollapsade den 16 december 1997.

Min beskrivning visar på tydliga likheter med den svenska krisen i början av 1990-talet. En centralbank som till synes absorberar valutarisken kan under vissa omständigheter skapa incitament till omfattande kortfristiga valutaflöden. I Sverige kallades de för "korglån". Detta i kombination med en påtaglig inhemska kreditexpansion, ett banksystem som inte är moget för en fri kapitalmarknad och en bubbliknande ekonomi bildar ofta startpunkten för en finansiell kris. Det gjorde det i det svenska fallet och så även i Sydostasien.

De direkta effekterna på OECD-området bedömdes allmänt inte bli särskilt stora. Ingen räknade därför med att problemen i Sydostasien skulle komma att innebära något verkligt hot mot tillväxten i resten av världen. Men vad ingen egentligen insåg var att krisen i Asien skulle fördjupas och sprida sig vidare över världen via det finansiella systemet.

I första hand förvärrades de redan omfattande inhemska problemen i Japan och Ryssland ytterligare av den asiatiska krisen. Då den ryska regeringen den 17 augusti 1998 valde att ställa in betalningarna på statskulden i rubel, accentuerades krisen än mer och spred sig vidare till andra framväxande marknader och till det finansiella systemet i västvärlden.

I ett första steg innebar de ändrade riskbedömningarna att placerarna tog det säkra före det osäkra och valde tillgångar i historiskt säkra valutor såsom D-marken och dollarn. Dessa valutor stärktes samtidigt som obligationsräntorna föll. Då andra placeringar avvecklades för att minska framtida risker, eller reducera de förluster som redan skett, drabbades mindre valutor som den svenska kronan trots goda ekonomiska grundförutsättningar. Andra valutor som t.ex. den kanadensiska, nya zeeländska och australiska dollarn, vars centralbanker också har inflationsmål och flytande växelkurs, drabbades också.

I takt med att oron ökade till följd av förluster och problem i den finansiella sektorn valde placerarna i högre grad också alltmer likvida placeringar. De långa obligationsräntorna kom därmed att stiga. Att eftersträva högsta möjliga grad av likviditet tyder på oro för svårigheter att avveckla de positioner som tagits; helt enkelt på en oro för att marknaden ska upphöra att fungera i något avseende.

### **Vad är en finansiell kris?**

Det som är bekymmersamt i den nu uppkomna situationen är om förloppet – mot förmodan – utvecklas till en global finansiell kris i dess verkliga mening. Vad är egentligen en verklig finansiell kris och en s.k. credit crunch?

För att förstå detta måste vi se på bankernas funktionssätt i samhällsekonomin. Affärsbanker livnär sig på att låna upp kortfristigt från allmänheten för att i sin tur låna ut på lång sikt - en strategi som kan tyckas lite riskfylld. Affärsidén bygger till stor del på förtroende, men även på bankernas förmåga att reducera den osäkerhet som finns om kredittagarna och deras möjligheter att fullfölja sina åtaganden. I ett första steg måste bra låntagare skiljas ut från de dåliga, en välgrundad kreditbedömning måste ske som löpande följs upp. De möjliga negativa effekterna av osäkerheten kan också begränsas genom att banken kräver säkerheter för de lån som beviljas.

Om bankerna inte längre har förmåga att reducera denna osäkerhet och förbättra, eller kompensera för, den bristfälliga information de har i utgångsläget kan det leda till att bankerna avstår från att ge krediter. Bankerna kan i en sådan situation helt enkelt inte längre avgöra vilka som är bra och dåliga låntagare och avstår i det läget från all långivning. Likviditetstillförseln i ekonomin stryps därmed, vilket drabbar utlåningen såväl till konsumenter och investerare som till andra banker. En credit crunch uppstår, d.v.s. en ofrivillig neddragning av kreditgivningen. Detta kan ge spridningseffekter till den reala ekonomin då konsumenter och företagare inte längre har tillgång till krediter för att genomföra sina beslut. BNP faller och arbetslösheten stiger.

### **Long Term Capital och hedgefondernas roll**

Oron för att bankutlåningen skulle påverkas ökade då hedgefonden Long Term Capital Management drabbades av stora svårigheter. Förluster för denna fond kunde komma att ge spridningseffekter till bankerna i i-länderna, dels via de direkta exponeringarna på denna fond, dels via en ökad allmän oro om andra aktörers betalningsförmåga. Denna oro återspeglas i att börskurserna runt om i världen för internationellt verksamma banker sjunkit mer än det allmänna kursläget.

Long Term Capital startade sin verksamhet 1994. Under de inledande åren låg avkastningen kring 40 procent per år. Strategin var uppbyggd kring komplicerade matematiska modeller för att identifiera temporära skillnader mellan olika räntor och med vilken sannolikhet dessa skillnader skulle kunna återgå till mer normala förhållande. Oron på de finansiella marknaderna innebar dock att ränteskillnaderna ökade istället för att, som beräkningarna tydde på och som man

utgick ifrån, minska. De stora antalet placeringar, som fonden gjort, och som tidigare hade fungerat som riskspridning och skydd, ledde i stället till att förlusterna blev större och större eftersom ränteskillnaderna ökade på nästan alla marknader.

Lärdomen från detta förefaller vara att det egentligen inte spelar någon roll hur sofistikerade olika modeller är som grund för placeringsbeslut; onormalt hög avkastning kan bara åstadkommas med hjälp av ett onormalt högt risktagande. Jag kan i detta sammanhang inte låta bli att travestera Tage Danielssons eminenta monolog om sannolikheter:

*Före kollapsen i Long Term Capital var det ju ytterst osannolikt att det som hände verkligen skulle hända. Det finns fortfarande de som tycker att det som hände Long Term Capital var så otroligt osannolikt så egentligen har det nog inte hänt. Och man förstår ju att de tvekar för enligt hedgefondens egna sannolikhetsberäkningar så inträffar ju en sån här händelse så sällan. Och om det som hände Long Term Capital verkligen är sant, då är ju risken att det ska hända en gång till löjligt liten. Egentligen var det tur att det hände. För då vet vi ju att nu är det nästan säkert att det inte händer igen.*

Statistiken över situationen i det svenska finansiella systemet tyder på att svenska banker inte har lika omfattande direkta riskexponering mot de krisdrabbade länderna som banker i andra länder. Exponeringarna mot hedgefonderna är också små. I allt det elände som bankkrisen i början av 1990-talet förde med sig finns ändå den ljusglinten att de svenska bankerna tycks ha varit tämligen försiktiga med att ta för stora risker under senare år och dessutom påtagligt förbättrat sin förmåga att bedöma risker.

Den svenska marknaden har emellertid också drabbats av placerarnas allmänna ovilja att hålla mer riskfyllda och illikvida tillgångar. Detta kan utläsas i räntedifferenserna gentemot de tillgångar på marknaden som upplevs som de mest kreditvärdiga, statsobligationerna. Den ersättning placerare vill ha för att acceptera att hålla tillgångar utställda av privata sektorn, däribland banker, istället för av staten - t.ex. differensen mellan så kallade ränteswappar och statsobligationer - har ökat markant. Den tioåriga swappspreaden ligger idag på omkring 0,8 procentenheter i Sverige. Samma bild av ökad rädsla för kredit och illikvida placeringar ger differenserna mellan räntorna på bostadsobligationer och statsobligationer, den s.k. bospreaden. Differensen har ökat med nästan en halv procentenhet sedan sommaren i takt med att osäkerheten tilltagit. Detta kan ses som ett uttryck för den allmänna oro som råder på de internationella finansiella marknaderna och bör inte övertolkas som misstro mot den framtida utvecklingen i den svenska ekonomin och mot den svenska finansiella sektorn.

### **Avstämning mot inflationsrapporten**

I den senaste inflationsrapporten antog Riksbanken att tillväxten i OECD-området skulle bli mellan 2 och 2,5 procent de kommande åren. Därmed reviderade vi återigen ned vår prognos om den internationella konjunkturen. Det främsta skälet var att aktiviteten i Japan och USA förväntades bli svagare än vad som tidigare antagits. I den japanska ekonomin berodde det främst på

förtroendeproblem till följd av situationen i banksektorn. I USA antogs den internationella krisen få effekter via lägre tillgångspriser som hämmar konsumtionen samt via en svagare nettoexport.

Inom euroområdet förväntades emellertid den starka inhemska efterfrågan leda till en gynnsam utveckling av tillväxten de kommande åren.

Hur är läget nu? Fortfarande ligger orosmolnen tjocka och skymmer sikten för hur den reala ekonomin kommer att utvecklas i spåren av den finansiella krisen. Den finansiella krisen kan få konsekvenser för världsekonomin via direkta effekter på produktionen och tillgångsvärdena. Avgörande för hur omfattande konsekvenserna blir är också i vilken grad förtroendet minskar hos hushåll och företag till följd av krisen och i vilken utsträckning bankernas nödgas dra ned på utlåningen.

I USA försämras hushållens förväntningar för tredje månaden i rad, en indikator som tidigare varit nära sammankopplad med utvecklingen i den privata konsumtionen. Här spelar också börsutvecklingen en större roll än i de europeiska ekonomierna. Studier visar att den tidigare aktieuppgången bidragit med omkring en fjärdedel av konsumtionsökningen mellan 1995-98. Uppgången i aktiepriserna har lett till att sparandet dragits ned. Om hushållen försöker att återställa de tidigare lågt nedpressade sparandekvoterna kan det få effekter på den inhemska efterfrågan.

I den japanska ekonomin kommer den fortsatta hanteringen av det nya bankstödspaketet att bli avgörande för förtroendet och tillväxten. Förväntningarna om den framtida ekonomin är nära sammankopplade med hur problemen inom banksektorn kommer att hanteras. Den japanska ekonomin är ett tydligt exempel på svårigheterna att påverka den ekonomiska utvecklingen med politiska åtgärder i ett läge då förtroendet är lågt om den långsiktiga lösningen.

Den europeiska utvecklingen ser i stort positiv ut. I euroområdet har inte förväntningarna försämrats i någon större utsträckning, med undantag för några länder. Börsutvecklingens inverkan är här mindre än i USA. Förtroendet kan emellertid komma att påverkas om den europeiska industrikonjunkturen skulle avmattas och påverka utvecklingen på arbetsmarknaden.

Utvecklingen av kreditgivning kommer att vara central för tillväxtutsikterna i världsekonomin. Centralbankerna är medvetna om detta och följer noga utvecklingen av bankernas soliditet och deras möjligheter att ge krediter. Den amerikanska räntesänkningen ska ses mot bakgrund av en omsorg om såväl den inhemska efterfrågan som om banksektorns utveckling.

### **Frågor som Riksbanken måste ta ställning till**

I slutet av september drog Riksbanken slutsatsen att reporäntan skulle lämnas oförändrad. För detta talade en relativt positiv bild av den svenska ekonomin med god tillväxt och en inflation som från en låg nivå successivt återförs till den målsatta nivån under prognosperioden.

Riksbanken pekade emellertid på svårigheterna att bedöma inflationsutsikterna. Om oroligheterna på de globala finansiella marknaderna skulle få realekonomiska

effekter skulle detta kunna leda till lägre inflation. Å andra sidan såg vi risker för att en varaktigt svagare krona - som inte berodde på försämrade ekonomiska grundförutsättningar - skulle kunna leda till högre inflationstryck.

Även om det är för tidigt att göra en ny prognos kan man nog konstatera att det mesta idag talar för att tillväxten i omvärlden snarare kommer att revideras nedåt än uppåt. Centralt för utvecklingen blir sannolikt hur förtroendet utvecklas såväl hos hushållen som bland marknadens aktörer och i vilken mån situationen i den internationella banksektorn påverkar kreditgivningen negativt i olika länder. Riskerna för en svagare omvärld förefaller helt enkelt ha ökat. I en sådan situation är det naturligtvis inte rimligt att tro det skulle passera obemärkt för den svenska ekonomins vidkommande.

Nästa fråga blir hur den inhemska efterfrågan påverkas av det som händer på det internationella planet. Av den senaste statistiken att döma har hushållens förväntningar om den svenska ekonomin blivit något mindre positiva. Detta verkar emellertid inte ännu innebära att deras förväntningar om den egna ekonomin försämrats. Ökningstakten för utlåningen till företagen har också minskat något. Även om utvecklingen i dagsläget ser tämligen stark ut för t.ex. detaljhandeln och för olika indikatorer på privat konsumtion, är det viktigt att komma ihåg att analysen måste vara framåtblickande. Frågan är alltså hur konsumtionen kommer att utvecklas under de nya omständigheterna.

Samtidigt har växelkursen, åtminstone hittills, utvecklats i en annan riktning än den som inflationsrapporten byggde på. Den markanta försvagningen av kronan innebär en kraftig stimulans av den svenska ekonomin om den blir bestående. Detta gäller i en regim med flytande växelkurs precis som i en fast växelkursmiljö. Från penningpolitisk horisont är det effekten på inflationen via ökad produktion och så småningom höjt resursutnyttjande som är den mest intressanta, snarare än de effekter kronförsvagningen kan få på importpriserna. Skälet till detta är att genomslaget av tidigare importprisökningar i konsumentprisledet varit förhållandevis måttliga. Det är inte förvånande när de medelfristiga inflationsförväntningarna numera förefaller ligga tämligen fast förankrade kring målet på 2 procent.

Frågan som Riksbanken har att ta ställning till är vilken av de två effekterna som kommer att dominera. Om den svagare internationella utvecklingen dominerar inflationsutvecklingen, finns det risk att inflationen hamnar under målet inom den tidshorisont på ett till två år som är relevant för penningpolitiken. Enligt tankeramen för politiken innebär det en sänkning av reporäntan. Om effekten via en varaktigt svagare krona överväger, finns istället risken att inflationsmålet överskrids. I en sådan situation kan en god efterfrågeutveckling och en inflationstakt i linje med målet bara uppnås vid en högre reporänta än dagens. Konjunkturutvecklingen måste således vägas mot de effekter kronkursen kan få på inflationsutsikterna.

I detta sammanhang kan det vara värt att åter påminna om att Riksbanken inte har något mål för växelkursens nivå. Det viktiga är den sammantagna bedömningen av alla faktorer som påverkar inflationsutsikterna, inklusive den internationella och svenska konjunkturen och den eventuella stimulansen från

växelkursen. En annan sak är att vi inte känner entusiasm när utvecklingen av växelkursen präglas av tvära kast.

Slutsatsen för penningpolitiken blir att vi noga måste följa utvecklingen i den reala ekonomin, i det finansiella systemet och på de finansiella marknaderna. För tillfället avvaktar vi med att ändra reporäntan, men den slutsatsen kan behöva ändras så småningom när bilden klarnar.