

Anförande

Förste vice riksbankschef Lars Heikensten

DEN 9 MARS 2001

Vad händer i USA och hur påverkar det oss?

Aktiespararna i Malmö

Jag skulle först vilja passa på att tacka för att jag fått komma till Malmö och tala. Att resa hit kring den här årstiden är alltid trevligt; tecknen på att våren nalkas är fler och tydligare här nere.

I fokus för oss prognosmakare, världen över är jag nog beredd att påstå, står den amerikanska ekonomin. Oenigheten bland ekonomer är som vanligt stor när vi står inför en vändpunkt i ekonomin. Jag kommer att tänka på beskrivningen som någon gjort att om man lägger alla världens ekonomer på en lång rad så kommer de ändå inte fram till en gemensam slutsats. Det tycker jag väl fångar in stämningläget inom ekonomkåren, även om det just nu finns ett mönster i bedömningarna. Amerikanska ekonomer är på det hela taget betydligt mer optimistiska än andra som ser på USA utifrån.

Klart är att USA under nästan ett decennium fungerat som ett ekonomiskt draglok åt den globala tillväxten. Klart är också att hur USA-ekonomin kommer att utvecklas framgent i stor utsträckning styr den internationella konjunkturutvecklingen och därmed konjunkturförloppet i Sverige.

Mot den här bakgrunden tänkte jag ta upp ett antal frågor kring den amerikanska ekonomin och teckna några tänkbara konjunkturscenarier. Låt mig dock omgående lägga in en brasklapp: Jag har inte något entydigt svar på hur förloppet kommer att se ut. Avslutningsvis tänkte jag beröra konsekvenserna för den ekonomiska utvecklingen och inflationen i Sverige. När det gäller det senare är det inte bara den internationella konjunkturen som är viktig, utan också hur tex.

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

löner, produktivitet och kronan utvecklas. Därmed kommer jag också in på de utmaningar penningpolitiken nu står inför.

Rekordlång högkonjunktur

Låt mig börja med att backa några år. För att förstå de problem man har att hantera i USA tror jag att det kan vara fruktbart att vända blicken mot de gångna nio årens exceptionella utveckling. En konjunkturuppgång som inleddes i början av 1990-talet och som successivt växte sig allt starkare. Idag kan vi konstatera att det är den längsta oavbrutna expansionen i amerikansk ekonomi någonsin.

Denna fas fick först epitetet "Guldlocksekonomin", varken för varm eller för kall, efter sagan där Guldlock prövar temperaturen på de tre björnarnas gröt. Bakgrunden var att det trots hög tillväxt inte syntes tecken på överhettning. Sedan talades det om en "ny ekonomi", där framför allt investeringar i ny teknik och det ökade användandet av Internet bidragit till en bättre fungerande ekonomi med stigande produktivitet. Genom att utnyttja den nya tekniken blev företagen mer effektiva: Konkurrensen ökade, bland annat beroende på Internet som gjorde det lättare att jämföra priser, lagerhållningen minskade och distributionen blev mer effektiv.

Jag tror dock inte att förklaringen enbart kan hänföras till teknikförändringar. Det finns också skäl att lyfta fram de avregleringar som inleddes under 1980-talet samt konsolideringen av statsfinanserna under 1990-talet som två ytterligare viktiga orsaker. Avregleringen har bidragit till att stärka det amerikanska näringslivet och konsolideringen av statsfinanserna medfört att förtroendet bland hushåll och företag ökat och att de långa marknadsröntorna sjunkit något.

Låga räntor och en förbättrad produktivitetsutveckling bäddade för den kraftiga investeringsvåg som sedan följde. Tillväxttakten i den amerikanska ekonomin sköt i höjden, arbetslösheten sjönk till nivåer som knappast någon trodde var möjligt att förena med låg och stabil inflation. Bedömningen av hur mycket efterfrågan långsiktigt kan växa utan att inflationen tar fart justerades efterhand upp i takt med att utfallen rubbade på tidigare prognoser.

Kastar vi sen ett öga på börsutvecklingen i USA – och då tänker jag framför allt på den teknikdominerade Nasdaq-börsen – kan vi konstatera att förväntningarna på företagens vinster steg snabbt till nivåer vi inte sett sedan 1930-talet. Kulmen på denna utveckling nåddes i föl med rekordhöga börskurser och en tillväxttakt på över fem procent, under några kvartal till och med ännu högre.

Medaljen har dock en baksida. Under denna period har obalanser byggts upp. USA har levt på lånade pengar, landet har som helhet sparat mindre än vad som investerats, detta trots att staten via balanserade budgetar och sedermera överskott sparat allt mer. Det kapital som saknats har lånats utifrån av utländska investerare som villigt placerat pengar i landet i förhoppningen om att de goda tiderna skulle hålla sig. Det är förklaringen till att USA kunnat ha ett gigantiskt bytesbalansunderskott som idag uppgår till nästan 5 procent av BNP och detta samtidigt som dollarn stärkts kraftigt.

Trots kraftig produktivitetstillväxt kom det så småningom fram tecken som visade på att tillväxttakten inte var förenlig med långsiktig stabilitet. För att kyla av

ekonomin började den amerikanska centralbanken dra i bromsen sommaren 1999 och höjde fram till i fjol styrräntan i flera steg fram med sammanlagt 1,75 procentenheter upp till 6,5 procent.

Baksmällan lät inte vänta på sig. Värdet på Nasdaq-börsen nästintill halverades under loppet av förra året. Vinstvarningarna har duggat tätt och företagen gör personalnedskärningar, bankerna har stramat åt sin lånegivning och konsumentförtroendet viker samtidigt som arbetslösheten börjat stiga. Industriproduktionen har i princip slutat att växa. Under loppet av en månad har Federal Reserve sänkt räntan med 1 procentenhet ned till 5,5 procent och förväntningarna bland aktörerna på marknaden är att det kommer ytterligare sänkningar under våren.

Frågan är vad som egentligen händer. Är detta en tillfällig korrigeringsperiod efter en period av överoptimism som bland annat lett till att det kanske investerats allt för mycket och som nu kommer att mynna ut i en ganska mild och gradvis avmatning av ekonomin? Eller är det den stora, långvariga och smärtsamma korrigeringen av obalanserna i USA:s ekonomi som nu inletts på allvar? Även de mest erfarna och kvalificerade bedömare har efter några få månaders överraskande data svårt att sätta ned foten.

Låt mig skissa på tre möjliga konjunkturförlopp: ett optimistiskt, ett mindre optimistiskt och ett pessimistiskt scenario och resonera kring dem.

Tre scenarier

Det optimistiska scenariot – V:et

Det förlopp som de flesta bedömare, framför allt i USA, tror på just nu är att raset i USA bara är en obehaglig men ofarlig "luftgrop" under amerikansk ekonomis mjuka inflygning mot lägre men fortsatt mycket goda tillväxttal. "Luftgropen" skulle bero på en tillfällig överproduktion, där för stora lager och något för höga IT-investeringar måste justeras ned under ett eller allra högst två kvartal. Konturen på konjunkturutvecklingen brukas liknas vid ett V, där konsumtion och investeringar initialt mattas för att sen ta fart igen och driva upp tillväxten till den förmodade potentiella kring 3 till 4 procent.

I botten finns fortfarande de senaste årens exceptionellt teknikdrivna produktivitetssuppgång som bidrar till att gjuta nytt liv i optimismen. Den oro som skapats av korrigeringen sopas bort av den aktiva penningpolitiken och löften om stora skattesänkningar under kommande år. Optimisterna sätter mycket stor tilltro till IT:s effekt på tillväxt och produktivitet och att vinstutsikterna snabbt förbättras.

Det mindre optimistiska scenariot – U:et

Risken finns menar vissa bedömare att vändningen inte går så snabbt som det antas i V-scenariot. Förloppet skulle istället kunna beskrivas som ett U; en mer utdragen nedgång. Konjunkturuppgången de senaste åren har varit starkt investeringsdriven och enligt anhängarna av U-scenariot skulle ekonomin ha drabbats av överinvesteringar. Nu står man alltså med en allt för stor kapitalstock som måste anpassas. Denna anpassning förstärker den ekonomiska avmatningen som därmed kommer att visa sig vara svårare att stoppa än vad man från början hade räknat

med. Det tar tid – kanske lång tid – innan räntesänkningarna sedan slår igenom på efterfrågan bland hushållen och företagen.

Vidare skulle de obalanser som byggts upp i ekonomin ha försämrat förutsättningarna för en snabb återhämtningen. Arbetsmarknaden i USA skulle exempelvis i det här scenariot fortfarande vara så överhettad att om priserna på IT slutar falla medan priserna på råvaror stiger, och en svagare dollar dessutom gör importen dyrare, då stiger inflationen fast det är låg tillväxt. Det scenariot kan bli mer besvärligt för Federal Reserve att hantera eftersom räntevapnet inte lika ledigt kan användas för att vända konjunkturen om inflationen samtidigt hotar. Risken finns dessutom att de skattesänkningar som utlovats dröjer, något som riskerar att försena en återhämtningen.

Istället för en avmattning som i V-scenariot vänder efter ett till högst två kvartal skulle uppgången dröja kanske ytterligare två kvartal alltså sammanlagt cirka ett år.

Det pessimistiska scenariot –L:et

Det finns också ett – eller kanske flera – pessimistiska scenarier där obalanserna i USA:s ekonomi korrigeras smärtsamt och resulterar i att ekonomin förlamas eller uppgången blir mycket fördröjd. Utvecklingen skulle kunna liknas vid ett L, där ekonomin först tappar fart och sen inte lyckas få upp ångan igen utan kryper fram i snigelfart. Bakom denna typ av scenario ligger antaganden om att ekonomisk-politiska åtgärder inte förmår att vända trenden.

I L-scenariot bromsas företagens snabba produktivitetslyft, de drar ned på investeringarna samtidigt som börskurserna faller och lägger sordin över konsumentförtroendet som ytterligare förstärker fallet. I en negativ spiral faller börskurser, investeringar och konsumtion, samtidigt som bekymrade utlänningar inte gärna sätter sina pengar i amerikanska investeringar. När pengar inte längre flödar in i USA faller dollarn. På grund av en begränsad utrikeshandel drar korregeringen av det stora bytesbalansunderskottet ut på tiden. USA måste investera mindre och spara mer.

Hushållens och företagens skuldsituation framstår nu också som mer påtaglig och kanske också än mer besvärande. Tidigare när produktiviteten, vinstutsikterna och förmögenheterna ständigt förbättrades kunde skuldsättningen kanske motiveras, men idag är det svårare när förmögenhetsstocken har rasat.

Risken är att varje slant företagen kan frigöra först och främst går till att förbättra soliditeten istället för investeringar. Och risken är att de högt belånade hushållen på samma vis inte är beredda att dra nytta av lägre räntor.

Till detta kommer att de amerikanska statsfinanserna kanske inte kommer att utvecklas fullt så väl som många idag tror om konjunkturen skulle vika mer än väntat. Det skulle ytterligare kunna hämma framtidstron.

Dessa scenarier som jag försökt att beskriva är inte distinkt olika. Utvecklingen kan mycket väl låna drag från flera av dem. Vilket av dessa scenarier som framstår som mest troligt framöver kan diskuteras. Vad som först kanske ser ut som ett V kan tex. gå över i ett L. Men en variant på U-scenariot är det som idag framstår som mest troligt. Det innebär i så fall en tydlig nedrevidering av den internationella

konjunkturbilden jämfört med den bedömning vi gjorde i vårt huvudscenario i december.

Slutsatser för svensk ekonomi

Att den svenska ekonomin idag står på en stabil grund efter flera år med god tillväxt och låg inflation, och att de offentliga finanserna nu också är i ett helt annat skick jämfört med när konjunkturen försvagades förra gången, är till stor hjälp i den här situationen. Ett antal år med effektiv inflationsbekämpning och stram budgetpolitik har skapat ett bra utgångsläge som gör det lättare att hantera en nedgång i konjunkturen.

Under fjolårets sista månader skedde en avmattning i den svenska ekonomin. Tydligast var detta i exportsektorerna, men även konsumtionen förefaller att ha dämpats. I viss utsträckning är detta en önskvärd utveckling. Den svenska tillväxten var tidigare under 2000 så hög att den antagligen skulle ha drivit upp inflationen och därmed hotat stabiliteten i ekonomin om den fortsatt.

De signaler som inkommit från januari och februari tyder också på en något svagare inhemsk utveckling än tidigare beräknat. Men det är ingen dramatik. Tillväxttakten verkar komma ned i närheten av den nivå som Riksbanken tidigare bedömt vara den som ekonomin långsiktigt klarar av utan att inflationen tar fart, dvs. mellan 2 till 2,5 procent.

Ser vi till prisutvecklingen kan vi konstatera en viss uppgång i den underliggande inhemska inflationen, det så kallade UNDINH. I måttet räknar man bort såväl räntekostnader samt skatter och subventioner som prisförändringar på importerade varor. Uppgången är i och för sig inte alarmerande. Man ska komma ihåg att utvecklingen under senare år, med en mycket låg inhemsk underliggande inflation, varit exceptionell. Prisdämpande effekter av bland annat avregleringar har varit större än vad vi från början räknade med. Och större än vad vi antagligen kan räkna med framöver.

Frågan är vad som kommer att hända med det inhemska inflationstrycket framöver. Kommer det att fortsätta krypa uppåt? Slutna löneavtal har hittills visserligen varit i linje med vad Riksbanken prognosticerat. Men de är något höga sett ur ett internationellt perspektiv. Det finns också en risk för högre löneutfall inom en del av de avtalsområden där överenskommelser ännu inte träffats och i så fall för spridningseffekter till hela arbetsmarknaden under kommande år. Det skulle kunna driva upp det inhemska pristrycket. Särskilt problematiskt skulle detta kunna vara om produktiviteten samtidigt faller, vilket varit det historiska mönstret när konjunkturen mattats. Det finns dock skäl att vara försiktig med historiska jämförelser. Antagligen viker produktiviteten en del, men inte så mycket som förr eftersom företagen idag verkar justera arbetsstyrkan snabbare när efterfrågeläget förändras.

Det är i detta spänningsfält penningpolitiken utformas för närvarande. Å ena sidan en internationell konjunktur som dämpas tydligt och som kan komma att försvagas ytterligare. Å andra sidan en lönerörelse som fortfarande kan orsaka problem, ett inhemskt inflationstryck som stiger och en växelkurs som riskerar att

ge inflationsimpulser. Det är ännu för tidigt att bedöma styrkan i dessa faktorer och ta ställning till vilka som dominerar.

Mot bakgrund av det här resonemanget är det viktigt att under våren ha en hög beredskap för att ändra reporäntan om ny information visar att det behövs.