

Anförande

Vice riksbankschef Lars Nyberg

ONSDAG DEN 2 MAJ 2001

Konjunkturförsvagning

- men hur snabb och hur djup?

Danske Securities

Jag vill till att börja med tacka för inbjudan att tala om den ekonomiska utvecklingen i Sverige och i omvärlden. Vi ekonomer brukar ju ofta både börja och sluta med att gardera för att läget är osäkert och att bedömningarna kan skilja sig, men just nu känns detta mer relevant än vanligt. Mycket har ju hänt under de senaste månaderna och viktiga bitar fattas fortfarande i konjunkturpusslet.

När vi december höjde reporäntan med en kvarts procentenhet till 4 procent såg vi tecken på begynnande överhettning i den svenska ekonomin. Vi närmade oss produktionstaket i ett läge då ett antal känsliga löneuppgörelser stod för dörren och vi bedömde att kronan kunde förbli svag ännu en tid, vilket skulle ge en extra stimulans till exportefterfrågan. Visserligen såg vi tecken på avmattning i framför allt den amerikanska ekonomin, men sannolikheten för att denna avmattning under de närmaste månaderna skulle allvarligt påverka den svenska konjunkturen föreföll begränsad. Den samlade bedömningen var att den svenska ekonomin behövde en liten lättnad på gaspedalen för att inte övervarva.

Idag, drygt fyra månader senare, ser bilden i viktiga avseenden annorlunda ut. Den internationella konjunkturbilden har mörknat betydligt och i den inflationsrapport som publicerades i slutet av mars bedömdes tillväxten i BNP till 2,4 procent både för år 2001 och år 2002, en sänkning för innevarande år med en hel procentenhet och för nästa år med en halv procentenhet jämfört med decemberrapporten. Det rör sig fortfarande om goda tillväxttal i historisk jämförelse, men vi har onekligen påbörjat den avmattning som föreföll önskvärd i december. Frågan är nu om den riskerar att bli för snabb och för djup.

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

Ett gott utgångsläge

När man funderar över den frågan kan det vara nyttigt att konstatera att utgångsläget för den svenska ekonomin är ganska gott. Mycket har hänt sedan krisåren i början av 1990-talet. Avregleringar av finans-, tele- och elmarknaderna och den fortskridande handelsliberaliseringen har ökat konkurrensen i ekonomin och tvingat företagen att bli allt effektivare. En målmedveten hantering av bankkrisen och en lika målmedveten sanering av statsbudgeten har återställt det förtroende från omvärlden som tidigare var ganska naggat i kanten. Vi har inriktat politiken mot prisstabilitet och därmed, förhoppningsvis, lämnat bakom oss en lång period där pris- och lönespiraler följts av devalveringar och där tillväxten blivit lägre än bland våra konkurrentländer. Ett trovärdigt inflationsmål ses idag som en förutsättning för makroekonomisk stabilitet.

Bakom den fallande inflationen ligger i första hand en växande trovärdighet i inflationsmålpolitiken, som under åren efter 1993 gradvis påverkade inflationsförväntningarna. Under senare år har reporäntan i Sverige varit lägre än motsvarande styrräntor i USA, England och inom EMU-området. Många betvivlade att Sverige som litet land utanför Euroområdet någonsin skulle kunna leva med korta räntor lägre än de som sattes i Frankfurt. Men det har vi ändå lyckats göra under en tid. Ser man på de korta reala räntorna har de nu ungefär samma nivå i Euroområdet och i Sverige, kring två procent.

Att vi i Sverige under andra halvan av 1990-talet lyckades få en god tillväxt utan att detta ledde till överhettning och höjda räntor berodde också på att vi inledde processen med ett mycket lågt resursutnyttjande. Efter krisen under 1990-talets första år var arbetslösheten rekordhög och det fanns betydande outnyttjad kapacitet i näringslivet. Det är inte förrän under den senaste tiden, från slutet av förra året, som vi börjat känna att kapacitetstaket är nära.

Slutligen har vi i Sverige under hela 1990-talet haft en positiv utveckling av det privata sparandet och hushållens skuldbörda är i dagsläget väsentligt mindre än efter krisen i början av förra decenniet. Vi har dessutom ett överskott i bytesbalansen, vilket är liktydigt med ett överskott i sparandet för ekonomin som helhet. Annorlunda ser det ut i USA. Där har sparandet i den privata sektorn nått ner mot -7 procent av BNP, hushållens skuldbörda är rekordhög och underskottet i bytesbalansen är snabbt växande. Både amerikanska konsumenter och internationella placerare har haft en stark tilltro till den amerikanska ekonomins möjligheter att generera framtida inkomster.

USA i fokus för konjunkturbilden

När det gäller den aktuella konjunktursituationen fokuseras intresset på USA, inte minst beroende på det låga sparande och den kraftiga skulduppbyggnad som just beskrivits. Om de amerikanska hushållen snabbt skulle öka sitt sparande och minska sin konsumtion och om utländska placerare skulle börja känna sig mer tveksamma till att finansiera bytesbalansunderskottet kan detta naturligtvis få betydande konsekvenser för världsekonomin.

Den amerikanska konjunkturbilden är dock fortfarande splittrad. Visserligen är hushållens konsumtion fortsatt hög och utvecklingen inom byggnads- och bostadssektorn är också tillfredsställande. Dessutom förefaller det kraftiga fallet i förtroendeindikatorerna ha dämpats, åtminstone för ögonblicket. Men samtidigt är industriproduktionen fortsatt svag, orderingången faller och lagerkorrigeringen går oväntat sakta, framför allt i den känsliga IT-sektorn. Även siffrorna från arbetsmarknaden ser dystra ut och ledande indikatorer viker. Börsen har visserligen vänt uppåt under de senaste veckorna, men är fortfarande mycket svängig och hushållens skuldbörda fortsätter att öka. Ledande ekonomer har slutat tala om ett V när de beskriver den ekonomiska utvecklingen. Uppgången kommer, men det tar sannolikt längre tid än man trodde för någon månad sedan.

Det är mot denna bakgrund man skall se de fyra amerikanska räntesänkningarna om sammanlagt 2 procentenheter som skett under våren, två av dem vid sidan om de ordinarie sammanträdena i Federal Reserve Board. Det är knappast sannolikt att Fed vet något som de inte talat om för marknaden, vilket ibland antyds bland analytiker. Så arbetar inte en centralbank. Men den amerikanska ekonomin ”gick i väggen” mycket snabbare än väntat och Fed fruktar sannolikt att oron på de finansiella marknaderna skall avskräcka både investerare i realkapital och konsumenter från att spendera sina pengar. Det är säkert en berättigad rädsla.

Sedan kan man naturligtvis känna en viss tvekan för att penningpolitiken tar på sig rollen som kortsiktig frälsare av de amerikanska konsumenterna, som därmed kan fortsätta ännu någon tid att konsumera utöver sin inkomst, dvs. med en negativ sparkvot. Om den stora framtidsoptimism som speglas i bl. a sparandeutvecklingen visar delvis obefogad kan problemen i ett senare läge bli än svårare att hantera.

Även om fokus ligger på USA just nu har oron för utvecklingen i Japan ökat under senare tid. Här finns av allt att döma både besvärliga problem i den reala ekonomin och i finanssektorn och politiska svårigheter när det gäller att hantera dem. Inom försäkringssektorn är ett antal stora livförsäkringsbolag enligt uppgift i teknisk mening insolventa, eftersom de lovat pensionstagarna en avkastning som de inte har möjlighet att leverera. En stor del av försäkringsbolagens tillgångar är ju på traditionellt sätt placerade i lågförräntande statsobligationer. Den japanska tioårsräntan ligger för närvarande kring en och en tredjedels procent. Bank of Japan har deklarerat att de ämnar fortsätta sin nollräntepolitik under överskådlig tid och marknaden förväntar sig snarast en fallande prisnivå under det kommande året. Om räntor och inflation så småningom skulle stiga, vilket inte ligger i korten, skulle det naturligtvis ytterligare erodera värdet av japanernas pensionspengar, eftersom obligationsstocken i försäkringsbolagen skulle falla i värde.

Hur stora hål som finns i bankernas balansräkningar till följd av dåliga krediter är omöjligt för en utomstående att överblicka, möjligen också för de japanska myndigheterna. Men allt detta måste så småningom komma upp till ytan, precis som det gjorde i Sverige under finanskrisen. Det återstår att se om den nya administrationen innebär att problemen i finanssektorn kan komma närmare en lösning.

I Sverige kan vi naturligtvis glädja oss åt att börsen repat sig en aning under april, även om det är för tidigt att konstatera att botten är nådd. Börsen brukar ju tjuvstarta ett antal gånger innan det är dags på riktigt. Osäkerheten på de

finansiella marknaderna är fortfarande stor. Samtidigt är många av de konjunktursignaler som kommit under den senaste tiden tydligt negativa. Fallande orderingång och svagare produktionsutveckling rapporteras från bl.a. telekom- och bilbranschen. Export och investeringar minskar. Hushållens konsumtion och förväntningar om framtiden är också de fallande. På arbetsmarknaden pekar antalet nyanmälda lediga platser i negativ riktning även om sysselsättningen fortfarande stiger.

Inflationssiffrorna har kommit ut något högre än förväntat, både när det gäller konsumentprisindex och den underliggande inflationen. Nu är det alltid vanskligt att dra slutsatser från enstaka observationer, eftersom tillfälliga faktorer kan ha stor betydelse. Men prisökningarna kan också bero på att resursutnyttjandet eller inflationsbenägenheten varit något högre än vi tidigare bedömt. Speciellt oroande är de snabba prisstegringarna inom delar av tjänstesektorn. Det finns därför anledning att öka vaksamheten under de närmaste månaderna när det gäller prissignalerna från marknaden.

Vad betyder kronan?

Jag tänkte i detta sammanhang dröja lite extra vid utvecklingen av den svenska kronan. När kronan är lågt värderad som idag tenderar detta att stimulera exporten, vilket höjer den totala efterfrågan och ökar inflationstrycket. Samtidigt blir importpriserna högre i svenska kronor. Kronans utveckling påverkar således på olika sätt inflationen och är i och med detta av intresse för Riksbanken och för penningpolitiken på samma sätt som andra inflationspåverkande faktorer. Riksbanken har däremot inget mål för kronkursen på det sätt som var fallet före 1992, då penningpolitiken var inriktad på en fast valutakurs snarare än ett fast penningvärde.

Jag tycker emellertid, och många med mig, att kronan idag är rejält undervärderad. Det beror på att en given korg med varor idag är icke oväsentligt dyrare om man köper den i Europa eller i USA med inväxlade Euro eller dollar än om man köper den i Sverige. Ibland brukar man för att enkelt illustrera denna idé tala om "hamburgerparitet", dvs. jämföra vad en viss av alla kända hamburgare kostar i olika länder. Och då kommer man fram till att kronan borde vara ungefär tio procent högre värderad för att köpa samma hamburgare här som i USA. Mer utvecklade beräkningar av den reala jämviktsväxelkursen ger liknande resultat, kanske t.o.m. något större än tio procent. I Riksbankens prognos över kronans utveckling ligger också en sådan utveckling.

Nu är vi i Sverige inte ensamma om att ha sett vår valuta försvagad, det gäller också andra industriländer med rörlig växelkurs, t.ex. Canada, Australien och Nya Zeeland. Sannolikt beror detta på den oro som rått på de finansiella marknaderna under våren eftersom orostider ofta medför att kapital lämnar de mindre likvida valutorna och flyr till sådana som upplevs som stabilare och mer likvida, i första hand då den amerikanska dollarn.

Till detta kommer utvecklingen på den svenska börsen, som verkar ha spelat en stor roll under senare tid. Valutamarknaden och börskurserna har under en period varit starkt korrelerade, särskilt då börsen fallit. Sedan mitten av år 2000 kan 85 procent av variationerna i kursen mellan SEK och euro förklaras av variationer i

aktiekurserna. Utländska placerare sålde mellan september 2000 och februari 2001 Erikssonaktier för 30 miljarder kronor. Samtidigt har AP fondernas nya placeringsregler och placeringarna av PPM pengar lett till betydande utflöden. Sådana flöden kan utan tvekan ha betydelse på kort sikt, även om effekten inte skall överdrivas.

Sveriges läge är dock, som påpekades inledningsvis, i grunden stabilt. Det finns inte på samma sätt som under början av 1990-talet en misstro mot Sverige som trycker valutakursen, inga fundamentala obalanser i vår ekonomi som oroar omvärlden. Ett mått på detta är spreaden mellan den långa tyska och motsvarande svenska ränta, som under krisåren i början av 1990-talet snuddade vid 5 procentenheter. Så mycket mer ville alltså pensionsfonder i USA och Japan ha för att placera pengar i det osäkra Sverige snarare än i det trygga Tyskland. Idag är ränteskillnaden i stort sett obefintlig och så har det varit sedan början av 1999. Det långsiktiga förtroendet för svensk ekonomi förefaller orubbat och förklaringen till den svaga kronan måste därför sökas på de finansiella marknaderna snarare än i den reala ekonomin.

En rörlig valuta rör sig!

Om nu kronan är undervärderad borde inte vi på Riksbanken göra något åt det? Vi har ju en valutareserv som kan användas för att köpa kronor om det skulle behövas. Det finns emellertid skäl att nalkas denna fråga med stor försiktighet. Ett viktigt sådant skäl är naturligtvis det ovan anförda, nämligen att kronans svaghet är andra sidan av dollarns styrka och speglar den internationella finansiella oron. Det kan vi inte göra så mycket åt, vi lika lite som kanadensare eller australiensare som hamnat i samma situation.

Ett annat skäl är att vi har ett prisstabilitetsmål och inte ett växelkursmål och att försöka upprätthålla båda med hjälp av reporäntan är inte så enkelt. I många fall står målen i tydlig konflikt med varandra. Nu har vi i Sverige valt en rörlig växelkurs och då får vi också acceptera att växelkursen rör sig. Om Riksbanken skulle intervensera i marknaden då och då skapar vi lätt spekulationer om vilken växelkurs vi skulle ha som outtalat mål. Prognoser över när Riksbanken kan tänkas intervensera och positioner tagna på de prognoserna blir då lätt en del av vardagen vid mäklarborden. Det är inte bra, eftersom det snarare ökar än minskar oron på marknaden.

Man bör dock komma ihåg att varje centralbank under vissa omständigheter kan behöva ingripa genom att köpa eller sälja valuta, t.ex. för att återge viss ordning till en marknad som hamnat ur balans eller för att utjämna plötsliga större flöden. I båda fallen bör man naturligtvis tala om syftet med ingreppen. Det kan också någon gång finnas skäl att markera om marknadens prissättning påtagligt lämnat det härad man finner rimlig. Detta var t.ex., som jag förstår det, bakgrunden ECB:s intervention förra hösten. I sådana fall kan centralbanken agera för att "puffa på" eller förstärka en trend i marknaden, utan att därför etablera något tak eller golv. Enligt min mening bör man dock vara restriktiv med sådana ingrepp. Om trenden vänder och plötsligt går åt motsatt håll kan interventionen göra mer skada än nytta.

Är det bra för Sverige om valutans värde skulle vara undervärderat under en lång period? All erfarenhet tyder på att så inte är fallet. En undervärderad valuta ger

visserligen exportindustrin och den importkonkurrerande industrin en konkurrensfördel, vilket kan låta positivt på kort sikt. Men samtidigt minskar konkurrensstrycket och i ett längre perspektiv försenas den strukturomvandling som måste till då valutakursen så småningom återgår i jämviktsläge. Dessutom får de verksamheter som är beroende av importerade insatsvaror arbeta i motlut, vilket kan leda till utslagning inom den sektorn som inte skulle ske vid en korrekt värderad valuta.

Till detta kommer att stora fluktuationer i sig verkar hämmande på utvecklingen eftersom riskerna ökar vid alla internationella transaktioner. Till en del kan detta motverkas genom valutasäkring, men också valutasäkring har ett pris som ökar med växande osäkerhet.

Alternativet är naturligtvis en fast växelkurs, vilket i Sveriges fall torde vara liktydigt med att övergå till euro. På kort sikt har vi ju klarat oss bra utanför EMU med lägre räntor och inflation och högre tillväxt än Euroområdet. I ett längre perspektiv kan perioder av felvärderad krona och stora fluktuationer i valutakursen – och sådana får vi sannolikt leva med – bli ett högt pris att betala. För en liten ekonomi med stor utrikeshandel som den svenska är detta en utveckling värd att betänka.

Några slutsatser

Låt mig avsluta där jag började, nämligen med konstaterandet att konjunkturläget fortfarande framstår som oklart i väsentliga delar. Huvudspåret är att den amerikanska ekonomin vänder uppåt, men i en utsträckt bana snarare än i V form. Dock finns obalanser som kan få utvecklingen att gå i väsentligt sämre riktning. Dessutom finns indikationer på att inflationen börjat stiga mer än förväntat.

I Japan finns ingen ljusning, däremot risk för att ”förkylningen” i finanssektorn verkligen bryter ut efter en inkubationstid på mer än tio år. I ett längre perspektiv är detta kanske nödvändigt för att komma till rätta med de underliggande problemen, men i ett kortare perspektiv kan det få oönskade effekter på världsekonomin.

I Sverige ser vi fortsatta tecken på avmattning. Den avmattningen motverkas till en del av en fortsatt svag krona och av att den svenska reporäntan är låg i förhållande till motsvarande räntor i de flesta andra industriländer. Samtidigt ser vi tecken på högt resursutnyttjande och prisstegringar i vissa branscher. Lönerörelsen är heller inte i alla delar avslutad. Hur den uppseglande internationella avmattningen mer i detalj kan komma att påverka den svenska ekonomin är därför ännu en öppen fråga.

Det är mot denna bakgrund ni skall se Riksbankens beslut från i torsdags den 26 april att hålla reporäntan oförändrad. Den 15 maj kommer protokollet där ni mer ingående kan se hur vi resonerade. Redan den 30 maj är det sedan dags för ett nytt penningpolitiskt möte. Till dess kan mycket hända och kanske har konjunkturbilden klarnat lite.