

Anförande

Vice riksbankschef Villy Bergström

MÅNDAG DEN 14 MAJ 2001

Penningpolitik i en osäker värld

Tal vid Sparbanksstiftelsen Nya i Gävle Konserthus den
14 maj kl 17.00

Efter flera år av mycket stark BNP-tillväxt sker nu en uppbromsning av den svenska ekonomin. En dämpning av tillväxttakten under de kommande åren är nödvändig för att prisstabilitetsmålet på sikt inte skall hotas. Så länge det fanns gott om lediga resurser kunde BNP växa snabbare än vad den långsiktiga produktivitetens utvecklingen och arbetskraftsutbudet medger. Nu börjar resurserna emellertid bli uttömda och produktionen måste därför anpassas till en svagare och mer långsiktigt hållbar tillväxttakt. När Riksbanken i december förra året höjde reporäntan 25 punkter till 4 procent grundades beslutet på bedömningar om att efterfrågan skulle fortsätta att öka så mycket att resursbrist riskerade att leda till att inflationsmålet skulle komma att överskridas. Ränthöjningen skedde trots att den aktuella inflationen vid den tidpunkten endast låg på 1,4 procent. Det visar på de pedagogiska och praktiska problem Riksbanken står inför när beslut skall fattas. De penningpolitiska besluten bygger på bedömningar av inflationen ett par år framåt i tiden och inriktas på att nå inflationsmålet vid den horisonten. Det innebär att vi ofta kan vara tvungna att höja räntan trots att den faktiska inflationen vid tidpunkten för beslutet ligger under målet. Omvänt kan räntesänkningar vara befogade även när inflationen ligger över målet.

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

Sedan slutet av förra året har som vi vet den oväntat kraftiga konjunkturedgången i USA lett till att bedömningarna av den svenska produktionstillväxten för de närmaste två åren reviderats ned. Men enligt Riksbankens tidigare publicerade bedömning blir avmattningen inte allvarligare än att resurserna i den svenska ekonomin i stort sett kommer att tas i anspråk fullt ut. Realiseras detta kan man säga att den USA-ledda konjunkturedgången - för svensk del – på sätt och vis var välkommen.

Den information om svensk och internationell ekonomi som tillkommit under senare tid ger inte anledning att förändra bedömningen av konjunkturavmattningen i Sverige. Signalerna är dock blandade och fortfarande kvarstår en betydande osäkerhet. Nedåtriskerna när det gäller den internationella tillväxten kvarstår. Trots att tillväxten hittills i stort sett utvecklats i linje med våra tidigare bedömningar har prisökningarna varit något större än vad vi räknat med. Kronan har också fortsatt att utvecklas svagt. De löneavtal som hittills slutits tycks dock i stort sett ligga i linje med tidigare bedömningar. Mot den bakgrunden beslutade direktionen vid sitt penningpolitiska möte den 26 april att lämna reporäntan oförändrad på 4 procent.

Resten av mitt anförande ägnar jag åt att diskutera förutsättningarna för den ekonomiska tillväxten framöver – både här hemma och i omvärlden.

Den amerikanska konjunkturen avgörande

Osäkerheten om hur snabbt förtroendet för den amerikanska ekonomin återvänder och vilka spridningseffekter utvecklingen kan få för den övriga världen är fortsatt stor.

Den amerikanska konjunkturedgången har som bekant föregåtts av en både långvarig och stark konjunkturuppgång. En stor optimism om framtida tillväxtutsikter baserade främst på förväntningar om effektivitetsvinster från informationsteknologin har lett till kraftiga investeringsökningar, stark konsumtionstillväxt samt stigande aktiekurser under många år. Särskilt stark har investeringstillväxten och aktiekursuppgången i IT-relaterade sektorer varit. Den höga inhemska efterfrågan har inte kunnat tillgodoses med amerikanska varor och tjänster utan spillt över i betydande bytesbalansunderskott under flera år. Samtidigt har kreditexpansionen varit stark. Såväl hushåll som företag har ökat sin skuldsättning kraftigt samtidigt som de stigande tillgångspriserna ökat hushållens förmögenhet. Utvecklingen har avspeglats i betydande finansiella sparunderskott. I den privata sektorn uppgick det finansiella sparunderskottet i slutet av förra året till ungefär 7 procent av BNP och såväl hushåll som företag bidrog till detta.

Trots att efterfrågan varit så stark har inflationstrycket varit måttligt. Förstärkning av dollarkursen orsakade av omfattande kapitalinflöden från utländska investerare som köpt amerikanska aktier och en stark produktivitetstillväxt har verkat prisdämpande.

Vad kännetecknar perioder med uppbyggnad av finansiella obalanser?

Utvecklingen i den amerikanska ekonomin har vissa gemensamma drag med den utveckling som i de flesta fall föregått de finansiella kriser som drabbat många

länder under de senaste decennierna. Kännetecknande för utvecklingen i de länder som drabbats har varit att en optimism - som senare visat sig vara överdriven - avspeglats i stigande tillgångspriser, överinvesteringar, alltför hög konsumtion och en kraftig kreditexpansion. Det har sällan eller aldrig varit möjligt att i förväg avgöra när en realistisk optimism övergått till att bli överoptimism som i sin tur av egen kraft fortsatt att driva upp tillgångspriser, investeringar, konsumtion och skuldsättning. Det har sällan kunnat bedömas om t.ex. en kraftig skulduppbyggnad varit uttryck för anpassningar till realistiskt grundade förväntningar om framtida goda tillväxtutsikter eller om skulduppbyggnaden byggts på överdrivna förväntningar.

Det mål som väglett penningpolitiken har dessutom sällan kunnat ge signaler i tid om att obalanser varit på väg att byggas upp, oavsett om penningpolitiken inriktats mot en fast växelkurs eller mot ett prisstabilitetsmål. Förenklat kan man säga att följden av överdriven optimism i länder med fast växelkurs har blivit att uppbyggnaden av finansiella obalanser tagit sig uttryck i stigande inflation utan att det slagit igenom i deprecieringstryck på valutan. Det har inte gått att dämpa inflationstrycket genom räntehöjningar så länge optimismen om landets ekonomi och förtroendet för fastkursregimen bestått eftersom en stramare penningpolitik skulle ha förstärkt den nominella växelkursen. I länder med rörlig växelkurs har ofta överoptimism om den ekonomiska utvecklingen i landet förstärkt den nominella växelkursen. Samtidigt har öknings i konsumentpriserna hållits nere av den starka valutan, tillfälliga produktivitetökningar eller av att efterfrågan riktats mot fastigheter, aktier och mark – tillgångar vars prisutveckling inte ingått i centralbankens målfunktion. Penningpolitiken har därför inte haft anledning att motverka uppkomsten av finansiella obalanser.

När den finansiella bubblan väl har brustit har landet ofta drabbats av djup och långvarig lågkonjunktur orsakade av anpassningar efter de obalanser som byggts upp. Hög skuldsättning, fallande tillgångspriser och olönsamma investeringar har dämpat efterfrågan under lång tid. Hushållen har valt att öka sitt finansiella sparande för att minska sina skulder. Företagen har inte kunnat eller velat investera p.g.a. tidigare felinvesteringar och sämre framtidsutsikter. Stora kreditförluster har drabbat bankerna vilket ytterligare fördjupat lågkonjunkturen då deras möjlighet att ge nya krediter därmed begränsats. Särskilt allvarligt har läget blivit när förlusterna lett till akuta bankkriser, vilket ofta berott på att bankerna varit starkt exponerade mot en enskild sektor. En överhettad fastighetsmarknad med banker starkt exponerade mot den sektorn var t.ex. en viktig orsak till de bankkriser som drabbade flera länder – däribland Sverige – i början av 1990-talet. Anpassningarna efter stora finansiella obalanser har också belastat statsfinanserna och ökat osäkerheten. Det har i sig förlängt och fördjupat krisen. Japan utgör ett känt exempel på vad som kan följa i spåren av en allvarlig finansiell kris om förtroendet för den ekonomiska politiken och den framtida tillväxten inte lyckas återskapas.

Särskilt allvarliga konsekvenserna av finansiella obalanser visat sig bli i länder med fast växelkurs, dels för att räntorna måste hållas höga när förtroendet för fastkurspolitiken minskat, dels också för att skuldsättningen i utländsk valuta ofta varit stor. När den fasta växelkursen måste överges och den egna valutan försvagas ökar därför skuldbördan.

Skall då centralbankerna bry sig om tillgångspriserna?

Efter det dramatiska 1990-talet i USA (och Sverige) med mycket kraftigt stigande aktie- och fastighetspriser börjar många fråga sig om inte centralbankerna borde hålla ett öga på tillgångspriserna och reagera på dessa, även om det inte finns tecken på tilltagande inflation.

Övervärdering på aktiemarknaden och/eller fastighetsmarknaden leder förr eller senare till en korrigerig av tillgångspriserna. Om den korrigeringen blir dramatisk kan effekten bli en konjunktturnedgång med stigande arbetslöshet och uppbromsning av prisutvecklingen. Den extrema värderingen av vissa aktier på IT- och telekom-området på den amerikanska börsen, Naqsdag, borde kanske ha motiverat en åtstramning av penningpolitiken redan för flera år sedan, heter det i den internationella debatten om penningpolitiken.

Ett argument som förs fram för att centralkbankerna inte bara skall se till prognoser om konsumentpriserna för sina beslut om penningpolitiken utan också på tillgångsprisernas utveckling är att ägandet av aktier är så mycket mera utbrett nu än tidigare. Förändringar i tillgångspriserna har därför antagligen en mycket större betydelse för hushållens utgifter än tidigare. Avregleringar, liberaliseringar och globaliseringen har ökat kapitalmarknadernas betydelse för den ekonomiska utvecklingen och gjort den mer volatil. I hushållens balansräkningar utgör tillgångar vars pris är marknadsbestämde en mycket större andel än tidigare. Därför måste utvecklingen av tillgångspriserna uppmärksammas i penningpolitiken, heter det.

I värsta fall kan börsfall som korrigerar övervärderingar medföra finansiell instabilitet, om kurserna har drivits av belånade aktier och aktörerna i vissa fall blir oförmögna att betala tillbaka sina lån. Panikutförsäljningar, överdriva kursfall och kreditinstitut som drabbas av svårigheter på grund av exponering mot hushåll och institutioner som blivit insolventa, kan bli resultatet. Resultatet riskerar att leda till stora svängningar i den reala ekonomin.

Kritikerna av Federal reserv i USA menar att redan när Allan Greenspan myntade begreppet "irrational exuberance", 1996, stod det klart att priserna på aktiebörsen stigit för mycket och utvecklingen skulle ha motverkats. Inget gjordes och aktieuppgången fortsatta till i mars år 2000. Därefter har börserna fallit, Nasdaq med 70 procent, och börsfallet riskerar att dra ner USA i en recession, som skulle ha kunnat undvikas.

Men, invänder någon, kan man verkligen inse när en börsuppgång har gått för långt? Svaret är att börskurserna måst ha någon relation till näringslivets underliggande produktivetsutveckling, företagens vinster och marknadens prissättning av risk.

Man kan naturligtvis inte i detalj avgöra när aktiebörsen stigit för mycket eller när börsen är undervärderad. Men svårigheten att hitta uppenbara avvikelser borde inte vara stor. Problemet liknar centralbankernas analyser av det så kallade output-gapet, som indikerar om det finns en inflationsfara i ekonomin på grund av för hög aktivitetsnivå eller risk för deflation. Output-gap beräknas rutinmässigt av centralbanker världen över, och för dessa beräkningar uppskattas storheter som

också skulle ingå i en beräkning av över eller undervärdering på aktiemarknaderna. Det torde knappast vara lättare att beräkna potentiell tillväxt för hela samhällsekonomin än det fundamentala värdet på aktiemarknaden, menar kritiker av penningpolitiken i USA.

Åtminstone vid stora avvikelser från fundamentala ekonomiska förhållanden bör det gå att upptäcka ojämnvikter på tillgångsmarknaderna, överdrivna värderingar, som möjligen ibland skulle föranleda penningpolitiska åtgärder, även om målet för konsumentpriserna uppnås någorlunda väl.

Så går den internationella diskussionen, föranledd av börsutvecklingen i främst USA med de farhågor som nu finns för att den stora börsnedgången skall följas av en djup recession.

För en liten öppen ekonomi som den svenska torde möjligheten att via penningpolitiska åtstramningar påverka aktiekurserna vara begränsad. Den svenska aktiemarknaden är starkt korrelerad med den amerikanska vilket bl.a. beror på att många av de företag som noteras på den svenska börsen är multinationella. I princip är det dock motiverat att agera med räntan om vi bedömer att stora finansiella obalanser håller på att byggas upp. Dels kan dessa när "bubblan" brister orsaka instabilitet i såväl den reala ekonomin som i priserna, dels kan stabiliteten i banksystemet hotas. Åtgärder för att undvika att finansiella obalanser byggs upp är således motiverat utifrån Riksbankens bägge mål; att upprätthålla ett stabilt penningvärde och att främja ett effektivt och stabilt betalningsväsende. Frågan är dock hur effektivt räntan är som vapen – kanske kan andra medel utnyttjas. Exempel på sådana medel är övervakning av och kapitalkrav på finansiella institutioner. De analyser som Riksbanken i sin stabilitetsrapport gör syftar också till att uppmärksamma banker och andra myndigheter på eventuella problem och fyller därför en roll i det här sammanhanget.

Hur stora problem skapas av obalanserna i USA?

Finns det då någon risk att obalanserna i den amerikanska ekonomin är så stora att anpassningsprocessen tillbaka till balans fördjupar och förlänger lågkonjunkturen dramatiskt? Man kan konstatera att ingen av de tio största konjunkturbedömarna av amerikansk ekonomi bedömer att USA kommer att drabbas av recession under de närmaste åren.

För det första är det troligt att den tillväxtpotential som teknologiutvecklingen kan skapa långt ifrån är uttömd. Det borde därmed finnas fog för åtminstone en del av den optimism som legat till grund för tidigare utveckling. När förtroendet för den amerikanska ekonomin återvänder och investeringsutvecklingen kommer igång igen talar därför mycket för att produktiviteten skall fortsätta att utvecklas gynnsamt. Därmed inte sagt att den långsiktiga tillväxtbana som aktiekurs- och efterfrågeutvecklingen tidigare indikerade kommer att realiseras. För det andra verkar det främst vara inom IT-sektorn som överinvesteringar ägt rum och där har finansieringen i hög grad skett via riskkapitalmarknaden. Avskrivningstiden för IT-investeringar är dessutom ofta kort, vilket gör att felinvesteringarna inte påverkar investeringsviljan under någon lägre period. Banksystemet förefaller inte vara särskilt starkt exponerat mot IT-sektorn och riskspridningen i bankernas tillgångar bedöms vara god. Risken för att problem i banksektorn kraftigt ska

förstärka lågkonjunkturen förefaller därför liten. Slutligen finns det ett utrymme att via finans- och penningpolitik stimulera ekonomin om det skulle krävas. Den amerikanska centralbanken har utnyttjat en del av det utrymmet och sammantaget sänkt räntorna med 2 procentenheter sedan början av året. Det statsfinansiella läget är också gott. Under flera år har den offentliga sektorn – i motsats till tidigare perioder med stora amerikanska bytesbalansunderskott – uppvisat överskott i sitt finansiella sparande.

Sammantaget finns det alltså många faktorer som talar för att förtroendet för den amerikanska ekonomin snabbt kan komma att återvända. Konjunkturedgången blir i så fall inte så långvarig. Det mest sannolika är därför att den höga skuldsättningen, de stora finansiella sparandeunderskotten i hushåll och företag i kombination med överinvesteringar inom vissa sektorer visserligen dämpar tillväxten under en tid, men att det inte blir fråga om någon dramatisk och långvarig konjunkturedgång.

För att öka det finansiella sparandet i ekonomin och därmed komma tillrätta med de ständiga bytesbalansunderskotten är det dock nödvändigt att tillväxten inte främst drivs av konsumtionsökningar. I stället måste nettoexport och investeringar i högre utsträckning än tidigare stå för tillväxten. För att en sådan utveckling skall komma till stånd måste dollarkursen försvagas. Man kan därför ställa sig skeptisk till att det är skattesänkningar som skall ta den amerikanska ekonomin ut ur konjunktursvackan.

Hur påverkas Sverige?

Den amerikanska ekonomin påverkar utvecklingen i resten av världen via många olika kanaler, varav exporten till USA förstås är den mest direkta och där effekten är enklast att mäta. Exporten till USA svarar emellertid endast för ett par procent av BNP i Sverige och har ungefär lika stor betydelse för euroområdet. Spridningseffekter via de förväntningar som i hög grad styr konsumtion, investeringar och aktiemarknad är sannolikt mycket större, men svåra att mäta. Mycket pekar dock på att den svenska ekonomin är känsligare för den amerikanska utvecklingen än ekonomierna inom euroområdet. Aktieägandet är t.ex. mer spritt bland svenska hushåll och många av de stora ”svenska” multinationella företagen - där svenskar placerat en stor del av sitt aktieinnehav är direkt eller indirekt starkt beroende av utvecklingen i USA.

Utvecklingen i den svenska ekonomin under de senaste åren har haft många likheter med den amerikanska. Kraftigt stigande aktiekurser, en stark BNP-tillväxt driven av såväl investeringar som konsumtion och en ökad skuldsättning är en beskrivning som stämmer såväl på den svenska som på den amerikanska ekonomin de senaste åren. I Sverige startade dock konjunkturuppgången senare och har inte heller haft samma fart som den amerikanska. Uppgången i Sverige föregicks dessutom av en period där anpassningen efter krisen i början av 90-talet hade pressat ner investeringar och konsumtion kraftigt och där såväl hushåll som företag hade minskat sin skuldsättning. Hushållens och företagens finansiella sparande var därför högt och skuldsättningen ganska låg när tillväxten i den svenska ekonomin tog fart. När konjunkturen nu dämpas är den privata sektorns skuldsättning sett i ett historiskt perspektiv inte anmärkningsvärt hög. Lägre räntor gör dessutom att

räntekostnaderna utgör en betydligt lägre belastning för låntagarna nu än tidigare. Det finansiella sparandeöverskottet i den privata sektorn har visserligen minskat successivt under senare år, men inte förrän i slutet av förra året resulterade det i ett svagt underskott. Det gäller både hushåll och företag. Skillnaden mot utvecklingen i den amerikanska ekonomin är alltså stor där ju det finansiella sparunderskottet i den privata sektorn vid samma tidpunkt uppgick till nästan 7 procent av BNP. Risken för att omfattande finansiella obalanser skall ha hunnit byggas upp här hemma torde därför vara liten. Tillväxten i Sverige borde därför inte i någon större utsträckning hämmas av att hushåll och företag är högt skuldsatta eller av stora felinvesteringar i svenska företag. Samtidigt har statsfinanserna sanerats och regeringens uppsatta utgiftstak och saldomål minskat osäkerheten om statsfinanserna framöver. Uppslutning kring och trovärdighet för inflationsmålet är ytterligare en faktor som i grunden skapar gynnsamma betingelser för tillväxten i svensk ekonomi.

Sammanfattningsvis är alltså den svenska ekonomin i gott skick. Det talar för att avmattningen i BNP -tillväxten blir måttlig och att produktionen nu går in i en tillväxtbana som ligger mer i linje med vad som på sikt är hållbart. Osäkerheten kommer framförallt från omvärlden och då främst från de risker som härrör från de finansiella obalanserna i den amerikanska ekonomin. Men även där talar mycket för att förtroendet återvänder tämligen snart och att konjunkturedgången därmed inte blir dramatisk.