Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

MÅNDAGEN DEN 20 AUGUSTI 2001

Svensk ekonomi saktar in

Socialdemokraterna i Härnösand

Tack för inbjudan att komma till Härnösand och diskutera utvecklingen i svensk ekonomi.

Låt mig först säga att det inte har varit alldeles enkelt att bedriva penningpolitik under det senaste året. Reporäntan höjdes i december förra året med 0,25 procentenheter från 3,75 till 4,0 procent och därefter ytterligare en gång med lika mycket till dagens nivå på 4,25 procent. Vidare intervenerade Riksbanken på valutamarknaden i juni i ett försök att stärka den svenska kronans värde och därmed förhindra att inflationsmålet på 2 procent hotades.

Jag tänkte ägna mitt anförande här ikväll åt att försöka sätta in Riksbankens åtgärder i ett bredare perspektiv, såsom jag ser dem, och ge min bild av några av de utmaningar vi står inför framöver.

Låt mig dock börja med att understryka att när Riksbanken höjer eller sänker reporäntan framstår det inte alltid som en fullt ut självklar åtgärd. För att undvika alltför snabba kast i penningpolitiken måste Riksbankens beslut fattas utifrån bedömningar om utvecklingen ett till två år fram i tiden. Det är, enligt vad vi vet idag, ungefär så lång tid det tar innan en ränteändring slår igenom med full kraft och påverkar ekonomin i önskvärd riktning. Ett alternativ skulle möjligen vara att agera utifrån en snävare tidshorisont men då tvingas till större räntejusteringar och mer ofta. Det tror jag och många med mig skulle vara till skada för produktion och sysselsättning.

Alla vet att bedömningar om framtiden är svåra att göra och nästan alltid kan diskuteras och ifrågasättas. I Riksbankens direktion föregås räntebesluten av omfat-

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

tande diskussioner och vi har ibland olika uppfattningar. Det är förstås inget självändamål att vara oeniga, men när man fattar komplicerade beslut kan en grupp av människor ibland komma till olika ståndpunkter. Så är det i näringslivet, men även inom den ekonomiska politiken. Skillnaden är att Riksbanken idag är en förhållandevis öppen institution. Därmed kan våra uppdragsgivare – ytterst det svenska folket – se i protokollen från direktionsmötena på vilka grunder besluten fattats, hur diskussionen har gått och vilka direktionsledamöter som biträtt olika ståndpunkter. I grund och botten tror jag att det är en fördel för penningpolitikens förankring hos svenska folket. Samtidigt som jag sagt detta, vill jag betona att vi i direktionen är eniga i stort om den grundläggande ram vi arbetar efter. Det är viktigt att komma ihåg.

Låt mig nu efter denna inledning ge mig in på de senaste årets utveckling i den svenska ekonomin.

Den tidigare snabba expansionen i svensk ekonomi har bromsats upp

Sverige har flera år av stark ekonomisk expansion bakom sig. Samtidigt som vi haft hög efterfrågetillväxt har inflationen varit låg. Delvis har det varit fråga om ett konjunkturellt betingat förlopp. Det fanns nämligen gott om lediga resurser att ta i anspråk – inte minst alla de som förlorat jobben efter den ekonomiska kris som svepte över vårt land i början av 1990-talet. Därmed minskade risken för att uppgången skulle bidra till att ekonomin snabbt slog i produktionstaket. Men såvitt vi dag kan bedöma har det gynnsammare förloppet även berott på att svensk ekonomi fungerat bättre.

Förr eller senare riskerar dock en alltför snabb och ihållande efterfrågeökning att skapa obalanser i ekonomin, varvid pris- och lönestegringar normalt brukar tillta. En sådan utveckling kan efterhand leda till recession med fallande produktion och stigande arbetslöshet. Snabbt stigande inflation är nämligen ofta – men dock inte alltid – ett symptom på att konjunkturuppgången varit för snabb och att den ekonomiska politiken inte varit tillräckligt stram. Överhettning och stigande inflation har också varit ett återkommande problem under 1970- och 1980-talet. Det har ofta visat sig svårt att strama åt ekonomin i goda tider. Förr eller senare har det ändå blivit nödvändigt men under mer dramatiska former. Produktion och sysselsättning har då fallit och arbetslösheten stigit.

Mot slutet av förra året bedömde vi att det var dags för svensk ekonomi att så smått börja växla ned till den tillväxttakt som är förenlig med en långsiktigt stabil utveckling. Att fortsätta växa i en takt kring 3 till 4 procent var inte rimligt. Bedömare brukar hävda att svensk ekonomi långsiktigt kan växa med cirka 2 till 2,5 procent per år. Andra centralbanker runt om i världen hade under en tid befunnit sig i en liknande situation. Exempelvis höjde den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, under 1999 och 2000 successivt sin styrränta till 6,5 procent. I Europa stramade Europeiska centralbanken (ECB) åt under förra året och räntan höjdes till 4,75 procent. I Storbritannien höjde Bank of England under 2000 sin styrränta till 6,0 procent. Samma reaktionsmönster kunde också ses i ett flertal andra länder.

Jag minns att åtskilliga bedömare under förra året räknade med relativt stora räntehöjningar även i Sverige. De tyckte sig se tydliga tecken på att svensk ekonomi var på väg mot överhettning och argumenterade ganska kraftigt för att Riksbanken

därför borde agera snabbt för att få upp styrräntan, liksom andra centralbanker runt om i världen gjort.

Men Riksbanken gjorde en annan bedömning och valde istället att gå mer försiktigt fram med räntehöjningar. Enligt vår mening motiverade helt enkelt inte de relativt gynnsamma inflationsutsikterna en stramare penningpolitik under år 2000. Vi låg kvar på nivån 3,75 procent under nästan hela förra året.

Men i december höjde vi reporäntan med 0,25 procentenheter från 3,75 till 4,0 procent. Det var alltså en liten höjning från en nivå som låg en bra bit under den i andra jämförbara länder. Det gäller inte minst om man ser till den amerikanska styrräntan. Jag tar USA som exempel eftersom centralbanken där har sänkt sin styrränta kraftigt under våren, vilket förstås ska ses i ljuset av bankens relativt stora höjningar tidigare. Det var inte förrän under senvåren som amerikanarna kom ner till den svenska nivån. Och det är inte mer än en dryg månad sedan den amerikanska centralbanken sänkte räntan så man hamnade något under den svenska reporäntan. Den svenska styrräntan har faktiskt legat under den amerikanska i nästan fem år, sedan i september 1996. Något som ibland glöms bort i den allmänna debatten.

Svensk ekonomi rörde sig alltså sakta mot en situation där ekonomins samlade efterfrågan riskerade att i förlängningen stiga för snabbt. Det låg ingen dramatik i det. Mot bakgrund av den starka konjunkturen så var det vad man kunde vänta sig. En anpassning av efterfrågeutvecklingen till den långsiktiga tillväxtbanan kan ske genom antingen en spontan avmattning i ekonomin, exempelvis till följd av att Sverige påverkas av en internationell konjunkturavmattning, eller via en anpassning av penningpolitiken. Men den kan också vara fråga om en kombination av dessa två.

Vi kan konstatera att den ekonomiska aktiviteten i omvärlden – inte minst i USA – har försvagats påtagligt under första halvåret i år. Utvecklingen har även påverkat Sverige, vilket de senaste kvartalens statistik från Statistiska Centralbyrån över BNP-utvecklingen visar. Även om de allra senaste siffrorna som belyser nationalräkenskaperna är preliminära är tendensen ändå tydlig att BNP-utvecklingen bromsat in från de senaste årens tillväxt på 3-4 procent till strax under 2 procent för första halvåret 2001.

Uppbromsningen av världskonjunkturen har alltså bidragit till att takten i vårt lands efterfrågeexpansion har anpassats ned mot den långsiktiga tillväxtbanan utan att Riksbanken behövt dra upp reporäntan till mellan 6 och 7 procent, vilket centralbankerna i en rad andra länder tvingades göra.

Hur kommer kronan in i bilden?

Men det är inte bara räntan som påverkar efterfrågeutvecklingen och på sikt inflationstakten. Även växelkursen är väsentlig. En svag krona tenderar bl.a. att stimulera exporten och den del av inhemsk industri som är utsatt för internationell konkurrens. Det skulle kunna begränsa genomslaget av en internationell konjunkturdämpning. Omvänt kan en kronförstärkning verka bromsande och minska draghjälpen från en förbättrad konjunktur i omvärlden. En svag krona medför även att priserna på importerade varor och tjänster påverkas vilket riskerar att slå igenom i konsumentprisledet.

Under 1970- och 1980-talet användes devalveringsvapnet flitigt för att stimulera ekonomin. Efterfrågeutvecklingen skyndades på via exportindustrin och importvarorna blev dyrare. Så småningom började dock inflationen att öka. Nu när Sverige har en rörlig växelkurs regim fungerar det delvis annorlunda. Om kronan försvagas och företag och hushåll ser det som en tillfällig rörelse uppkommer inte samma starka efterfråge- och inflationseffekt som tidigare då en nedskrivning av kronan sågs som en mer permanent åtgärd. Detta har bl.a. bidragit till att importprisernas genomslag på konsumentpriserna varit mindre under 1990-talet jämfört med tidigare. Men hur stora effekterna blir på efterfrågan och inflationen under en rörlig växelkursregim beror givetvis på hur mycket kronans värde ändras. Om kronan stiger eller sjunker kraftigt i värde får det en viss påverkan på efterfrågan och prisutvecklingen – även under en sådan växelkursregim.

Sedan förra sommaren har kronan försvagats med mellan 10 och 15 procent mot en vägd korg av utländska valutor. Allt annat lika – och givet att en sådan försvagning blev bestående skulle den innebära en stimulans till svensk ekonomi som väl motsvarade den effekt Federal Reserves räntesänkningar under första halvåret har på den amerikanska ekonomin. Mot den bakgrunden är det alltså svårt att hävda att de samlade monetära förhållandena i Sverige skulle ha blivit stramare, trots Riksbankens höjning av reporäntan dels i december förra året, dels nu senast i början av juli.

Låt mig dock påpeka att det inte är kronans värdering idag som ligger till grund för Riksbankens samlade inflationsprognos och penningpolitik. Istället är det en bedömning av kronans utveckling framöver som vi använder oss av (och som beskrivs i våra inflationsrapporter). Banan för kronans framtida utveckling är alltid en viktig faktor bakom Riksbankens inflationsprognos. Och det är inflationsprognoserna som är själva grunden för penningpolitiken. Kronan, efterfrågeutvecklingen, inflationsförväntningarna o.s.v. påverkar alltså indirekt räntebesluten via inflationsprognosen.

Det är aldrig helt lätt att avgöra vilken bana för kronans utveckling de kommande ett till två åren som bör användas som grund för inflationsbedömningen. Men så länge alla rimliga bedömningar landar i att svensk ekonomi är välskött borde det långsiktigt också motivera en väsentligt starkare kronkurs än vad vi sett under det senaste året. Alltså har det funnits fog för att i inflationsrapporterna räkna med en något starkare krona också inom det perspektiv på 1-2 år som vägleder penningpolitiken. Men när kronan började falla med nästan 5 procent inom loppet av bara ett par veckor i början av sommaren blev det till sist svårt att räkna med att kronan skulle bli så stark de närmaste två åren som låg i prognosen i inflationsrapporten från i maj i år. Ju svagare utgångsläget är desto större förstärkning krävs. Som framgår i det pressmeddelande från den 15 juni så gjorde direktionen bedömningen att: ”Kronförsvagningen sedan den förra inflationsrapporten utgör den enskilt viktigaste faktorn som kan leda till att inflationsmålet hotas på 1-2 års sikt.” Riksbanken hade då börjat intervenera i valutamarknaden i syfte att stärka kronan.

När Riksbankens direktion träffades den 5 juli var kronan fortsatt svag. Utifrån den prognos vi då gjorde av resursutnyttjandet, kronan och efterfrågeutvecklingen kom hälften av ledamöterna fram till slutsatsen att räntan borde höjas med 0,25 procentenheter till 4,25 procent för att förhindra att inflationen riskerade att överstiga målet på 1-2 års sikt. Till bilden hör också betydande prisökningar under

våren som, även om de i huvudsak bedöms vara tillfälliga, riskerade att påverka inflationsförväntningarna.

Det var dock inget enkelt beslut för Riksbankens direktion. Det föregicks av intensiva diskussioner, vilket framgår av protokollet. Tre ledamöter hade en annan uppfattning. De framhöll att risken för stigande inflation till följd av en svag kronkurs balanserades av risken för en dämpning i konjunkturen. De övriga ledamöterna, inklusive jag själv, menade dock att allt sammantaget ändå ledde fram till slutsatsen att det hade skett en mindre förskjutning uppåt av riskbilden för inflationen. Höjningen var en säkerhetsåtgärd. Och det bedömdes viktigt att sända en klar signal om att inflationsmålet togs på största allvar.

Det betonades att beslutet inte innebar något ställningstagande till reporänteutvecklingen framöver. Den får som vanligt prövas mot de samlade inflationsutsikterna som löpande görs vid Riksbankens penningpolitiska möten.

Låt mig särskilt understryka, eftersom jag sett en del kommentarer som tyder på feltolkningar om hur Riksbanken agerar, att räntehöjningen i juli inte hade som syfte att stärka kronan. I och för sig är det bra om kronan stärks, mot bakgrund av det jag sagt tidigare, men själva motivet till räntehöjningen var att motverka de inflationsrisker som ansågs förknippade med en svagare krona. Låt det inte finnas några missförstånd på den punkten.

Under sommaren har kronan stärkts något, vilket är bra. Delvis hänger det i huvudsak samman med att dollarn försvagats. Det vore bra om vårt lands valuta fortsatte att stärkas. Kronan är alltjämt svag sett till de i grunden sunda förhållandena i svensk ekonomi.

Utvecklingen framöver

Innan jag kommer in på den framtida utvecklingen kan det finnas skäl att understryka att den svenska ekonomin i grunden är stark med god tillväxt- och sysselsättningspotential i kombination med överskott i bytesbalansen och den offentliga sektorns finanser. Den på senare tid tillfälliga uppgången i inflationen parallellt med en avmattning i konjunkturen är ett problem som Sverige delar med en rad andra länder runt om i världen.

Den globala tillväxttakten har som sagts dämpats under våren. Nedgången har blivit djupare och mer långvarig än vad många bedömare räknade med i början av året. Den information som inkommit under sommaren bekräftar bilden av ett något mer utdraget förlopp där vändningen ser ut att dröja, mycket beroende på att världsekonomins nyckelspelare – USA – fortfarande haltar. De signaler från framför allt finansmarknaden i början av sommaren om en snar återhämtning framstår idag som något mer osäkra. Ännu råder stor osäkerhet kring den japanska ekonomin. Och ser vi till Europa har prognosmakarna tvingats skriva ned tillväxtbedömningarna för de ledande ekonomierna.

Efter flera år av stark expansion är det kanske inte så konstigt att det tar tid att komma tillrätta med de spänningar som uppstått i kölvattnat av den eufori som drabbade den amerikanska ekonomin. Eftersom världsekonomin har blivit mer och mer sammanflätad är det heller inte konstigt att många länder påverkas av uppbromsningen i USA.

Omfattande investeringar under en rad år gör att de amerikanska företagen nu tvingas justera ned sina expansionsplaner. Den snabba uppbromsningen i efterfrågan har gjort lagren lite för stora. Aktiekurserna inom framför allt IT- och telekomsektorn har fallit kraftigt under det senaste året i takt med att förväntningarna om framtida vinster sjunkit. Även de amerikanska hushållen har haft stora förväntningar på den framtida förmögenhets- och inkomstutvecklingen. Det märks i de senaste årens växande skuldsättning och höga konsumtion. Dessa förväntningar har skruvats ned och deras inköp påverkats.

Den amerikanska centralbanken har sänkt styrräntan sex gånger under våren, ned till 3,75 procent. Trots den penningpolitiska stimulansen verkar alltså avmattningen än så länge inte vilja släppa greppet om den amerikanska ekonomin. Men vi vet också att det tar tid innan räntesänkningar får sin fulla effekt på ekonomin.

För att skapa sig en bild av den framtida utvecklingen kan man använda sig av tre konkurrerande förklaringsmodeller:

Den första handlar om ”historien” om den nya ekonomin. Den betonar den ökade tillväxtpotentialen i den amerikanska ekonomin, med stigande underliggande produktivitetstillväxt och vinster i företagen som i sin tur bygger under en högre framtida avkastning på olika tillgångar som bl.a. börsaktier. Högre tillväxt i produktionskapaciteten och bättre möjligheter för företagen att kontrollera svängningarna i sina lager bäddar för en hög framtida efterfrågan och mildare konjunktursvängningar. Här återfinns det synsätt som talar för en snabb återhämtning eller en V-formad nedgång och återhämtning i konjunkturen.

Den andra förklaringsmodellen är av mer traditionellt snitt och har beröring med den keynesianska skolan. En period av hög och utdragen efterfrågetillväxt har under efterkrigstiden regelmässigt följts av en konjunkturdämpning. Den senaste konjunkturuppgången har varit osedvanligt lång sett i ett historiskt perspektiv. Därför är det kanske inte så konstigt att konjunkturen nu mattas av. Aktiviteten vänder dock upp förr eller senare, men det går inte så fort utan tar sin tid. Men nuvarande nedgång blir å andra sidan inte så dramatisk.

Den tredje modellen har sina rötter i den österrikiska skolan och går tillbaka till erfarenheter från perioden före andra världskriget, men även till tiden före det första världskriget. Förespråkare för det här synsättet brukar ofta framhålla en tillväxtcykel inte sällan slutar med överdriven optimism och överinvesteringar. När vinstförväntningar så småningom normaliseras sjunker aktiekurser och investeringar i ett besvärligt anpassningsförlopp. Ibland skapar anpassningsproblemen även finansiella krisfenomen som ytterligare förstärker nedgången. Den japanska ekonomins svårigheter under 1990-talet brukar ibland tas som exempel på den här modellen. Krisen som drabbade många länder under 1930-talet är ytterligare ett. Från tiden före 1913 finns även andra exempel från en rad olika länder. Utifrån den här förklaringsmodellen kan man dra slutsatsen att återhämtningen kommer att ta tid och att det inte kan uteslutas att nedgången i aktiviteten i världsekonomin kan fortsätta ett tag till.

Ser vi till konjunkturläget i Sverige har det som en konsekvens av dämpningen i omvärlden mattats. Framför allt har de svenska exportberoende företagen och deras underleverantörer påverkats. Samtidigt ska man komma ihåg att hushållen som svarar för omkring 50 procent av efterfrågan dragit ned på konsumtionen. Männi-

skor i Sverige har liksom de amerikanska hushållen justerat ned förväntningarna på den framtida förmögenhets- och inkomstutvecklingen. Framför allt har försäljningen av sällanköpsvaror som bilar och vitvaror sjunkit. Den globala avmattningen i tekniktunga branscher som IT och telekom har drabbat Sverige. Företagen tvingas nu till omstruktureringar och nedläggningar av viss produktionskapacitet. Samtidigt som vi kan konstatera att Sverige på grund av dominansen av IT- och telekomföretag påverkats mer än andra länder så framstår situationen som relativt gynnsam jämfört med tidigare avmattningar – åtminstone än så länge.

Det viktiga är nu att se framåt. Det är inte de allra senaste konjunktursiffrorna som är avgörande för förloppet. Vilka slutsatser man ska dra för utvecklingen på 1-2 års sikt är inte alldeles självklart. Klart är dock att resursutnyttjandet i år blir något lägre än vad konjunkturbedömare i allmänhet räknade med tidigare. Om det visar sig riktigt att BNP-tillväxten i år stannar på strax under 2 procent är det trots allt ett ganska gott betyg åt svensk ekonomi. Det var ju i stort sett den tillväxttakt som i genomsnitt präglade svensk ekonomi under åren mellan 1975 och 1990. Nu talar vi om ett enstaka år efter en period av mycket snabb expansion och då svensk ekonomi utsatts för en plötslig global avmattning som i mångt och mycket varit koncentrerad till en för Sverige viktig sektor, nämligen IT-sektorn. Sammantaget verkar det rimligt att räkna med att förutsättningarna framöver är förhållandevis goda för en försiktig återhämtning i ekonomin i kombination med en inflation i linje med Riksbankens mål. Det gäller dock att noga följa utvecklingen för att i tid upptäcka om förloppet framöver kan tänkas bli antingen starkare eller svagare.