

Anförande

Vice riksbankschef Lars Nyberg

MÅNDAGEN DEN 24 SEPTEMBER 2001

Sverige och världskonjunkturen

Danske Securities

I måndags för två veckor sedan landade jag med SAS i Newark efter att ha cirklat ett varv över Manhattan. Som alltid fascinerade den skyline där de två tornen i World Trade Center dominerade. Mindre än ett dygn senare fanns tornen inte längre och tusentals människoliv hade offrats i ett terrordåd som skakat hela världen. Det är tragiskt, skrämmande och i många avseenden fortfarande ofattbart. Ni arbetar ju alla i den finansiella sektorn och säkert har flera av er affärskontakter eller vänner som direkt eller indirekt drabbats. Jag kommer själv aldrig att glömma de bilder av mänsklig förtvivlan som speglades i de amerikanska medierna under den vecka jag tvingades vänta på ett flyg tillbaka till Sverige.

Naturligtvis kommer händelserna i New York och Washington att få både politiska och ekonomiska konsekvenser. Just nu känns osäkerheten av förklarliga skäl stor. Men utvecklingen i den amerikanska ekonomin måste med nödvändighet tas som utgångspunkt för bedömningarna av den svenska ekonomin under de närmaste åren. Det gällde redan innan terrorattacken mot USA och det gäller än mer idag. Jag vill därför - efter en kort beskrivning av vad som föregått den konjunkturavmattning vi nu är inne i - ge min bild av vad som är kärnfrågorna för bedömningen av tillväxt- och inflationsutsikterna den närmaste tiden, både i USA och i Sverige.

Drivkrafterna bakom den amerikanska konjunkturuppgången

De mycket optimistiska förväntningarna om den långsiktiga tillväxten utgjorde en viktig drivkraft bakom den uthålliga uppgången i den amerikanska ekonomin.

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

Framförallt var det den snabba utvecklingen inom informationsteknologin och telekomsektorn som antogs få sådana spridningseffekter till resten av ekonomin att produktionen förväntades kunna fortsätta att öka i snabbare takt än tidigare, även på lång sikt. Investeringarna steg därför kraftigt och särskilt inom IT-sektorn. Det fanns också många som hävdade att konjunktursvängningar i framtiden inte skulle komma att bli så uttalade som tidigare. En effektiv lagerhantering och slimmade produktionsprocesser antogs vara faktorer som minskade risken för stora svängningar i tillväxten. USA hade tagit steget in i "en ny ekonomi". Och utvecklingen på aktiemarknaden speglade tron att "this time it's really different".

Det faktum att efterfrågan kunde öka så kraftigt och under så lång tid utan att inflationen i USA accelererade togs samtidigt av många som intäkt för att tidigare ekonomiska samband hade brutits. Låga inflationsförväntningar och hög tilltro till centralbankens möjlighet och vilja att upprätthålla prisstabilitet skapade också gynnsamma betingelser för framtida tillväxt. Förtroendet för den amerikanska ekonomin stärktes ytterligare av den positiva utvecklingen i statsfinanserna.

De optimistiska framtidsförväntningarna - som bl.a. kom till uttryck i stigande aktiekurser och växande förmögenheter - ökade också hushållens vilja att konsumera varaktiga varor. Tillsammans med den starka investeringsökningen ledde det till en stark kreditexpansion. Många IT-företag kunde visserligen hitta billig finansiering på riskkapitalmarknaden, men trots det ökade skuldsättningen markant hos såväl hushåll som företag. Utvecklingen avspeglades i kraftigt växande bytesbalansunderskott som helt och hållet drevs av minskat sparande i den privata sektorn. Finansieringen av bytesbalansunderskottet kunde ske framförallt via ett kraftigt ökat kapitalinflöde från utländska investerares köp av amerikanska aktier. Efterfrågan på amerikanskt kapital var så omfattande att dollarn fortsatte att stiga i värde trots de växande underskotten i bytesbalansen.

Under vintern förra året bröts dock utvecklingen på aktiemarknaden och luften började sakta pysa ur IT-bubblan. När under hösten höjda räntor och höga oljepriser minskade hushållens köpkraft och efterfrågan började också företagens vinster att krympa. Fallande vinster och hög skuldbörda bidrog till att dämpa investeringarna och konjunkturavmattningen i den amerikanska ekonomin var ett faktum.

I efterskott kan man fråga sig hur så många kunde vara så säkra på att vi lämnat historien bakom oss och stigit in i en ny värld. Men vi kommer säkert att göra om misstaget. Jag kan bara påminna om den första "IT-bubblan", den i början av förra seklet som handlade om trådlös telegrafi. 150 bolag introducerades på börsen i New York under 1901 och början av 1902. År 1907 fanns bara ett av dessa kvar som gjorde vinst och betalade utdelning, och även detta hade halverat sitt börsvärde sedan introduktionen.

Liknande utveckling i Sverige

Den utveckling jag här har skisserat gäller i första hand USA fram till slutet av förra året, men beskrivningen stämmer också i långa stycken på den svenska ekonomin. Här hade vid årsskiftet den årliga BNP-tillväxten överstigit 3,5 procent under tre år. IT- och telekomsektorns stora andel av det svenska näringslivet bidrog till att

ekonomin växte snabbare i Sverige än i många andra europeiska länder. Även Sverige stod, menade många, med ena benet i ”den nya ekonomin”.

Konjunkturuppgången här hemma startade dock senare än i USA och från ett läge med högre finansiellt sparande i den privata sektorn. De obalanser i sparande och utrikeshandel som kännetecknade – och fortfarande kännetecknar – USA fick därmed inte sin motsvarighet i Sverige.

Trots den starka tillväxten var emellertid inflationstrycket oväntat svagt, även hos oss. De vanliga förklaringsvariablerna - resursutnyttjande, importpriser och inflationsförväntningar - räckte dock inte vid alla tillfällen till för att vare sig förklara eller förutspå den låga inflationstakt som periodvis etablerades – vilket för övrigt var något som drabbade många prognosmakare och bedömare runt om i världen under den här perioden. När konjunkturuppgången inleddes fanns fortfarande gott om lediga resurser, vilket i sig verkade dämpande på inflationen. Samtidigt hade inflationsförväntningarna stabiliserats runt vårt inflationsmål på 2 procent och löneavtalen blev måttliga. Men därutöver fick vi söka förklaringar till det låga inflationstrycket i ökad konkurrens på internationaliserade och avreglerade marknader understödd av utvecklingen inom informationsteknologin. Vi föreföll kunna leva med en högre tillväxt än tidigare utan att det ledde till att prisstabiliteten äventyrades.

Det låga inflationstrycket ledde till att Riksbanken, trots den höga tillväxten, under år 2000 kunde nöja sig med att försiktigt bromsa ekonomin. Räntan höjdes endast vid två tillfällen från slutet av 1999 och fram till november förra året. Innan dess hade räntan sänkts från nästan 9 procent hösten 1996 till så lågt som 2,90 i mars 1999. Den svenska reporäntan var låg i jämförelse med motsvarande styrräntor i t.ex. USA och Euroområdet. I slutet av förra året hade dock resursutnyttjandet i svensk ekonomi börjat bli ansträngt och inflationen beräknades stiga för att på två års sikt överskrida målet. Därför höjde Riksbanken reporäntan med en kvarts procentenhet till 4,25 procent. Riskbedömningen pekade samtidigt på att en svagare amerikansk konjunkturutveckling kunde komma att dämpa tillväxten i Sverige. Så blev det som bekant också.

Utvecklingen under våren

Under första halvåret fortsatte konjunkturen att försvagas såväl här hemma som i vår omvärld men signalerna om styrkan i nedgången var blandade. Försvagningen var koncentrerad till industrin medan hushållens förtroende hölls uppe trots att förmögenheten i form av aktier minskat kraftigt jämfört med ett år tillbaka. Fastighetspriserna drabbades inte på samma sätt som aktiekurserna, vilket sannolikt bidrog till att hålla uppe hushållens framtidstro. Det gällde såväl i den svenska ekonomin som i den amerikanska. I USA sänkte den amerikanska centralbanken under första halvåret räntorna successivt med 2,75 procentenheter samtidigt som skattesänkningar gav stimulans åt hushållen.

För Riksbanken komplicerades bilden av att importpriserna under maj ökat oväntat snabbt. Senare visade statistiken att också konsumentpriserna stigit snabbare än förutsett. Ökningen (i årstakt) låg i maj på 3,1 procent. Samtidigt som konjunkturen försvagades fanns alltså vissa indikationer på att inflationen var på

väg uppåt. Till en del kunde prisökningarna hänföras till tillfälliga faktorer - som högre matpriser orsakade av galna kosjukan och missväxt - men en del av prisuppgången var svårare att förklara. När växelkursen i juni dessutom försvagades kraftigt fanns en berättigad oro för att detta skulle slå igenom i form av stigande inflationsförväntningar.

Mot den bakgrunden beslutade majoriteten i Riksbankens direktion att den 5 juli höja reporäntan 0,25 procentenheter till 4,25 procent. Osäkerheten om hur snabbt den amerikanska ekonomi skulle återhämta sig var dock stor. Det fanns heller knappast någon ekonomi i resten av världen som kunde ta över USA:s roll som tillväxtmotor. Tvärtom var konjunkturen vikande i både Euroområdet och Japan. De asiatiska ekonomierna, som varit starkt IT-beroende i sin export, kunde heller inte ge någon draghjälp.

När direktionen vid detta tillfälle skulle fatta beslut om reporäntan var alltså läget ovanligt komplicerat och osäkert. Det avspeglades också av att vi i direktionen skiljde oss åt i våra avvägningar, men knappast i vår grundanalys. Min bedömning var att risken var större för att den internationella avmattningen skulle bli djupare och mer långvarig än vad majoriteten i direktionen ansåg. Signalerna om utvecklingen i den amerikanska ekonomin var blandade och bedömningen stod och vägde mellan en snar återhämtning och ett mer utdraget förlopp. Det fanns därför enligt min mening skäl att avvakta med en ränteförändring till dess större klarhet nåtts. Andra kände större oro för att den försvagade växelkursen skulle få genomslag på inflationen.

Kronans roll för en inflationsmålspolitik

Eftersom kronan under lång tid varit i fokus vill jag här kort påminna om den roll växelkursen har för penningpolitiken. Vi har ett inflationsmål, och kronans utveckling har effekter på inflationen, dels via importpriserna, dels genom att påverka efterfrågan på svenska varor och tjänster. En lågt värderad krona ökar t.ex. efterfrågan och resursutnyttjande i exportindustrin.

När vi vill påverka inflationen gör vi det i första hand via reporäntan. Någon gång, men det är enligt mitt synsätt sällan, kan vi också genom valutainterventioner försöka påverka växelkursen och därigenom indirekt inflationen. Det är viktigt att komma ihåg att vi aldrig kan ha ett mål för kronans värde när penningpolitiken inriktas mot ett inflationsmål.

De penningpolitiska besluten vilar på framåtblickande bedömningar av inflationen. Det innebär att Riksbanken dels måste göra bedömningar av hur kronan utvecklas gentemot övriga valutor under prognosperioden, dels bedöma vilken effekt kronutvecklingen får på efterfrågan av svenska varor och vilket genomslag kronan får på konsumentpriserna. Inte någon av dessa bedömningar är enkla.

Låt mig först peka på de mekanismer som har betydelse för det direkta genomslaget på inflationen via importpriserna. Om kronan försvagas och priserna på de varor vi importerar är bestämda i exportörens hemlandsvaluta kommer försvagningen i kronan att få direkt genomslag på importpriserna. För att kronförsvagningen skall få fullt genomslag också på priserna för importerade varor

i konsumentledet måste alla inhemska mellanhänder föra över prisökningarna till den slutliga konsumenten.

Under åren med rörlig växelkurs har vi kunnat konstatera att kronförsvagningarna inte fått det genomslag på konsumentpriserna som vi väntat oss. En förklaring skulle kunna vara att internationalisering och ökad konkurrens för det första medfört att de exporterande företagen av omsorg om sina marknadsandelar strävar efter att anpassa sina priser till utvecklingen på sina försäljningsmarknader. Det är rimligt att tänka sig att stora företag med försäljning och produktion runt om i världen kan agera på så sätt utan att drabbas av stora fluktuationer i sina vinster. En tysk exportör som säljer varor både i USA och Sverige skulle t.ex. under det senaste året kunnat hålla uppe sina vinster ganska väl genom att bestämma sina priser i dollar i USA och i svenska kronor i Sverige. Ökad konkurrens torde samtidigt generellt innebära att grossister och detaljister på hemmamarknaden har svårare att föra importprisökningar vidare till konsumentledet. Det generella efterfrågeläget i världen har därutöver en stor betydelse för möjligheten att öka priserna i alla led – ett lågt resursutnyttjande dämpar pristrycket och tvärtom när resursutnyttjandet är högt. Våra kunskaper om prissättningsbeteenden hos såväl de som exporterar till Sverige som hos våra inhemska aktörer är dock begränsade. Det leder till att bedömningarna av effekterna på inflationen av en viss kronutveckling är osäkra.

En ännu svårare uppgift är att göra bedömningar om kronkursen under prognosperioden. På medellång sikt får vi inte någon vidare vägledning av de teoretiska modeller för växelkusens bestämning som finns. I stor sett alla modeller bygger på att den reala växelkursen skall skapa balans i ett lands utrikeshandel. En given varukorg skall t.ex. kosta ungefär lika mycket här som i Tyskland. Är den – som idag – billigare i Sverige kommer vi att öka vår export och få ett överskott i bytesbalansen – vilket vi har. Varaktiga bytesbalansöverskott kommer förr eller senare att förstärka den nominella växelkursen så att balans uppnås. Men det kan uppenbarligen ta längre tid än förväntat.

Även om kronans långsiktiga värde bestäms av varuströmmar och andra poster i bytesbalansen så styrs priset på kort sikt av tillgång och efterfrågan på valutamarknaden, och där kan andra faktorer ta överhanden. Utvecklingen på de finansiella marknaderna har lett till snabba och stora portföljomflyttningar som t.ex. när svenskar köpt aktier utomlands eller när utlänningar sålt svenska aktier. Förändrade förväntningar om avkastningen på olika aktier och förändringar i viljan att ta risk tycks i ökad utsträckning ha styrt utvecklingen på valutamarknaderna på ett sätt som inte fångas i de traditionella växelkursmodellerna. Portföljomflyttningar till följd av avregleringar eller ändrade placeringsregler har möjligen också haft betydelse.

På lång sikt är det dock svårt att tro att något annat än utvecklingen i den fundamentala ekonomin skall bestämma hur växelkursen utvecklas. Oavsett vilken modell vi tillämpar för att förklara kronkursen visar den att kronan är undervärderad och att den har varit det under en längre tid.

Trots de svårigheter som är förknippade med att göra växelkursprognoser måste vi i våra inflationsbedömningar anta något om kronans utveckling. Vi har valt att utgå från vad den fundamentalt baserade analysen säger om utvecklingen men

samtidigt så gott det är möjligt väga in effekter från andra faktorer. Det innebär att våra bedömningar utgår ifrån att kronan på sikt skall stärkas, vilket den som bekant hittills envist vägrat att göra. Emellertid har konsekvenserna av dessa ”prognosmissar” inte visat sig bli så stora. Under perioden med rörlig växelkurs har fluktuationer i kronkursen inte fått så stort genomslag på inflationen som tidigare, vilket vi tagit intryck av när vi gör inflationsbedömningarna. Därmed har inte heller penningpolitiken påverkats i någon större utsträckning av att kronan inte utvecklats som förväntat.

Hur ser framtiden ut?

Konjunkturutsikterna för den amerikansk ekonomin spelade en avgörande roll för bedömningen av den svenska tillväxten och inflationen redan innan terrorattacken för ett par veckor sedan. En viktig fråga var om det faktiskt fanns grund för de optimistiska förväntningarna om den framtida tillväxten som präglade ekonomin och som tidigare drivit upp investeringar och aktiekurser. Var konjunktursvackan av V-form, dvs. snabbt övergående? Att utvecklingen inom informationsteknologin skapat och fortfarande skapar tillväxtpotentialer som långt ifrån torde vara uttömda råder det väl knappast någon tvekan om. Eller skulle det ta något längre tid att växa in i de överinvesteringar som gjorts under tiden då ”den nya ekonomin” föreföll vara ett faktum, dvs. skulle konjunktursvackan få en U-form? Eller skulle USA rent av få uppleva en recession i bakvattnet av den spruckna IT-bubblan?

På Riksbanken talade vi redan tidigt om en ”bananformad” utveckling, vilket väl närmast kunde tolkas som ett ovanligt utdraget U. Och även i USA hade bedömningarna redan före katastrofen skiftat från V till U och här och var talades också om möjligheten av en recession. De positiva siffror man väntat när det gäller konsumtion och investeringar hade i stort uteblivit trots räntesänkningar och skattelättnader samtidigt som arbetslösheten vuxit och konsumenterna fått svårare att betala sina skulder. Inte heller hade börserna vänt så som många förväntat.

De tragiska händelserna i USA har naturligtvis, åtminstone på kort sikt, en kraftigt dämpande effekt på konjunkturförloppet. Därför har ett antal centralbanker med Fed i spetsen sänkt sina styrräntor. Riksbankens direktion beslutade också i förra veckan att sänka reporäntan med 0,5 procentenheter från 4,25 procent till 3,75 procent. Dämpat inflationstryck till följd av lägre resursutnyttjande både här hemma och internationellt bedömdes alltså överskugga eventuella prishöjningar orsakade av en fortsatt svag krona.

Vi angav i pressmeddelandet att ”Den osäkerhet förra veckans terrordåd medfört riskerar att ytterligare dämpa den globala efterfrågan. Det är i dagsläget svårt att bedöma de samlade konsekvenserna för den internationella ekonomin och därmed inflationsutsikterna i Sverige de närmaste åren. Det finns en risk för att företagets och hushållens framtidstro försämras med en djupare och mer långvarig nedgång som följd. Det skulle, i så fall, tala för att inflationen på två års sikt, med oförändrad reporänta, skulle underskrida Riksbankens inflationsmål. Hur utvecklingen kommer att gestalta sig beror bland annat på de ekonomisk-politiska åtgärder som vidtas.”

Trots detta dystra anslag finns det ingen anledning att förtvivla. Den amerikanska ekonomin är i grunden stark med en hög potentiell tillväxt. En viss ökning av hushållens sparande behövs för att minska skuldbördan och underskottet i bytesbalansen. Och visst framstår dollarn som alltför högt värderad. Den svenska ekonomin är också i gott skick med låg arbetslöshet, överskott i bytesbalansen, minskande statsskuld och låg inflation. Förutsättningarna för att klara en konjunkturedgång är goda, även om den kan bli något längre än vi trodde i våras.

Tack för att ni ville lyssna.