Anförande

Riksbankschefen Urban Bäckström

ONSDAGEN DEN 10 OKTOBER 2001

Konjunkturer och räntepolitik

Ekonomidagarna i Örebro

Först vill jag tacka för inbjudan att komma hit till Örebro och diskutera under titeln ”Konjunkturer och räntepolitik”. Det är en turbulent tid vi befinner oss i. Vad som händer på den världspolitiska scenen påverkar i hög grad Sverige och svensk ekonomi. Jag ska idag säga något om konjunkturförloppet, såsom jag ser det, och i någon utsträckning också försöka blicka framåt.

Svagare konjunktur i omvärlden

Den globala tillväxttakten dämpades påtagligt under första halvan av 2001. Nedgången har blivit både djupare och mer långvarig än vad många bedömare räknade med i början av året. För första gången på drygt ett decennium är det fråga om en synkroniserad nedgång i de ledande ekonomierna. Efter terrorattentaten den 11 september har risken för ett svagare och mer utdraget konjunkturförlopp ökat. Samtidigt är det viktigt att framhålla att det är svårt att se att terrorattentaten kommer att rubba de mer långsiktiga tillväxtbetingelserna i vare sig industriländerna eller i, vad som brukar kallas, de framväxande nya ekonomierna.

Viktiga utlösande faktorer till den nästan samtida och kraftiga vändningen i den globala konjunkturbilden under senare delen av förra året var de stigande energipriserna, uppgången i räntorna, fallet på aktiemarknaderna och den snabba omsvängningen i företagens investeringar. Svagare efterfrågan utlöste i sin tur en lageranpassning, vilket lett till en förnyad anpassning av orderingång och produktion. De sjunkande tillgångspriserna dämpade därutöver den privata konsumtionen. Till detta kommer även terrordåden som kommer att medföra produktionsförluster på kort sikt och antagligen även förskjuter konjunkturvändningen något framåt i tiden.

Omsvängningen i konjunkturförloppet följer i många avseenden det normala mönstret och är därför inte så förvånande. Hastigheten i förloppet har dock för-

SVERIGES RIKSBANK

Telefon 08-787 00 00 | Telefax 08 - 21 05 31 | E-post registratorn@riksbank.se

stärkts i och med reaktionen på den ”överoptimism” som följde i spåren av det teknologiska genombrott och som kom att benämnas ”den nya ekonomin”. Ett tag fanns det ingen hejd på optimismen om vad landvinningarna efter genombrotten inom data- och telekommunikationsområdena skulle föra med sig. Förväntningarna på kraftigt stigande vinster och inkomster i framtiden genomsyrade såväl företag som hushåll på många håll i världen, men kanske framför allt i USA. Investeringar och konsumtion ökade. Börskurser steg och produktionsplaner reviderades upp. Obalanser byggdes efterhand upp i den amerikanska ekonomin mellan sparande och investeringar, liksom mellan faktiska och mer fundamentala värden på aktiemarknaden. Även om optimismen inte över allt blev så långt uppdriven som i USA fattades sannolikt en hel den beslut på många håll i världen om konsumtion, investeringar och aktieplaceringar som kanske inte hade kommit till stånd om mer långsiktiga perspektiv på den ekonomiska utvecklingen, och mer realistiska förväntningar, hade varit styrande.

Viktigt lära av historien

Historien lär oss att euforiska konjunkturfaser ofta följs av omslag i stämningsläget. Faktum är att även järnvägsbyggandet på 1800-talet gav upphov liknande överoptimism. En stark övertro präglade även 1900-talets början efter uppfinningarna av elmotorn och förbränningsmotorn. I vårt land handlade det då om en överoptimism kring möjligheterna att med denna nya teknik göra stora vinster på utnyttjandet av svenska naturtillgångar som vattenkraft, skog och malm. I det sena 1990-talet var det istället de stora vinsterna som skulle komma från tele- och datatekniken som kom att stå i förgrunden för den förnyade överoptimismen. Nu liksom då visade det sig att förväntningarna om stigande vinster och inkomster drivits för långt.

Vi får dock inte glömma bort att de stora innovationerna var av enorm betydelse för marschen in i industri- och välfärdssamhället. Järnvägen var av revolutionerade och bestående betydelse, inte minst för Sverige. Utan järnvägsinvesteringarna i början av 1900-talet hade gruv- och skogsindustrin knappast bidragit till att lyfta Norrland och Sverige in på världsmarknaden. Knappast något land bär starkare vittnesbörd än Sverige om hur starka drivkrafter för tillväxt som innovationer, experimenterande och kreativa processer är. Företag som Ericsson, AGA, SKF, Atlas Copco och Electrolux är bara några konkreta exempel på hur innovationer bidrog till den långsiktiga tillväxten i vårt land.

Det fokus som ekonomerna från den gamla österrikiska skolan med rötter i perioden före världskrigen, lade på sin analys av tillväxt- och konjunkturförlopp är intressant för en förståelse av dagens utveckling.

En viktig insikt är att innovationer står i centrum för att förstå den långsiktiga utvecklingen av tillväxten. Inte minst Joseph Schumpeter och Erik Dahmén har lyft fram innovationernas avgörande betydelse för tillväxten. Förståelsen av innovationernas och teknikens betydelse för tillväxten är dock inte omkomplicerad. Innovationer leder ofta till en snabbare produktivitetstillväxt, och tillfälliga "övervinster". En del företag blir monopolister under en tid på den nya produkter som innovationerna bereder vägen för. Andra företag som baseras på gårdagens teknik slås inte sällan ut. I en sådan process är risken för felaktiga beslut naturligtvis stor.

För österrikarna stod också investeringarna i centrum för synen på konjunkturcykler. I samband med ett teknologigenombrott uppkommer det en risk att företag överskattar hur mycket och hur varaktigt produktiviteten ökat. Detta gör att en tillväxtcykel inte sällan slutar med överdriven optimism och felinvesteringar. När vinstförväntningarna så småningom återvänder till mer realistiska nivåer sjunker aktiekurser, och investeringsverksamheten i företagen behöver ta en paus så att kapitalstocken i ekonomierna kan anpassas till vad en mer långsiktigt rimlig avkastning kan motivera. Hushållen minskar samtidigt sin konsumtion, inte minst av kapitalvaror, för att anpassa sig till en mer realistisk bedömning av den långsiktiga inkomstutvecklingen. När innovationer ställs i centrum finns inte något färdigt mönster för när en konjunkturnedgång skall inträffa eller hur snabbt det går att ta sig ur den.

Österrikarna ger oss också en tredje grundläggande insikt om den ekonomiska politikens begränsningar. Om det inträffat ett teknologiskift som leder till att konsumtion- och investeringar under en period växer snabbare än vad som är långsiktigt uthålligt blir en konjunkturnedgång ofrånkomlig. Det går inte, som inte minst den kanske främste österrikaren, nobelpristagaren Fredrich Hayek, oförtröttligt framhöll under 1970-talet, att förhindra den nödvändiga anpassningen efter en utbudstörning genom en ekonomisk politik som syftar till att brygga över nedgången. Eftersom anpassningen till mer realistiska förväntningar om framtiden är nödvändig skulle en överbryggningspolitik bara leda till att anpassningen skjuts upp och förmodligen blev ännu svårare när den ofrånkomligen ändå inträffar.

Men historien lär oss också att efter en period av, vad jag skulle vilja kalla för, ”växtvärk” återkommer optimismen om vad den nya tekniken kan åstadkomma, men då i mer ordnade och realistiska former. Vare sig den snabba nedgången i världskonjunkturen eller terrordåden den 11 september bör ha ändrat på våra skäl att se positivt på möjligheterna med den nya tekniken sett på lite sikt.

Vissa tecken på stabilisering i USA under sommaren

Under sommaren fanns tecken på en viss stabilisering av konjunkturläget i omvärlden. Flera av de s.k. ledande indikatorerna för den amerikanska ekonomin utvecklades i en riktning som skulle kunna indikera att fallet i industrikonjunkturen var på väg att bromsas upp. Lageranpassningen i USA verkade också ha kommit en bit på väg. Däremot förebådade utvecklingen på de finansiella marknaderna att den ekonomiska aktiviteten skulle förbli svag ännu ett tag. Aktiekurserna föll under sommaren med ytterligare mellan 20 och 30 procent med särskild koncentration till augusti och september. Även de långa marknadsräntorna fortsatte att falla.

De mänskliga lidanden som terrordåden den 11 september orsakade är en stor tragedi. Dåden har också en indirekt effekt, som dock aldrig kan mäta sig med de mänskliga lidandet, men som vi ändå måste fundera över. Jag tänker förstås på de ekonomiska aspekterna. Vi kan konstatera att vissa verksamheter stängdes ner i samband med dåden och inom andra sektorer minskade produktionen. Det innebär ett direkt produktionsbortfall. De sektorer som framför allt drabbades var finans-, flyg- och rekreationsbranscherna. Till detta kommer effekter på den ekonomiska utvecklingen på kvartalen framöver. Avgörande för den fortsatta utvecklingen blir dock i hög grad hur konsumenter och företag runt om i världen uppfattar

risken för mer omfattande konflikter liksom omfattningen och varaktigheten på de svar på händelserna den 11 september som nu har inletts.

Det är alltså mycket svårt idag att göra några mer precisa bedömningar av vilka sammantagna kvantitativa effekter det kan bli fråga om med anledning av terrordåden. Antagligen är fortfarande det avgörande för världskonjunkturen den anpassning som krävs efter perioden av överoptimism under de senaste åren. Samtidigt har den ekonomiska politiken i USA blivit mer och mer expansiv. Räntorna har sänkts kraftigt och till detta kan fogas rätt stora finanspolitiska stimulanser. Men det verkar ändå stå klart att BNP-siffrorna för i år kommer att behöva revideras ned. När det gäller nästa år är osäkerheten större, men en nedrevidering är det troligaste. Osäkerheten i dagsläget framgår av att spännvidden är ovanligt stor mellan olika bedömningar av den amerikanska ekonomin under senare år. Det finns, å ena sidan, prognoser som talar för en mycket snabb återhämtning med en BNP-tillväxt redan nästa år på mellan 3 och 4 procent i USA. Å andra sidan, finns det också bedömningar som talar om negativ BNP-tillväxt för 2002.

Den svenska utvecklingen

Den svenska ekonomin präglas av en relativt snabbt vikande konjunktur och en påtaglig försvagning av kronans kurs under det senaste året. Till bilden hör också att den aktuella inflationstakten för närvarande ligger över 3 procent, d.v.s. över Riksbankens mål på 2 procent och även över den övre toleransgränsen.

I huvudsak, om än inte enbart, hänger dagens höga inflationssiffror samman med prisförändringar som kan bedömas vara av mer tillfällig karaktär. Mul- och klövsjukan, vissa metodmässiga ändringar i själva mätningarna av elpriserna och andra höjningar av energipriserna. Utbudsstörningar av detta slag får normalt inte någon varaktig effekt på inflationstakten. Därför finns det anledning att tro att dagens relativt höga inflationssiffror kommer att klinga av när prisnivåhöjningarna faller ur jämförelsetalen någon gång till våren. Det gäller under förutsättning att inflationsförväntningarna inte påverkas eller andra faktorer såsom t.ex. konjunkturläget eller kronan drar i annan riktning.

Samtidigt finns det inslag i inflationsbilden som sannolikt sammanhänger med det höga resursutnyttjandet i samband med den senaste högkonjunkturen. Den underliggande inflationen har stigit gradvis under det senaste året. Konjunkturläget i Sverige – liksom i omvärlden – har dock dämpats snabbt under det gångna året. Om man får tro SCB:s senaste siffror för nationalräkenskaperna kommer svensk ekonomi knappast upp i en högre BNP-tillväxt i år än 1,5%. Detta kommer sannolikt att verka återhållande på ett eventuellt pristryck – om inget oförutsett inträffat med den långsiktiga tillväxtpotentialen i svensk ekonomi.

Före terrordåden fanns vissa tecken på en stabilisering av industrikonjunkturen, inte minst till följd av det minskade relativa kostnadsläget som den svaga kronkursen inneburit. Överlag har det under sensommaren verkat som om orderingången i industrin inte faller lika snabbt som tidigare. Det brukar vara det första tecknet på en stabilisering – åtminstone om man ser historiskt. Bilden är dock splittrad mellan olika branscher. I några branscher har orderingången redan vänt upp, i andra fall har nedgången dämpats något medan orderingången för exempelvis teleprodukter

alltjämt faller kraftigt. Att exporten totalt sett inte redan har tagit fart, trots det relativt omfattande fallet i kronan, beror till stor del på varuexportens sammansättning och marknadsförhållandena i vissa nyckelbranscher, exempelvis nedgången i tele- och datakommunikation.

Att kronan försvagas något i en regim med flytande växelkurs i samband med en konjunkturförsvagning är ingenting nytt. Det finns det många exempel på runt om i världen. I grund och botten fungerar ofta växelkursen som en sorts stötdämpare för en liten öppen ekonomi. Problemet med kronan är att försvagningen har skett från en redan i utgångsläget låg nivå. Det relativa kostnadsläget för den svenska industrin sänks nu ytterligare på ett påtagligt sätt och därmed stiger också vinstandelen. Vi vet av erfarenheterna från 1970- och 80-talen att en svag växelkurs kan ge upphov till inflationstendenser.

Låt oss inte glömma erfarenheterna från de senaste åren. Vid Mexiko-, Asien och Rysslandskriserna försvagades kronan och exportindustrin återhämtade sig både snabbt och kraftfullt. Under hösten 1998 föll exporten kraftigt, orderingången var svag och prognoserna reviderades ned i snabb takt, men bara några kvartal senare arbetade exportindustrin åter för högvarv. Förr eller senare - även om det är oklart exakt när - är det alltså rimligt att förvänta sig en stigande svensk export även denna gång. Terrordåden leder dock sannolikt till att denna uppgång förskjutits i tiden och kanske rentav till att avmattningen på kort sikt förstärkts. Men det är viktigt att följa både kronans och konjunkturens utveckling.

På den inhemska sidan finns en del ljusa tecken. Hushållens disponibelinkomster kommer exempelvis av allt att döma att stiga kraftigt nästa år. Till detta bidrar fallande inflationstakt, stimulanser från finanspolitiken och inte minst ett arbetsmarknadsläge som, i varje fall hittills, inte präglas av någon dramatik. Därutöver är realräntorna låga. Allt detta minskar sannolikt risken för en fortsatt försvagning av den privata konsumtionen. Samtidigt är det mycket som talar för att det senaste årets sjunkande aktieförmögenheter haft en påtagligt negativ inverkan på hushållens inköp av s.k. varaktiga varor. Mycket talar därför att det krävs en stabilisering på aktiemarknaden för att tillväxten i privatkonsumtionen ska komma igång igen. Om osäkerheten om framtiden, inte minst om utsikterna på arbetsmarknaden mörknar, kan det emellertid bidra till att det dröjer innan hushållen åter vågar investera i nya bilar och andra kapitalvaror. Då kan konsumtion komma att utvecklas svagt under en något längre period. Det finns alltså en risk att återhämtningen i den svenska ekonomin, trots den svaga kronan och de låga realräntorna, blir långsammare än vad som tidigare förväntats.

Sammanfattningsvis pekar flera faktorer mot en gradvis återhämtning av konjunkturen i svensk ekonomi under nästa år. Mycket kan fortfarande ändra på den bilden. Terrordåden och deras uppföljning är en faktor. En annan är förstås hur stor anpassning som den amerikanska ekonomin kommer att gå igenom till följd av de obalanser som byggts upp under senare år.

Penningpolitiken

Det som färgat penningpolitiken i Sverige under det senaste året är å ena sidan en vikande konjunktur och en försvagning av kronans kurs, å den andra. BNP tillväxten har fallit från de senaste årens 3 till 4 procent ned till mellan 1 och 1,5 procent

under första halvåret i år. Samtidigt har kronan har försvagats med i runda tal 15 procent sedan förra året.

De två krafterna har dragit Riksbankens inflationsprognoser åt lite olika håll vid olika tillfällen under loppet av det senaste året. Grovt sett kan man säga att när konjunkturen försvagas - vid given potentiell tillväxttakt - dämpas efter hand inflationen, medan en svag kronkurs däremot drar åt andra hållet och kan leda till högre prisstegringar; direkt via stigande importpriser och indirekt via en stimulans av konjunkturen från exportsidan. Snabba växelkursförändringar kan därutöver påverka inflationsförväntningarna.

Låt mig vara noga och lite formell här och säga att det varken är det *aktuella* konjunkturläget eller den *rådande* kronkursen som fungerar som ingångsvärde för Riksbankens samlade inflationsprognos och penningpolitik. I stället är det en bedömning av det *framtida* konjunkturläget och en uppfattning av kronans utveckling *framöver* som vi använder oss av. Men om konjunkturen exempelvis viker kraftigt och oväntat säger det något om styrkan i det ekonomiska förloppet och hur en sannolik utveckling framöver kan komma att te sig. På samma sätt är det med kronans kurs. Om den försvagas snabbt säger även det, normalt sett, något om hur en sannolika banan framöver kan komma att se ut. En snabb försvagning minskar sannolikt möjligheterna för kronan att nå en tidigare bedömd högre kurs vid slutet av en given prognosperiod, om inte annat så av det skälet att kronan då måste stärkas i mycket snabbare takt än tidigare.

En viss kronförstärkning, eller försvagning, kan värderas olika beroende på vad som orsakat den bl.a. därför att det kan påverka dess varaktighet och inverkan på inflationsutsikterna. En svagare krona som går hand i hand med en konjunkturförsvagning behöver inte leda till några nämnvärd ändring av inflationsbilden. Annorlunda är det om en försvagning av kronan är ett led i en anpassning till en högre förväntad inflationstakt. En upprevidering av inflationsförväntningarna, i vid mening, påverkar direkt inflationsbilden. Även olika ihållande portföljanpassningar kan ge upphov till en revidering av inflationsutsikterna om kronans kurs påverkas mer varaktigt. Ytterligare en möjlighet till tolkning av en kronförsvagning ges när den sker samtidigt som osäkerheten ökar på de finansiella marknaderna i världen i stort; en omfattande flykt till placeringar i stora valutor och till valutor som historiskt sett visat sig stabila brukar då inträffa. Denna källa till valutakursändringar brukar normalt vara övergående.

Kronförsvagningen på försommaren, efter det att Riksbanken presenterade årets andra inflationsrapport, berodde sannolikt på en kombination av försvagad exportkonjunktur, portföljanpassningar och en viss upprevidering av inflationsförväntningarna. Utfallen för den faktiska inflationen hade blivit överraskande höga under senvåren. Om högre inflationsförväntningar tillåtits slå rot och även manifesteras i en fallande valutakurs har allmänhetens förtroende för att penningpolitiken systematiskt strävar efter en inflationstakt i linje med målet på 2 procent naggats i kanten. Därför var det enligt min mening riktigt att vidta den säkerhetsåtgärd som räntehöjningen i somras innebar. Det är bättre att bilden hos allmänheten är att vi ibland sänker och ibland höjer reporäntan i takt med att nya fakta kommer på bordet, än att vi tummar på inflationsmålet.

Avslutning

Terrorattentaten den 11 september har troligtvis haft konsekvenser för den svenska och internationella konjunkturbedömningen. Även om det är svårt att exakt beräkna vilka effekterna blir, verkar det klart att konjunkturförloppet kommer att påverkas. Uppgången förskjuts i tiden och avmattningen förstärks på kort sikt. I efterdyningarna av attentaten har det uppstått en viss osäkerhet på de finansiella marknaderna och omfattande portföljjusteringar har även ägt rum. Mönstret från liknande perioder är tydligt; vissa valutor försvagas, andra särskilt stora valutor förstärks, aktiekurser faller, långa räntor är oförändrade eller stiger, korta räntor sjunker och guldpriset går upp. För att minska de negativa effekterna på världsekonomin och på de finansiella marknaderna genomfördes räntesänkningar av de större centralbankerna, en aktion som bekant Riksbanken deltog i. Centralbankerna har därutöver vidtagit en del andra åtgärder bl.a. i syfte att bidra till likviditet i det finansiella systemet.

I nästa vecka kommer Riksbanken att presentera en ny inflationsrapport. Den kommer som vanligt att innehålla ett huvudscenario och runt detta även en riskbild. Huvudscenariot är i sig osäkert med tanke på omständigheterna som jag tidigare utvecklat. Riskbilden blir därför extra viktig att följa framöver i takt med att data inkommer och utvecklingen fortskrider. Vilken riktning tar konjunkturutvecklingen, hur utvecklar sig kronkursen och vilken är den bakomliggande orsaken samt hur beter sig inflationsförväntningarna? Det är de väsentliga frågorna för Riksbankens fortsatta agerande under hösten och vintern. Dessvärre finns det idag inga tydliga svar.