

Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

TISDAGEN DEN 30 OKTOBER 2001

Svensk ekonomi

Aktiespararna, Örebro

Först vill jag tacka för inbjudan att komma hit till Aktiespararna i Örebro och diskutera svensk ekonomi.

För två veckor sedan presenterade Riksbanken 2001 års tredje inflationsrapport. En del statistik har visserligen presenterats sedan dess, men det är ändå inte särskilt mycket ny information som inkommit. Det är alltså svårt att idag göra en väldigt annorlunda bedömning av utvecklingen i svensk ekonomi på ett till två års sikt än den som presenterats i inflationsrapporten. Den som vill läsa mer om Riksbankens bedömning hänvisar jag till vår hemsida www.riksbank.se. Där kan den intresserade enkelt ladda ner rapporten i sin helhet liksom alla siffror som ligger till grund för diagrammen.

Det finns ett par frågor som hänger samman med svensk ekonomi och utvecklingen på lite längre sikt och som jag gärna skulle vilja göra några reflektioner kring här idag.

Den ena frågan är vad som hände med diskussionen om "den nya ekonomin". Detta begrepp förekommer alltmer sällan i svenska medier (Diagram 1). Jag tror att det speglar hur intresset dalat mer allmänt. Den snabba och omfattande nedgången för IT- och telekomaktier, gör att man undrar om den tredje industriella revolutionen var en återvändsgränd (Diagram 2).

Detta väcker i sin tur en andra fråga, som handlar om vilken roll teknikgenombrott spelar när det gäller företagens vinster och därmed för avkastningen på aktier.

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

Vart tog den ”nya ekonomin” vägen?

När det gäller min första fråga kanske det inte är så konstigt att begreppet ”den nya ekonomin” används alltmer sällan nu jämfört med förra året. IT- och telekomakti-erna har fallit kraftigt i värde. Många har gjort stora förluster på sina placeringar. Besparingar och personalneddragningar i branschen är något vi läser om nästan dagligen i media. Konkurer har förekommit. Att telekomjätten Ericsson har hamnat i motvind vilket påverkat många underleverantörer har väl knappast undgått någon. Vi vet också att detta är något som också sker i andra länder, inte minst i USA.

För att få perspektiv på det som sker och för att därigenom lättare kunna tolka de skeenden vi nu bevittnar tror jag att det är fruktbart att blicka tillbaka. Därigenom kan vi bättre utröna vart utvecklingen kan vara på väg. Och när jag gör det kan jag inte komma till någon annan slutsats än att alla dessa besvärligheter vi nu upplever är något tillfälligt. Låt mig förklara.

Den första datorn lär ha uppfunnits redan kring mitten av 1940-talet. Men kanske man kan man datera det verkliga genombrottet till 1970-talet då det plötsligt blev möjligt att framställa en hel dator på ett litet chips – en s.k. mikroprocessor. Antalet datorer i världen har vuxit från ungefär 2000 vid slutet av 1950-talet till antagligen flera hundra miljoner datorer idag. Kraften och möjligheten att processa data i olika former kan uppskattningsvis ha ökat med så mycket som 4 miljarder gånger sedan 1950-talet. Det motsvarar en årlig ökning med närmare 60 procent.

En av grundarna till datorföretaget Intel, Gordon Moore, noterade för några decennier sedan att framgångarna när det gäller att tillverka halvledare gjorde det möjligt att dubbla datorkapaciteten på ett enskilt chips var 18:e månad. Denna observation har kommit att få beteckningen Moore’s lag och har fortsatt att gälla allt sedan dess. Var 18:e månad fördubblas alltså datorkapaciteten på ett mikrochips. Vad som kanske är ännu mer intressant är att det inte verkar finns några hinder för att Moore’s lag kommer att gälla också en bra bit in i framtiden.

Det är alltså fråga om en snabb produktivitet utveckling som präglar de företag som tillverkar datorer och detta kommer att fortsätta en bra bit in i framtiden. Givet att efterfrågan på datorer är tillräckligt hög kommer av allt att döma den datorproducerande sektorn att växa successivt och spela en allt större roll i det mått som vi använder för att mäta ett lands samlade inkomster, nämligen BNP.

Enkelt uttryckt kan man därför säga att om en sektor i vår samhällsekonomi växer snabbt och samtidigt präglas av en hög produktivitetstillväxt kommer den genomsnittliga produktivitetstillväxten i hela ekonomin att accelerera. Förklaringen är att den expanderade sektorns vikt i det samlade mått som mäter produktiviteten – BNP per arbetad timme – ökar, vilket, allt annat lika, driver upp produktiviteten.

Sannolikt är detta en förklaring till den accelererande produktivitetstillväxten i USA under 1990-talet och som kommit att kallas för ”den nya ekonomin”. Men en stigande produktivitetstillväxt kommer även så småningom att präglar också andra sektorer där datorn och den nya tekniken kommer till användning på det ena eller andra sättet. Det är alltså inte bara produktionen av datorer som blir mer effektiv, även datorns användning inom en rad områden gör att också andra processer blir mer effektiva. Det uppkommer spridningseffekter.

Sen är det en annan sak att utvecklingen kanske inte går fullt så fort och blir riktigt så omfattande som de allra största optimisterna framhöll så sent som för bara något år sedan. Svenska folket slutar inte helt att handla i affärer bara för att det kommer hemsidor som gör det möjligt att exempelvis köpa kläder, skor, bilar och matvaror direkt via datorn. Postorder, tidningsannonser och telefonen har länge skapat sådana möjligheter, men ändå väljer många att alltjämt gå direkt till affären för att göra sina inköp. Men att datorer i olika former kommer att göra många produktions- och inköpsprocesser mer och mer effektiva över tiden verkar ändå högst troligt.

Den nya tekniken kommer att påverka olika delar av vårt samhälle. Det är enkelt att tänka sig en rad användningsområden. Genom att den nya tekniken blir billigare och billigare skapas också en verklig drivkraft för att den kommer att spridas till många delar av ekonomin. Under de senaste 40 åren har priset på datorer fallit med omkring 20 procent per år. En dator som idag kostar 10 000 kronor skulle utifrån dessa siffror ha kostat närmare 50 miljoner kronor i början av 1960-talet. Prisfallet är alltså dramatiskt.

Från vår egen historia är det lätt att se att stora tekniska genombrott i förening med omfattande prisfall kan lägga grunden för en period av enastående ekonomisk tillväxt. Få innovationer hade en så central betydelse i den svenska industrialiseringen kring skiftet mellan 1800- och 1900-talet som elektriciteten och möjligheten att driva motorer med hjälp av den. Svenska tekniker och svenska företag var tidigt med i utvecklingen av elkraften.

I början av 1890-talet var elektriciteten relativt sett dyrbar. Den kostade avsevärt mer per energiekvivalent än kraft producerad av kol. Några år in på 1900-talet hade dock relativpriset fallit med 50 procent. Därmed öppnades möjligheter för en elektrifiering vilket ledde till expansion i branscher som massa- och pappersindustrin, gruvindustrin och den baskemiska industrin. Massaindustrins språngartade utveckling skedde hand i hand med att vattenkraften i de norrländska älvarna byggdes ut för elproduktion, vilket drev på prisfallet på elektricitet ytterligare. BNP-tillväxten accelererade trendmässigt från ungefär 2 procent till mellan 3 och 4 procent per år i genomsnitt i samband med elektrifieringen. Sverige blev ett av de mest snabbväxande länderna i världen.

Det går naturligtvis inte att rätta av jämföra elektrifieringen och dess inverkan på svensk ekonomi och det tillväxtsprång som kan följa av den nya data- och telekommunikationstekniken. Det kan finnas många hinder på vägen, men klart är att det ligger en enorm potential i en ny framväxande teknik.

Liksom under det sena 1900-talet blev optimismen lite väl överdriven om vad den nya tekniken kunde åstadkomma även i början av seklet. Mellan 1905 och 1907 steg i vårt land euforin om möjligheten att med hjälp av elektriciteten skapa stora vinster på utnyttjande av svenska naturtillgångar som vattenkraft, skog och malm till höga höjder. Aktier och fastigheter som stigit kraftigt i pris låg då – till skillnad från nu – som säkerhet för många banklån. Konjunkturuomslaget 1907 blev upptakten till en besvärlig finansiell kris vilken drabbade många företag.

Sverige var emellertid inte ensamt om att uppleva bakslag 1907 i det ekonomiska omvandlingsförloppet. Motsvarande problem drabbade även USA av i mångt och mycket samma skäl; en allt för stark optimism kring vad elektrifieringen på kort sikt

skulle föra med sig. Globaliseringens återverkningar oftast på gott, men ibland också på ont är alltså ingenting nytt. Det som skedde i Sverige i början på 1900-talet inspirerades av det som hände i andra länder; både när det gällde att dra nytta av den nya tekniken, men också att framkalla en tillfälligtvis alltför stark eufori kring den nya tekniken. Ändå är det kanske just i detta skede, i slutet av 1800-talet och i början av 1900-talet, som Sverige lägger grunden till en lång period av snabbt växande välbefinnande och en modernisering av samhällets alla delar.

Ingen konjunkturedgång eller bakslag är dock den andra lik. Det finns många skillnader gentemot det vi nu upplever. Men den poäng som jag vill driva hem med att ändå dra parallellen till vad som hände i början av 1900-talet är att visa på att det tidigare förekommit perioder av ”växtvärk”. Optimismen kan bli för högt uppdri-ven tillfälligtvis även om potentialen i den nya tekniken är stor. Det har hänt förr och det händer nu. Förr eller senare tar dock utvecklingen fart igen och skapar nya möjligheter. Därför är jag också i grunden optimistisk om vad data- och telekom-munikationstekniken kan åstadkomma för den ekonomiska tillväxten och välbefin-nandet i vårt land sett på lite längre sikt.

Teknikgenombrott, företagsvinster och aktiekurser

Låt mig nu komma till den andra frågan nämligen vilken roll teknikgenombrott spelar när det gäller företagets vinster och därmed för kursutvecklingen på aktier.

Mot slutet av 1999 och under början av 2000 rådde aktiefeber i vårt land. Alla talade om aktier och hur mycket det gick att tjäna på aktiespekulationer. Medierna var fulla av budskap på temat ”så hittar du vinnarna” eller ”så blir du en daytrader”. Rådgivare bland banker och fondkommissionärsfirmor talade i lyriska ordalag om möjligheterna med aktiesparande. Många människor som aldrig ägt en aktie eller ens kunnat drömma om att de skulle komma att göra det lockades att spekulera. Semesterkassan kanske behövde förstärkning, en ny bil behövde inköpas eller hus-hållskassan kanske inte räckte till och behövde påfyllning. Varför inte göra lite snabba och lättförtjänta pengar, alla tjänar ju pengar på aktier, hette det vid kaffe-borden på arbetsplatser runt om i Sverige.

Som om det vore en bekräftelse på att allt detta var riktigt steg aktiekurserna ständigt till nya rekordnivåer på Stockholmsbörsen, liksom på många andra börser runt om i världen. Bäst gick aktier i bolag som inte tjänade några pengar utan som t.o.m. behövde emittera aktier för att kunna betala löpande driftsutgifter. Vi befann oss ju i en ny ekonomi och runt hörnet väntade stora vinster sades det. Ja, så var det nästan. Eller hur?

Ett argument som ofta återkom i samband med att kurserna noterade nya re-kordnivåer var att ”den nya ekonomin” skulle leda till en snabbare vinsttillväxt. Fa-cit så här långt vet vi. Det blev inte så. Värderingarna av många företag hamnade efter kursuppgångarna alldeles för högt.

Och så hände det som alltid händer. Förr eller senare spricker en bubbla. Den svenska aktiemarknaden i stort har sedan toppen fallit med omkring 50 procent, IT-aktierna med närmare 90 procent och telekom-aktierna med cirka 75 procent. Det är dramatiska nedgångar i ett historiskt perspektiv. Inte sedan de stora kurskor-rigeringarna i början av 1920-talet eller i början av 1930-talet har det genomsnittli-ga kursläget sjunkit i samma omfattning som nu.

Men det är inte bara aktiekurserna på Stockholmsbörsen som fallit tillbaka relativt kraftigt. Samma sak har hänt också i andra länder och inte minst på den teknikorienterade Nasdaqbörsen i New York.

Låt oss gräva lite djupare i frågan om vinstutvecklingen i bolagen vid tidigare tekniskiften. Om alla företags vinster förväntas stiga kraftigt måste detta också komma att återspeglas i förväntningarna om utvecklingen i hela ekonomin. BNP för ett land mäter summan av alla inkomster som tjänas in under ett år. I nationalräkenskaperna kan man se hur stor del av dessa inkomster som går till dem som äger kapital och som går till löntagarna. Kapitalinkomsterna utgör ersättning till dem som äger t.ex. maskiner och inventarier, kommersiella fastigheter, bostäder eller mark i ekonomin. Eftersom mycket av detta kapital ägs av företag följer även att om dessa företags vinster förväntas öka måste följaktligen antingen BNP som helhet komma att växa snabbare eller den andel av BNP som går till kapitalinkomster stiga.

Erfarenheten visar dock att vinstandelen på lång sikt ligger ganska konstant kring en tredjedel av BNP. Resten, ungefär två tredjedelar, av inkomsterna går till löner. Den långsiktigt stabila relationen mellan dessa storheter innebär alltså att företagens vinster långsiktigt utvecklas ungefär i takt med BNP. Man borde alltså förvänta sig att företagens vinster ökat med mellan 2 och 3 procent historiskt sett. Det finns ganska dåligt med historiska vinstsiffror för de svenska börsföretagen, men ser vi till de amerikanska bolagen som ingår i indexet S&P 500 framgår att de inte riktigt nått upp ens till BNP-utvecklingen när det gäller långsiktig vinsttillväxt (Diagram 3). Under vissa perioder ligger dock vinstutvecklingen över trendlinjen. Då har sannolikt också vinstandelen stigit i hela ekonomin, men förr eller senare återgår tillväxten i vinsterna till den långsiktiga trenden.

Kortsiktigt kan förstås vinsterna i börsbolagen stiga förhållandevis snabbt. Om vinstandelen exempelvis ökar från 30 till 35 procent innebär det att vinsterna ökar tillfälligt med mellan 15 och 20 procent fördelat under det antal år som anpassningen uppåt av vinstandelen pågår. I samband med teknikgenombrott har en sådan tillfällig höjning av vinstandelen inte varit ovanlig. Så har skett under 1990-talet i Sverige och så skedde exempelvis även i början av seklet i samband med elektrifieringen av ekonomin.

Vinstandelen steg fram till och med 1910-talet (Diagram 4). Samtidigt accelererade även BNP-tillväxten. Det kanske inte är så konstigt att detta fick åskilliga aktieplacere att tro att detta även innebar att vinsttillväxten långsiktigt skulle stiga snabbare än den historiska trenden. Men så blev inte fallet. Förr eller senare tenderar vinstandelen i hela ekonomin att falla tillbaka igen. Vinstutvecklingen i bolagen återförs då till den långsiktiga trenden. Inte heller tror jag att man kan förvänta sig en väsentligt snabbare vinsttillväxt i börsbolagen i spåren av det teknikgenombrott vi nu upplever utöver vad som följer av en eventuellt stigande potentiell BNP-tillväxt. Men då handlar det sannolikt inte om flera procentenheter. Men även mindre tal än så gör att ett lands välstånd stiger kraftigt efter ett eller några decennier. Tillväxtökningen under den här perioden från 2 till mellan 3 och 4 procent per år var helt avgörande för Sveriges samlade ekonomi.

Ytterligare argument som talar i samma riktning är att den nya ekonomin handlar om genombrott för data- och telekommunikation. Den nya tekniken borde göra det lättare att få information och bör om något göra konsumenterna bättre infor-

merade. I så fall kommer kanske faktorer som historiskt anseende och välkända varumärken att spela en mindre roll vid beslut om inköp framöver. Varans eller tjänstens inneboende kvalitet och dess pris i förhållande till dessa faktorer kan istället komma att ta över som mer avgörande för konsumenternas beslut. Följden blir snarare skärpt konkurrens samt pressade priser och vinstmarginaler. Stämmer detta innebär det att den nya tekniken gör konsumenten snarare än aktiespararen till vinnare.

Jämför vi återigen med den amerikanska utvecklingen under första delen av 1900-talet framgår det att de företag som producerade elektricitet inte skapade några vinster utöver det normala. Även då tilltog konkurrensen, vilket pressade vinstmarginaler och priser.

Allt detta innebär att mycket ändå talar för att den långsiktiga reala avkastningen på aktier även framgent sannolikt hamnar i närheten av det historiska genomsnittet på runt 7 procent per år – även om det kan ske variationer också där. Så har det varit i Sverige under hela 1900-talet (Diagram 5) och så har det varit i USA under i stort sett 200 år. Det är under denna tidsperiod som stora teknikgenombrott skett. Detta långsiktiga historiska perspektiv visar att den reala avkastningen på aktier över långa perioder förblivit tämligen konstant.

Avslutning

Avslutningsvis kan konstateras att i grunden leder mitt resonemang fram till en positiv slutsats. Det teknikgenombrott med mikrochipset och datorn som låg till grund för bl.a. informationstekniken och som kom att kallas för ”den nya ekonomin” är i allra högsta grad något som är levande och som kommer att prägla många länder, inklusive Sverige, under lång tid framöver.

Den nuvarande konjunktursvackan, som delvis är en sorts ”baksmälla” efter alltför överdrivna förväntningar om framtiden, kommer att förbytas i en ny uppgång. Då kommer också det teknikgenombrott som världsekonomin är mitt uppe i att ta ny fart.

Vi vet dock inte exakt hur djup nuvarande nedgång blir eller när exakt konjunkturen vänder upp igen men att det kommer att ske är det svårt att argumentera emot. Den underliggande konjunkturrytmen med uppgångar och nedgångar i den ekonomiska aktiviteten har alltid funnits. Perioder av vad jag skulle vilja kalla för ”växtvärk” finns det också exempel på i den ekonomiska historien. Det blir inte alltid så bra som människan ofta hoppas på – i vart fall sker saker och ting inte så snabbt - men heller aldrig riktigt så dåligt som hon ibland befarar.

Min slutsats när det gäller teknikgenombrottets inverkan på företagens vinster är kanske inte fullt lika optimistisk, i vart fall om man är aktiesparare. Grovt sett kan man nämligen säga att historiska erfarenheter tyder på att det är konsumenterna som blir de verkligt stora vinnarna, inte aktieägarna. Den slutsatsen är kanske mer giltig nu än tidigare eftersom teknikgenombrottet i allra högsta grad handlar om information. Mer välinformerade konsumenter tenderar snarast att leda till skärpt konkurrens och pressade vinstmarginaler i företagen än tvärtom.

Det mesta talar ändå för att aktiesparandet alltjämt kommer att vara en bra sparform på lång sikt, om än inte trendmässigt ge den mycket höga avkastning som präglat 1980- och 90-talet.

Referenser

- Bradford DeLong, J. and Summers, L., (2001), The "New Economy": Background, Questions, and Speculations, *Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium*, August, Jackson Hole, Wyoming.
- Brookes, M. and Zaki, W., (2000), Is the Internet Better than Electricity?, *Global Economics Paper*, No. 49, Goldman Sachs, July, London.
- D'Avolio, G., Gildor, E. and Shleifer, A., (2001), Technology, Information, Production and Market Efficiency, *Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium*, August, Jackson Hole, Wyoming.
- Frennberg, P. And Hansson, B., (1992), Swedish stocks, bonds, bills and inflation, *Applied Financial Economics*, Vol 2, pp79-86.
- Johansson, Ö., (1967), *The gross domestic product of Sweden and its composition 1861-1955*, Almqvist & Wiksell, Stockholm.
- Jungenfelt, K. G., (1966), *Löneandelen och den ekonomiska utvecklingen*, IUI, Almqvist & Wiksell, Uppsala.
- Schön, L., (2000), *En modern svensk ekonomisk historia*, SNS förlag, Borås.
- Shiller, R., (2000), *Irrational exuberance*, Princeton University Press, Chichester, West Sussex.
- Siegel, J., (1999), *Stocks for the Long Run*, McGraw Hill, New York.
- Åberg, Y., (1969), *Produktion och produktivitet i Sverige 1861-1965*, IUI, Almqvist & Wiksell, Uppsala.