

Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

TISDAGEN DEN 27 NOVEMBER 2001

Den svenska ekonomin

Den Stora Aktiekvällen Aktiespararna, Stockholm

Först vill jag tacka för inbjudan att komma hit ikväll. Jag tänkte ägna mitt anförande åt svensk ekonomi och penningpolitiken.

Det gångna året har präglats av en successivt allt svagare ekonomisk utveckling i såväl Sverige som i omvärlden. Bland prognosmakarna världen över har nedrevideringar av tillväxtutsikterna för 2001 och 2002 varit påtagliga.

Företaget Consensus Economics gör varje månad en sammanställning av hur 200 professionella bedömare runt om i världen ser på den ekonomiska framtiden. Blickar vi tillbaka till i början av året så kan vi konstatera att den samlade bedömningen var att BNP i USA och Sverige väntades stiga med mellan 2,6 och 3,5 procent för 2001 respektive 2002. Konjunkturavmattningen bedömdes då bli förhållandevis mild och följas av en snabb återhämtning. Nu väntas den amerikanska ekonomin växa med cirka blygsamma 1 procent i år för att nästa år utvecklas ännu svagare. Ser vi till Sverige beräknas BNP öka med 1,4 i år och med 1,7 procent nästa år.

Nedgången väntas alltså bli både djupare och mer långvarig än vad många bedömare räknade med så sent som i början av 2001. Vad vi nu ser är en synkroniserad nedgång i alla de ledande ekonomierna. Efter terrorattentaten den 11 september har dessutom risken för ett svagare och mer utdraget konjunkturförlopp ökat ytterligare.

Viktiga utlösande faktorer till den nästan samtida och kraftiga förändringen 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 la-

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

geranpassning, vilket ledde till en förnyad anpassning av orderingång och produktion. De sjunkande tillgångspriserna, inte minst på aktiemarknaderna, dämpade därutöver den privata konsumtionen. Till detta kommer terrordåden som medfört produktionsförluster på kort sikt och en förskjutning av konjunkturvändningen framåt i tiden.

Omsvängningen i konjunkturförloppet följer i många avseenden det normala mönstret och är därför i grund och botten inte så förvånande. Efter en lång tids uppgång vänder efter hand aktivitetsläget nedåt och ekonomin samlar sig till en ny expansionsfas. Det finns ingen exakthet i de olika faserna men med någorlunda regelbundenhet har konjunkturerna "alltid" växlat.

Det som dock har överraskat är den snabba hastigheten i nedgångsförloppet. Det verkar som om konjunkturedgången har förstärkts i och med reaktionen på den "överoptimism" som följde i spåren av det teknologiska genombrott som kom att benämnas "den nya ekonomin". Vi minns alla hur det var; det fanns nästan ingen hejd på optimismen om vad den nya tekniken inom data- och telekommunikationsområdena skulle kunna föra med sig.

Förväntningar 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 justerades upp. Obalanser byggdes efter hand upp i den amerikanska ekonomin bl.a. mellan sparande och investeringar, liksom mellan faktiska och mer fundamentala värden på aktiemarknaden. Investeringsuppgången gick sannolikt lite väl snabbt. Även om optimismen inte blev så långt uppdriven som i USA fattades sannolikt en hel del 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 plötsliga omslag i stämningläget. För ekonomerna bakom den s.k. österrikiska skolan stod investeringarna i centrum för synen på ekonomins cykler. I perioder av teknikgenombrott händer det ofta att företag överskattar effekten av den nya uppfinningens effekt på produktiviteten. Det kan röra sig om hur mycket produktiviteten kan tänkas komma att öka, men även hur pass varaktig uppgången kommer att vara. Detta gör att en tillväxtcykel, framkallad av ett teknikskifte, inte sällan slutar med överdriven optimism och felinvesteringar. När vinstförväntningarna så småningom återvänder till mer realistiska nivåer sjunker aktiekurser. Investeringarna dämpas i företagen och den samlade kapitalstocken i ekonomin 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.

Den österrikiska skolan ger oss även en grundläggande insikt om den ekonomiska politikens begränsningar. Om det inträffar ett teknikskifte som leder till att konsumtion och investeringar under en period växer snabbare än vad som är långsiktigt uthålligt blir en konjunkturedgång ofrånkomlig. Att genom ekonomisk politik

förhindra en anpassning till mer realistiska framtidsförväntningar efter en utbudsstörning av den här typen låter sig inte göras. Förklaringen är att eftersom anpassningen till mer realistiska förväntningar om framtiden är nödvändig skulle en sådan politik bara leda till att anpassningen skjuts upp och förmodligen bidra till ett mer smärtsamt förlopp den dag anpassningen väl kommer till stånd.

Historien lär oss 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. Varken den snabba nedgången i världskonjunkturen eller terrordåden den 11 september har, enligt min bedömning, rubbat på skälens att se positivt på möjligheterna som den nya tekniken medför.

Många företag har problem

I spåren av den snabba investeringsuppgång som varit och den kraftiga avmattning vi nu ser finns det en risk för att en hel del företag får problem med sina balansräkningar. Det bekräftas också om man ser till ökningstakten i antalet konkurser mätt på årsbasis bland samtliga företag världen över som innehar kreditbetyg från kreditvärderingsföretaget Moody's. Siffran för september i år ligger på en historiskt hög nivå om vi blickar tillbaka. Konkurserna förväntas öka fram till och med första kvartalet nästa år, enligt Moody's egna bedömningar.

Samtidigt har kreditröntorna stigit påtagligt i de företag som har låg kreditvärdighet och alltför företag har fått se sin rating på kreditvärdigheten försämrats. Exempelvis har andelen företag med den allra bästa kreditvärdigheten krympt till en låg nivå, och som t.o.m. är lägre än vid den senaste kraftiga lågkonjunkturen i början av 1990-talet. Den stigande finansieringskostnaden för företag med låg kreditvärdighet utgör en risk för att fler konkurser är att vänta med smittoeffekter till andra företag och sektorer som följd. Å andra sidan har företag med högre kreditvärdighet snarare fått se sina finansieringskostnader falla i kölvattnet av nedgången i det allmänna ränteläget. Det visar på att risken med ökade kreditproblem inte bör överdrivas, men tyder ändå på att den nuvarande nedgången i aktivitetsläget åtminstone i någon utsträckning har rötter i ekonomins utbudssida. Framför allt verkar det vara fråga om en alltför snabb och högt uppdriven investeringsverksamhet inom IT- och telekomområdena.

Inflationsutsikterna svårbedömda

En konsekvens av att Riksbanken gör sin analys av förhållandena här hemma – och inte styrs av vad andra centralbanker gör – är att vi har hållit reporäntan på en väsentligt lägre nivå än USA de gångna åren. Periodvis har också den svenska styrräntan legat under den europeiska centralbankens. När Riksbanken bestämmer styrräntan är det inflationsutsikterna på ett till två års sikt som står i centrum. En inflation över målet på 2 procent leder normalt till att styrräntan höjs, om inflationen istället väntas hamna under målet bör normalt reporäntan sänkas och om takten i prisökningarna förutspås ligga på målet om 2 procent bör den hållas oförändrad.

Konjunkturutsikterna i omvärlden borde tala för en svag utveckling också här hemma med åtföljande dämpning av inflationstrycket och följaktligen en ytterligare sänkning av reporäntan. Men riktigt så enkelt är inte beslutsläget. Bilden kompliceras av framför allt tre saker:

- *För det första* ligger inflationen för närvarande över Riksbankens mål på 2 procent. Visserligen kan huvuddelen av uppgången förklaras av ett antal väldefinierade tillfälliga faktorer som beräknas klinga av under den kommande våren. Exempelvis steg priserna på livsmedel till följd av galna-kosjukan och mul- och klövsjukan. Vidare steg el- och telepriserna av orsaker som inte föreföll vara relaterade till det allmänna efterfrågeläget. Men frågan är om det är en korrekt analys eller om inte inflationsuppgången – helt eller delvis – i själva verket berodde på en alltför överhettad konjunkturuppgång. Vi har dessutom fått enkätsiffror som pekar på stigande inflationsförväntningar. Bilden är dock inte entydig.
- *För det andra* kan den svaga kronan störa bilden. I förhållande till långsiktigt jämförbara jämviktsväxelkurser är kronan mycket svag i dagsläget, även om den stärkts något jämfört de bottenivåer vi upplevt tidigare i höst. Enbart den svaga kronkursen skulle kunna motivera betydande skillnader i penningpolitiken mellan Riksbanken och andra centralbanker om – och det är viktigt att understryka – allt annat vore lika mellan dessa länders ekonomier.
- *För det tredje* stimulerar finanspolitiken den svenska ekonomin. Ett sätt att illustrera det är att se till hur hushållens disponibla inkomster efter skatter och transfereringar utvecklas i år och nästa år. Allt tyder på att de ökar rejält till följd av ökande offentliga utgifter och sänkta skatter och detta trots att arbetslösheten kan komma att stiga något nästa år till följd av konjunkturavmattningen.

I den ena vågskålen ligger alltså en fortsatt svag konjunktur nästa år och i den andra en i dagsläget för hög inflation, en svag krona som efter hand verkar stimulerande på exportsektorn och en expansiv finanspolitik som gynnar hushållens efterfrågan. Till det kan fogas att dagens reporänta på 3,75 procent är förhållandevis låg inte minst när man betänker att inflationen ligger kring 3 procent.

Frågan är vilken tyngd de olika faktorerna bör tillmätas och vilken sida som slutligen väger tyngst.

När det gäller dagens alltför höga inflationstakt har vi sökt analysera om det finns skäl att anta att den beror på att svensk ekonomi blivit mer ”överhettad” i den senaste högkonjunkturen än vad vi tidigare har trott. Den preliminära slutsats som jag tycker att man kan dra är att förklaringen inte ligger där. Det mesta pekar därför på att inflationen bör sjunka tillbaka under den kommande våren när de tillfälliga prishöjande faktorerna faller ur jämförelsetalen.

Ett alternativt sätt att närma sig frågan om huruvida den höga inflationen är temporär eller mer varaktig är att se hur den överlägset viktigaste kostnadskomponenten – lönerna – har utvecklats. Genom att löneavtalen är slutna kan man få en ganska god bild av löneutvecklingen i vart fall för i år och nästa år. Med rimliga antaganden om produktiviteten tyder det mesta på att arbetskraftskostnaden per producerad enhet bör utvecklas i linje med inflationsmålet. Detta förutsatt att de uppgångar i inflationsförväntningarna vi kunnat notera bland framför allt arbetsmarknadens parter inte slår igenom i stigande löner. Det skulle vara mycket olyck-

ligt och ställa penningpolitiken inför nya utmaningar. Därför måste den diskussion som finns inom fackföreningsrörelsen om att prisutvecklingen blivit högre än väntat tas på största allvar.

Den svaga kronan och dess potentiella stimulans effekt på svensk ekonomi, i första hand via exportsektorn, är mer komplicerad. En kraftig kostnadsförbättring för svenska exportföretag jämfört med Sveriges viktigaste konkurrentländer brukar erfarenhetsmässigt innebära stigande marknadsandelar för exportföretagen. Samtidigt kommer man inte ifrån att konjunkturavmattningen internationellt är särskilt tydlig på marknader som är viktiga för svensk ekonomi. Även om svenska företag tar marknadsandelar så blir volymuppgångarna inte överdrivna så länge dessa marknader utvecklas svagt.

Till detta kommer att problemen inom IT och telekom, en bransch som Sverige blivit mer och mer beroende av under 1990-talet, inte avgörs av hur kronkursen utvecklas. Inom dessa områden är det mer globala faktorer som är avgörande.

Slutligen kan dock konstateras att orderingången till industrin faller i svagare takt än tidigare under året. Vissa tendenser till utplaning kan skönjas, vilket brukar vara ett första tecken på en vändning kan komma inom de närmaste kvartalen. Ser man till analytikernas vinstförväntningar har det under hösten skett en tydlig försvagning vad gäller börsföretagens resultat för innevarande år. Men samtidigt har det under de senaste månaderna skett en ordentlig upprevidering för nästa år.

Hur man sammanfattningsvis ska se på kronan och dess stimulans effekt är alltså inte helt självklart.

Till sist frågan om den samlade ekonomiska politikens effekter på efterfrågan. Jag tänker alltså på att finanspolitiken bidrar till att hushållens disponibla inkomster väntas stiga ganska kraftigt under nästa år och att ränteläget är lågt. Normalt sett brukar en expansiv ekonomisk politik verka stimulerande på konjunkturloppet, vilket alltså borde tala för att 2002 blir ett ganska bra år, sett till den inhemska efterfrågan. I vart fall två faktorer kan dock begränsa eller motverka genomslaget.

Den ena faktorn hänger samman med de lägre aktiekurserna och de tendenser till utplaning och i vissa fall nedgång i priset på bostäder. Under de senaste åren har stigande tillgångsvärden via hushållens växande förmögenhet stimulerat till köp av varaktiga varor och bilar. Omvänt har de fallande tillgångspriserna under det senaste året verkat dämpande på dessa inköp. Stimulansen från den ekonomiska politiken kan alltså dämpas eller fördröjas så länge tillgångspriserna faller. Situationen blir naturligtvis den omvända om aktiekurser och fastighetspriser istället stabiliseras eller rentav börjar stiga igen.

Den andra faktorn är förknippad med riskerna på arbetsmarknaden. Statistiken över antalet varsel på arbetsmarknaden tyder på att sysselsättningen planar ut eller rentav faller nästa år, vilket kan göra att arbetslösheten kan dra sig uppåt något under loppet av 2002. Hushållen hyser själva sådana farhågor redan i dag enligt SCB:s enkätundersökning. Förutom att en svagare arbetsmarknad direkt verkar dämpande på hushållens disponibla inkomster kan det också göra människor i vårt land mer försiktiga i samband med inköpsbeslut.

Slutsatser för penningpolitiken

Sammantaget ser tillväxtutsikterna något mer pessimistiska ut på kort sikt, jämfört med när vi publicerade den senaste inflationsprognosen. Den kraftiga omläggningen av den ekonomiska politiken i en rad viktiga länder ser emellertid ut att bana väg för en återhämtning efterhand. Detta förutsätter dock att hushåll och företag verkligen börjar konsumera och investera. Sparandeobalanser och överinvesteringar är viktiga riskfaktorer.

Även i Sverige har den ekonomiska politiken lagts om i en mer expansiv riktning, vilket bidrar till att hushållens inkomster stärks. Under förutsättning att en internationell återhämtning kommer till stånd väntas den svaga kronan verka stimulerande på exporten. Ser vi till inflationen har den sedan i april i år legat över Riksbankens mål. Uppgången beror i huvudsak på tillfälliga faktorer och min bedömning är, liksom tidigare, att den kommer att klinga av under våren. Det förutsätter emellertid att prisuppgången inte sprider sig till andra varugrupper eller resulterar i stigande löner. Att avmattningen gjort att det nu föreligger lediga resurser talar också för att inflationen bör komma ner. Riksbanken måste dock, som jag ser det, noga följa utvecklingen för att vi ska försäkra oss om att den under senare tid förhöjda inflationstakten faktiskt sjunker och inte biter sig fast. Kanske talar det mesta för att inflationen framöver kommer att ligga ganska nära målet på 2 procent. I vart fall verkar det vara fråga om ganska snäva marginaler åt det ena eller andra hållet.

Jag har försökt att här ikväll översiktligt diskutera min preliminära syn på några olika aspekter kring bedömningen av den framtida inflationen. Jag ser fram emot den fortsatta diskussionen inom Riksbanken med mina kollegor kring dessa frågor. Vi ska ta ställning till räntepolitiken vid vårt sammanträde på tisdag i nästa vecka, dvs. den 4 december. Dagen efter – den 5 december – kommer resultatet av våra diskussioner att offentliggöras liksom 2001 års fjärde inflationsrapport.