

Anförande

Vice riksbankschef Lars Nyberg

MÅNDAGEN DEN 11 MARS 2002

Finansiella störningar och den reala ekonomin

Danske Securities

Jag vill börja med att tacka för inbjudan att komma hit till Danske Securities och tala med er, som i verklig mening sitter mitt i den finansiella sektorn, men också är starkt beroende av vad som sker i den reala ekonomin. I mitt anförande idag tänkte jag nämligen framförallt uppehålla mig kring kopplingen mellan den realekonomiska och den finansiella utvecklingen, såsom den varit och såsom den kanske kan komma att bli.

Riksbankens två uppgifter, att upprätthålla ett stabilt penningvärde och främja effektivitet och stabilitet inom betalningsväsendet i vid mening, har båda reala och finansiella sidor. Målen hänger närmare samman än man i förstone kan tro. Turbulens på de finansiella marknaderna eller finansiella kriser får återverkningar på konjunkturutvecklingen och således stor betydelse för utformningen av penningpolitiken. Att bedriva penningpolitik när de finansiella marknaderna fungerar dåligt är svårt för att inte säga omöjligt. Samtidigt bidrar ett fast penningvärde och fast förankrade inflationsförväntningar till att skapa säkerhet och stabilitet på de finansiella marknaderna.

Så långt är det enkelt. Betydligt svårare är det att i grunden kartlägga och förstå sambanden mellan den finansiella och den reala ekonomin. Utvecklingen på de finansiella marknaderna sker dessutom snabbt och det finns all anledning att tro att sambanden förändras över tiden.

Ser man tillbaka på utvecklingen i världen under det senaste året förefaller de finansiella marknaderna ha klarat fler kraftiga stötar än många förväntat. Bubblan på IT- och telekommarknaden och aktiekurserna sprack, en synkroniserad

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

internationell konjunkturavmattning inleddes, Turkiet hamnade i finansiell kris, USA drabbades av terrorattacken den 11 september och inledde krig mot Afghanistan, det amerikanska energiföretaget Enron kollapsade. Slutligen hamnade Argentina i akut kris. Där räddades inte privata marknadsaktörer av ytterligare insatser från IMF, något som många hade förväntat. Inte ens tillsammans förefaller dessa händelser att ha fått några långsiktigt allvarliga effekter på världens finansiella marknader.

Dessutom verkar det nu som om återverkningarna på realekonomin blivit förhållandevis små och det trots att hushåll och företag, särskilt i USA, var högt skuldsatta när konjunkturedgången inleddes. Betyder det att vi nu kan avskriva riskerna för att finansiella obalanser och kriser ska försena den konjunkturuppgång de flesta bedömare anser vara på väg? Har den ekonomiska politiken, den finansiella infrastrukturen och aktörernas beteenden anpassats till de globaliserade och tekniskt välutvecklade finansiella marknaderna så att spridningseffekterna till den reala ekonomin från finansiella störningar minskat påtagligt under det senaste decenniet? Det här är frågor jag vill belysa i den fortsatta diskussionen, dock snarare med ambitionen att väcka några intressanta tankar än att ge säkra svar.

Är marknaderna robustare?

Låt mig börja med frågan om marknaderna verkligen blivit robustare i meningen att de blivit mindre känsliga för störningar. Det finns några argument som talar för det. Ett av dem är direkt knutet till penningpolitik och inflation. Allt fler länder har nämligen under det senaste decenniet övergett ambitionen att upprätthålla en fast växelkurs och istället inriktat penningpolitiken direkt mot ett inflationsmål. Som en följd av detta har öppenheten och transparensen ökat, vilket i sig sannolikt förbättrat marknadernas funktion. Inflation och inflationsförväntningar har fallit och blivit mer stabila, vilket lett till betydligt lägre nominella räntor. Osäkerheten om framtiden har därmed minskat och förutsättningarna för att fatta riktiga investerings- och sparandebeslut förbättrats. Allt detta bör rimligen ha ökat marknadernas stabilitet.

Men det finns fler argument. Insikten om behovet av att ha statsfinanserna under kontroll har ökat budgetdisciplinen och lett till neddragningar av statsskulderna på de flesta håll i världen. Möjligen kan man hävda att den ökade budgetdisciplinen är en omvändelse under galgen, eftersom länder med stora underskott ofta tvingas låna på de internationella marknaderna och därmed finna sig i de krav som ställs, om inte annat så för att hålla nere lånekostnaderna.

Stora och växande budgetunderskott minskar också möjligheterna för andra aktörer än staten att bedöma framtiden och ökar deras kostnader. Dels tvingas långtagare att betala höga och varierande riskpremier för att låna på obligationsmarknaderna, eftersom finansiella placerare vill ha betalt för osäkerhet om inflation eller växelkurs. Dels finns alltid en risk för att staten, när skulden blir för hög, tvingas genomföra kraftiga besparingar som i sig leder till ökad arbetslöshet och dålig lönsamhet för inhemskt orienterade företag.

Stora internationella ansträngningar har gjorts och görs för att skapa nya regelverk och standards som ska minska risken för finansiell instabilitet i en avreglerad miljö. Nya Baselregler för kapitaltäckning är ett exempel på det.

Tillsynsverksamheten i de flesta länder har också stärkts påtagligt, även om komplexiteten på marknaderna alltid riskerar att växa snabbare än kompetensen i tillsynen.

Kvantitativa avregleringar av de finansiella marknaderna är i stor utsträckning genomförda och anpassningarna avklarade. Ökad erfarenhet av att agera i en avreglerad omgivning torde i sig ha minskat risken för finansiella kriser. Bankerna, som p.g.a. av sin roll i betalningsväsendet har särskilt stor betydelse, är bättre kapitaliserade än för ett decennium sedan. Kreditriskhanteringen har också förbättrats betydligt. Det gäller inte minst de svenska bankerna, som nu är betydligt bättre rustade att hantera risker än före bankkrisen i början av 1990-talet.

Även centralbanker och tillsynsmyndigheter har blivit bättre på att bedöma risker. De riktigt förödande bankkriserna i ett historiskt perspektiv grundar sig på en kombination av kraftigt stigande fastighetspriser och snabbt växande bankutlåning och har ofta skett i länder med fast växelkurs. Ett stigande antal centralbanker följer numera noga de makroekonomiska faktorer, som kan leda till att obalanser byggs upp i det finansiella systemet och publicerar sina slutsatser i särskilda stabilitetsrapporter. Riksbanken är härvidlag en av föregångarna, grundat på erfarenheterna från den svenska bankkrisen.

IMF gör sedan ett par år utvärderingar av hela den finansiella sektorns funktionalitet och säkerhet inte bara i utvecklingsländer, utan även i industriländerna. Sverige underkastades en sådan FSAP (Financial Sector Assessment Program) förra året, Japan och Storbritannien gör det i år. I dessa utvärderingar jämförs landets hela finansiella system; banker, clearingfunktioner, betalningssystem, lagstiftning, tillsynsmyndigheter, centralbank etc. med minimi standards i världen och eventuella brister påtalas. Varje land kan sedan välja att publicera resultaten av utvärderingen. En sammanfattning av utvärderingen ingår i den årliga utvärdering av medlemsländernas ekonomi som IMF gör.

Beroendet och komplexiteten ökar

Samtidigt som alltså marknaderna, förhoppningsvis ska jag kanske tillägga, blivit mer robusta har emellertid vårt användande av dem vuxit. Hushåll och företag har blivit aktörer på de finansiella marknaderna, huvudsakligen för att de kan erbjuda bättre och billigare tjänster än de som traditionellt erbjudits via bankerna. Allt större andel av de investeringar som görs finansieras på marknaden via aktier och obligationer även i andra länder än USA. Det har blivit möjligt eftersom hushållens sparande i allt högre grad kanaliseras till aktier och fonder. Vi använder helt enkelt de finansiella marknaderna mycket mer än för bara tio år sedan. Vi har således all anledning att bekymra oss över hur de fungerar. Därför har också frågorna kring finansiell stabilitet kommit att inta en allt viktigare roll på den internationella politiska agendan.

Samtidigt som användandet av marknaderna ökat, har instrument tillkommit som blivit alltmer komplicerade i sin struktur och svåröverskådliga i sitt riskinnehåll. Olika former av derivat har t.ex. utvecklats för att på ett effektivare sätt sprida risker. Det skapar i sig förutsättningar för att minska sårbarheten i banker och att minska finansieringskostnaderna för investeringar. I grunden gynnar utvecklingen den långsiktiga tillväxten. Under senare år har t.ex. användandet av

kreditriskderivat och värdepapperisering ökat. En risk är dock att komplexiteten i dessa instrument ökar svårigheten att se vilka kreditrisker företag och banker verkligen är exponerade mot.

Komplexiteten i de finansiella instrumenten och det faktum att de ofta i olika former finns både på tillgångs- och skuldsidan i företagens balansräkningar och dessutom ofta utanför dem – ”off balance”, gör att de finansiella riskerna i banker och företag kan bli svåra att upptäcka. Det är särskilt allvarligt då alltfler hushåll har sitt sparande i dessa företags aktier, men det är minsann inte heller enkelt för professionella analytiker och portföljförvaltare.

Kollapsen i det amerikanska företaget Enron kan tjäna som exempel på de problem som finns förknippade med utvecklingen av komplicerade finansiella instrument. Bristande förståelse för de instrument som utnyttjats och bristande transparens i företagets redovisning gjorde att det direkt efter kollapsen fanns en stor oro för att spridningseffekterna kunde bli allvarliga. Och då menar jag inte de uppenbara brott mot gällande regelverk, där revisorer bränner handlingar och ledande tjänstemän säljer aktier i bolaget innan negativ information nått marknaden. Enron reser en del andra och på sikt mer fundamentala frågor. Jag ska idag nöja mig med att ta upp tre av dem.

För det första var ju Enron i grunden ett energiföretag, som med tiden kom att bedriva finansiell verksamhet i stor skala, men utan att vara underställd den tillsyn som finansiella företag normalt är. Bristen på tillsyn gällde för övrigt också Long Term Capital Management LTCM några år tidigare. Man kan fråga sig om inte funktion snarare än företagsform borde vara grund för tillsyn. Det finns annars en risk att samhällsekonomiskt skyddsvärda funktioner i allt större utsträckning förläggs till företag som inte besväras av någon tillsynsmyndighet. Samtidigt tvingas den offentliga sektorn i praktiken gripa in om fallisemanget blir systemhotande oavsett om tillsyn varit möjligt. I vilken utsträckning Enron sysslade med funktioner som kan bedömas som skyddsvärda kan alltid diskuteras, men frågan är principiellt viktig. Vi kan och bör ju inte reglera alla företag som sysslar med finansiell verksamhet, t ex genom att förvalta sin egen kassa.

För det andra förefaller det uppenbart att redovisningsreglerna, åtminstone de amerikanska, inte utvecklats i samma snabba takt som instrumenten och formerna för kapitalanskaffning på de finansiella marknaderna. Är det verkligen på sikt rimligt att en allt större del av företagets risker redovisas utanför balansräkningen? I Enron-fallet fanns dessutom av allt att döma risker som enligt regelverket inte behövde redovisas alls, t.ex. likviditetsrisker som utlöstes vid en nedrating.

För det tredje är det lärorikt (och förskräckande) att se hur just bristen på likviditet snabbt fällde Enron när frågor började ställas om balansräkningens kvalitet och förtroendet på marknaden försvann. Enrons balansräkning hade ju vissa likheter med en banks så tillvida att skuldsidan bestod av upplåning som visade sig vara ganska kortfristig, medan tillgångssidan var svårvärderad och hade väsentligt sämre likviditet. En bank som hamnade i motsvarande situation skulle råka ut för en s.k. ”run” eller likviditetsanstormning på svenska, och det var väl egentligen precis vad som hände Enron. Då blir någon form av likvidation nödvändig, även om det senare skulle visa sig finnas värden kvar i balansräkningen.

Erfarenheterna från Enron ledde till att investerare tillfälligt flydde företag med komplicerade konstruktioner och ägarförhållanden eller företag som misstänks vara alltför kreativa i sin redovisning. Men av allt att döma är detta bara tillfälligt. Kreditspreadarna för företag har inte påverkats så mycket som befarats och aktiemarknaden skakade till, men har nu återigen börjat repa sig. Effekten verkar snarast ha blivit att redovisningsmetoder och revisionsförfaranden frivilligt saneras, något som både marknadsaktörer och myndigheter välkomnar.

Kanske kan Enronfallet bli ytterligare en indikation på att marknadernas robusthet faktiskt ökat. Men Enronkollapsen illustrerar också tydligt några av de risker som kan uppkomma när marknaderna växer både i betydelse och komplexitet. Dessa risker och deras effekter på den reala ekonomin ska inte underskattas. Marknadernas ökande beroende av varandra både inom och mellan länder kan orsaka betydande spridningseffekter när en störning sker någonstans i systemet.

Sammanfattningsvis; Riskerna för att stora finansiella obalanser i ekonomierna ska byggas upp har sannolikt minskat de senaste decenniet till följd av att den ekonomiska politiken blivit mer förutsägbar. Regelverk och riskhanteringssystem har också förbättrats. Samtidigt har komplexiteten i finansiella instrument och möjlighet till omfattande positioner utanför balansräkningen ökat svårigheten att bedöma vinstutsikter och risker i företag. Ökat sparande och finansiering i marknadsnoterade instrument har dessutom gjort hushåll och företag mer beroende av att de finansiella marknaderna fungerar effektivt och säkert. På längre sikt kan därför effekterna på den reala ekonomin av störningar från de finansiella systemen öka om inte regelstruktur och tillsyn anpassas tillräckligt snabbt.

Kan vi leva med stora obalanser?

När aktiekurserna rasade för snart två år sedan och när osäkerheten ökade efter terrorattacken i september förra året växte farhågorna för att förväntningarna om framtiden skulle revideras ned så kraftigt att hushållens vilja att konsumera och företagets vilja att investera drastiskt skulle minska. Särskilt gällde farhågorna den amerikanska ekonomin men osäkerheten befarades också drabba resten av världen. Den höga skuldsättningen som byggts upp under konjunkturuppgången i många länder förstärkte den risken påtagligt. Positiva förväntningar om framtiden hade ökat företagets finansieringsbehov för investeringar. Samtidigt hade en ljus bild av framtiden och förmögenhetsökningen stimulerat hushållens konsumtion och ökat deras investeringar i bostäder.

Det var lätt att tänka sig ett riskscenariö där hushållens efterfrågan minskade så snabbt att hårt skuldsatta företag försattes i konkurs, där arbetslösheten ökade drastiskt och där banker och andra långivare drabbades av omfattande kreditförluster. Den negativa spiralen skulle fortsätta med ytterligare fall i aktiekurserna och i hushållens förmögenhet och till att stigande kreditriskpremier fördyrade upplåningen. Om det negativa förloppet inte bröts kunde höga kreditförluster så småningom utlösa bankkriser och kreditrestriktioner som också skulle bidra till nedåtspiralen.

Hög kreditexpansion, kraftiga tillgångsprisökningar och hög investeringstillväxt ofta koncentrerat till en viss sektor, har föregått de allvarliga finansiella kriser som

världen tidigare drabbats av. Men det är viktigt att hålla i minnet att vare sig en kraftig kreditexpansion eller omfattande bytesbalansunderskott behöver tolkas som att finansiella obalanser ackumulerats. Om sparande och investeringsbesluten tagits på realistiska förväntningar om framtida tillväxt samtidigt som banker och finansiella placerare kunnat göra realistiska bedömningar av de kreditrisker som är förknippade med investeringsprojekt och konsumtionslån, så är utvecklingen snarare ett tecken på att de internationella kapitalmarknaderna fungerar effektivt. Kapitalmarknadernas uppgift är ju att kanalisera kapital till investeringsprojekt med hög avkastning. Om finansiella placerare bedömer att avkastningen på investeringar i ett visst land ger högre avkastning än i andra länder är det också motiverat att växelkursen stärks. Det går inte att utesluta att det är precis vad som hänt i USA.

Om skuldsättningen, bytesbalansunderskotten och den starka dollarkursen verkligen utgör betydande risk för stora fluktuationer i tillväxten och för den finansiella stabiliteten i världen framöver beror alltså i hög grad på om den långsiktiga tillväxten i den amerikanska ekonomin kommer att utvecklas radikalt sämre än de förväntningar som låg bakom låne- och placeringsbesluten. Och som jag tidigare varit inne på borde utformningen av den ekonomiska politiken och förbättringar i regelverk och riskhanteringssystem minskat osäkerheten i investerings- och sparandebesluten och därmed också risken för uppbyggnad av stora finansiella obalanser. Huruvida globaliseringen, IT- och telekomtekniken och kanske också effektivare finansmarknader verkligen skapat den potential för högre tillväxt som låg bakom förväntningarna som drev konjunkturuppgången återstår förstås att se. Men än så länge har ekonomierna reagerat måttligt på de chocker de utsatts för det senaste året. Risken för att finansiella obalanser byggts upp till följd av överoptimism kvarstår visserligen men bedöms nu utgöra ett mindre hot mot återhämtningen i ekonomin än tidigare.

Penningpolitiska överväganden

Utvecklingen under de senaste månaderna tyder också på att riskerna för en djup och långdragen internationell konjunkturavmattning har minskat påtagligt. Tecknen på att konjunkturbotten nu är nådd är flera. En förutsättning för att den internationella konjunkturen skall vända uppåt är att tillväxten i den amerikanska ekonomin tar fart. Produktiviteten har fortsatt att utvecklas mycket positivt relativt konjunkturläget, vilket är ett gott tecken. Att de amerikanska hushållens konsumtionsefterfrågan förblivit hög och att framtidsförväntningarna förbättrats sedan i höstas indikerar också att botten nu är nådd och att en vändning är på väg.

Den oro som funnits och som accentuerades efter terrorattacken den 11 september för att snabba och kanske överdrivna anpassningar av finansiella obalanser i de amerikanska hushållens och företagens balansräkningar skulle fördjupa nedgången tycks, i varje fall hittills, ha kommit på skam. Bättre fungerande finansiella marknader till följd av de förändringar i den ekonomiska politikens inriktning och de förbättringar i regelverk och tillsyn som jag pekat på kan ha bidragit till detta. Om så är fallet skulle skuldsättningsgraden hos företag och hushåll inte utgöra ett så stort hot mot de närmaste årens konjunkturutveckling som många, inklusive Riksbanken i ett antal inflationsrapporter, varit oroliga för.

I Sverige har konjunkturedgången inte påverkat kapacitetsutnyttjade och arbetslöshet i samma utsträckning som vid tidigare fall i konjunkturen. Det innebär att vändningen uppåt sker från ett konjunkturhistoriskt sett högt resurtnyttjande i ekonomin. Låga räntor, en svag krona och en mycket expansiv finanspolitik har bidragit till detta. En konsekvens av det höga resursutnyttjandet kan vara den oväntat höga inflationstakt som registrerats den senaste tiden. Tidigare prishöjningar inom vissa varugrupper antas visserligen vara tillfälliga, vilket gör att inflationen bedöms gå ner under året. Prishöjningar inom bl.a. tjänstesektorn speglar dock sannolikt högre arbetskraftskostnader. Flera av mina kollegor har, bl a mot denna bakgrund, uttryckt oro för inflationsutsikterna, en oro jag delar.

Att den internationella konjunkturvändningen sker efter en mycket kortvarig och måttlig nedgång innebär att konjunkturuppgången inte förväntas bli lika stark som tidigare uppgångar. För Sveriges del innebär det att exporten ökar men att tillväxten i första hand väntas från den inhemska efterfrågan och där särskilt tjänstesektorn. Det ökar enligt min mening risken för att inhemskt orienterade företag med nedpressade vinstnivåer fortsätter att kompensera sig för kostnadsökningar genom att höja priserna.

Så ungefär ser bilden ut när Riksbanksdirektionen på måndag den 18 mars samlas för att diskutera det ekonomiska läget och penningpolitiken. Då har vi också som underlag en alldeles färsk inflationsrapport, som publiceras på tisdag morgon.