

# Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

---

TORSDAGEN DEN 17 OKTOBER 2002

## Den aktuella penningpolitiken

Riksdagens finansutskott

Låt mig först tacka utskottets ledamöter för inbjudan att komma hit och diskutera utvecklingen i svensk ekonomi och den aktuella penningpolitiken med er.

Eftersom detta av allt att döma är den sista offentliga utfrågningen som jag deltar i som riksbankschef vill jag passa på att tacka för alla de möjligheter som Riksbanken givits genom åren att få komma hit och samtala om penningpolitiken. Om jag räknat rätt är detta den fjortonde gången som jag har fått den möjligheten. Tidigare var det också brukligt att riksbankschefen kallades till utskottet för utfrågningar, men då i sluten form. Jag blev därför mycket glad när jag på våren 1994 för första gången fick möjlighet att föra ett offentligt samtal med ledamöterna här i finansutskottet. En penningpolitik som bedrivs utifrån ett inflationsmål under rörlig växelkurs bygger på bedömningar. Bedömningar kan alltid ifrågasättas och behöver därför diskuteras. Vad är då naturligare än att dessa diskussioner förs åtminstone ett par gånger om året med företrädare för Riksbankens huvudman här i utskottet.

### **Bilden inte lika ljus som i våras**

Förra gången vi träffades här i utskottet präglades diskussionen av en viss lättnad över att effekterna av terroristattacker den 11 september 2001 inte hade haft någon särskilt stor inverkan på världsekonomin. Osäkerheten bland hushåll och företag hade i viss mån lagt sig. Det fanns tecken på att konjunkturen i vår omvärld var på väg att förbättras. Optimismen började sprida sig. Läget i orderböckerna verkade ha stabiliserats och i en del fall rentav förbättrats. Till detta kom att den ekonomiska politiken i många länder var expansiv, vilket väntades ge förloppet extra näring.

Samtidigt poängterade jag att vi inte kunde vara helt säkra på att världskonjunkturen skulle komma igång. Jag pekade bl.a. på att obalanserna i den amerikanska

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

ekonomin alltså var stora och aktiemarknaden högt värderad. Det fanns alltså en del frågetecken kring om en bred efterfrågeökning verkligen skulle komma igång.

Läget i den svenska ekonomin präglades i våras fortfarande av den höga inflationen och resursutnyttjandet som följde av den milda konjunkturedgången. BNP-utvecklingen tycktes ha bottnat strax före sommaren i fjol. Arbetslösheten planade ut.

Inflationen hade legat märkbart över Riksbankens mål på 2 procent under en tid. Delvis var det en följd av s.k. utbudsstörningar som lyft prisnivån och temporärt lett till en högre inflation. Men även exklusive dessa prisökningar hade inflationen stigit bl.a. till följd av en tendens till alltför höga lönekostnadsökningar. En snabb återhämtning i världskonjunkturen kunde riskera att svensk ekonomi blev överansträngd alltför tidigt i uppgångsfasen och leda till att inflationen åter började stiga.

Över sommaren har dock perspektiven ändrats och det verkar som om återhämtningen i världskonjunkturen tappat fart. En förklaring till det är sannolikt den utbredda finansiella turbulensen liksom en oro som sammanhänger med de säkerhetspolitiska risker som tornat upp sig. Det mesta talar därför nu för en svagare och mer utdragen förstärkning av den internationella konjunkturen. Den svenska ekonomin, som hittills alltså klarat sig ganska bra, kan förstås inte i längden helt isolera sig från vad som händer i omvärlden.

### **Kraftigt fall på aktiemarknaderna**

Utvecklingen på de finansiella marknaderna har alltså ökat osäkerheten hur konsumtion och investeringar i omvärlden och i Sverige kommer att utvecklas. Skulle de internationella aktiebörserna fortsätta att falla trots den senaste tidens uppgång, eller effekterna av den nedgång som redan inträffat visa sig bli mer omfattande, kan ett mindre gynnsamt scenario för svensk del komma att realiseras.

En närmare titt på aktiemarknaderna visar att sedan toppen under våren 2000 har börserna runt om i världen fallit kraftigt. I exempelvis Sverige har OMX-index fallit med som mest omkring 70 procent under de senaste två och ett halvt åren. Nedgången är efter den kraftiga uppgången i slutet av 1990-talet osedvanligt stor och kan bara mäta sig med börsfallet i början av 1920-talet och den kollaps av aktiekurserna som skedde efter 1929 års börsfall. Men det finns samtidigt mycket som skiljer utvecklingen idag från tidigare perioder av börsturbulens, jag återkommer strax till det.

I slutet av en högkonjunktur brukar normalt aktiekurserna falla tillbaka efter några års uppgång. Det som framför allt skiljer det som nu händer från tidigare perioder är den mycket höga värderingen i utgångsläget. Det finns fog att tala om en "bubbla" på de internationella aktiemarknaderna under slutet av 1990-talet. Faktum är att sett till Standard and Poor's index för de 500 största bolagen i USA har värderingen aldrig någon gång tidigare under de senaste dryga hundra åren varit så högt uppdriven. Historiskt sett har man i genomsnitt fått betala ungefär 16 gånger av företagets vinster vid köp av en genomsnittlig aktie. I början av år 2000 värderades de 500 största bolagen till nästan 45 gånger årsvinsterna. Värderingen var långt mer uppdriven än den som rådde före det stora börsfallet 1929.

För den svenska aktiemarknaden finns inte historiska vinstsiffror att tillgå liknande de amerikanska, men mycket talar för att också den svenska marknadens värdering var mycket högt uppdriven sett i ett historiskt perspektiv.

Visserligen har korrigeringen på aktiemarknaderna kantats av företagsskandaler och säkerhetspolitiska risker, men man bör nog se nedgången som framför allt en följd av den exempellösa uppgången och den höga värderingen alldeles i början av år 2000.

### **Anpassning under ordnade former**

Låt mig påminna om att det finns mycket som skiljer dagens förlopp från det som hände i världsekonomin i slutet av 1920-talet och början av 1930-talet. Då stramades den ekonomiska politiken åt, den fria handeln begränsades och banker kollapsade. Världsekonomin hamnade i en nedåtgående spiral med deflation, fallande handel, sjunkande produktion och sysselsättning. De fallande aktievärdena var således enbart en av flera ingredienser i förloppen på 1920- och 1930-talen.

Även om efterfrågan i världsekonomin dämpats och uppgången nu i världskonjunkturen går ganska trögt måste man ändå konstatera att anpassningen efter den senaste högkonjunkturen och de höga aktievärdena har skett under förhållandevis ordnade former. Den samlade ekonomiska politiken är expansiv på många håll i världen – inte kontraktiv. Några mer omfattande politiska ingrepp som bromsar upp handeln mellan länder har inte gjorts – även om det finns några undantag. Dessutom kan man konstatera att det finansiella systemet varit robust. En fortsatt väl fungerande betalningsförmedling och kreditgivning i det finansiella systemets centrala delar är förstås en viktig förutsättning för en successiv återhämtning av konjunkturen. Historiskt sett har det varit störningar i just dessa båda funktioner som gjort att den realekonomiska utvecklingen kommit in på banor som lett till både fallande produktion och deflation. Vi behöver bara gå tillbaka tio år i tiden till vår egen bankkris för att få en illustration av detta.

Det finns flera olika förklaringar till varför det finansiella systemet varit förhållandevis stabilt i det nuvarande förloppet. Bättre utvecklade metoder för riskhantering är en faktor. En annan är att de sofistikerade derivatmarknaderna möjliggjort att risker kan fördelas mer effektivt till dem som är bättre rustade att bära dem. En tredje är att banker, finansinstitut, lagstiftare och tillsynsmyndigheter dragit viktiga lärdomar av tidigare turbulenta perioder under 1990-talet. En fjärde, och mer direkt, orsak är att de högt uppdrivna aktievärdena inte i någon större omfattning har tagits som säkerhet vid bankernas kreditgivning. De svenska bankernas olika delårsrapporter har även bekräftat att det svenska finansiella systemet utvecklas stabilt och uppvisar god lönsamhet.

I samband med den kraftiga nedgången på världens aktiebörser har dock livförsäkringsbolagen och deras allt mindre värda aktietillgångar hamnat i fokus. Frågor har rests om hur pensionerna påverkas, om huruvida livförsäkringsbolagen kan få problem med sin solvens och om detta kan ha återverkning på aktiemarknaden genom att bolagen tvingas sälja aktier. Ytterligare en fråga är om svenska banker, som äger några livförsäkringsbolag, kan drabbas av utvecklingen.

I den inflationsrapport som presenteras idag tar vi upp dessa frågor och kommer sammantaget till slutsatsen att det inte är troligt att livförsäkringsbolagens problem

allvarligt kan komma att skada den svenska ekonomin. Situationen i de bankägda livförsäkringsbolagen utgör inte något problem av sådan storlek att de hotar de svenska storbankernas kapitaltäckning eller deras kreditgivning. Kopplingen till realekonomin och prisstabiliteten är därför också begränsad. Däremot har utvecklingen på aktiemarknaden lett till att flera bolag sänkt sina återbäringsräntor och eventuellt kanske behöver sänka dem ytterligare, vilket leder till lägre pensioner. Hur detta slutligen slår mot efterfrågan i ekonomin avgörs bl.a. av hur de minskade förmögenhetsvärdena fördelas mellan olika grupper av försäkringstagare och hur aktiemarknaden utvecklas framöver.

### **Gradvis konjunkturåterhämtning**

Trots den svaga utvecklingen i omvärlden har aktiviteten i den svenska ekonomin hållits upp väl. Nationalräkenskaperna för första halvåret i år visar att BNP-tillväxten låg på 1,7 procent, vilket var något starkare än väntat. Statistik som inkommit under den senaste tiden indikerar dock en avmattning inom bl.a. industrin och handeln, vilket medför osäkerhet om styrkan i den fortsatta återhämtningen. Börsfallet och den säkerhetspolitiska oron kan, enligt Riksbankens huvudscenario, göra att investeringar och konsumtion utvecklas svagare framöver än vad vi tidigare bedömt. Samtidigt antas finanspolitiken framöver behöva bli mindre expansiv för att utgiftstaken ska hålla. Skatter inom vissa kommuner och landsting kan också komma att höjas.

Det gör att den inhemska efterfrågan kan bli lägre samtidigt som situationen i omvärlden gör att nettoexporten dämpas. I huvudscenariot räknar Riksbanken med att BNP stiger med 1,7 procent i år och med drygt 2 procent under de följande två åren. Det innebär att vi reviderat ned prognoserna med fyra tiondelar på ett och två års sikt.

Resursutnyttjandet bedöms i dagsläget, trots avmattningen, vara förhållandevis högt. Detta bidrar tillsammans med den försiktiga återhämtningen till en relativt stabil inflationsutveckling under de kommande åren. I huvudscenariot räknar vi UNDEX-inflationen uppgår till 1,8 procent på ett års sikt och till 1,9 procent på två års sikt.

Som alltid är också riskbilden kring detta huvudscenario av betydelse för utformningen av penningpolitiken.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna har som sagt ökat osäkerheten om i vilken omfattning börsnedgången och de försämrade vinstutsikterna dämpar konsumtion och investeringar i omvärlden och i Sverige. Det går inte att utesluta att den nedgång som redan skett kan komma att dämpa efterfrågan mer än vad som antas i huvudscenariot. Skulle de internationella börserna fortsätta att utvecklas negativt, eller effekterna av nedgången bli mer omfattande kan ett betydligt mindre gynnsamt scenario för svensk del komma att realiseras. I en sådan situation kommer också inflationen att bli lägre. Denna nedåtrisk motverkas bara delvis av en inhemsk uppåtrisk förknippad med det inhemska inflationstrycket och lönebildningen. Sammantaget föreligger det alltså en nedåtrisk för inflationen.

Den samlade bedömningen är att inflationen, med beaktande av riskbilden, på ett till två års sikt kommer att ungefär ligga i linje med Riksbankens mål, om än något i underkant. Det troligaste är fortfarande en förstärkning av konjunkturen

under de närmaste åren. Tillsammans med att läget är svårbedömt – inte minst till följd av svängningarna på de finansiella marknaderna – gör detta att Riksbanken i nuläget valt att lämna reporäntan oförändrad. Utvecklingen på de finansiella marknaderna och dess effekter på ekonomin motiverar dock en skärpt uppmärksamhet. Direktionen beslutade därför att hålla ett extra penningpolitiskt sammanträde den 14 november kl. 13 för att göra en förnyad avstämning av läget.