

FÖRDJUPNING

Effekter av en fördjupad finansiell kris i omvärlden

I denna fördjupning används världsmodellen NiGEM³ och Konjunkturinstitutets makromodell KIMOD för att analysera effekterna på den svenska ekonomin av en finansiell kris i omvärlden som är djupare än i huvudscenariot, dvs. den föreliggande prognosen. Analysen visar att de reala effekterna på den svenska ekonomin blir ganska små, bland annat beroende på att Riksbanken snabbt lägger om penningpolitiken i en expansiv riktning. Ekonomin bromsar trots allt in något i termer av real BNP-tillväxt och genomgår en period av dämpad pris- och löneutveckling jämfört med huvudscenariot.

Det redovisade alternativscenariot beskriver en fullt tänkbar utveckling men det bedöms som mindre sannolikt än huvudscenariot. Utgångspunkten för alternativscenariot är att problemen på de amerikanska finansiella marknaderna utvecklas påtagligt sämre än vad Konjunkturinstitutet bedömer vara mest troligt och att den finansiella oron sprider sig bland annat till några av Sveriges viktigaste handelspartners. Detta utlöser en kreditåttstramning som medför att företagens finansieringskostnader i dessa länder blir högre än i huvudscenariot. Dessutom antas att huspriserna i USA och i ett antal europeiska länder som tidigare upplevt snabba husprisuppgångar utvecklas betydligt svagare än i huvudscenariot. Däremot sker ingen direkt påverkan på vare sig svenska huspriser eller de svenska företagens finansieringskostnader. Analysen koncentreras därmed till effekterna på den svenska ekonomin av förändringarna i den ekonomiska utvecklingen i omvärlden samt den stabiliseringspolitiska responsen i såväl Sverige som omvärlden. En liknande problematik analyseras i två andra fördjupningar: ”Vad orsakade den finansiella krisen?” samt ”Vad händer om huspriserna i USA rasar?”.

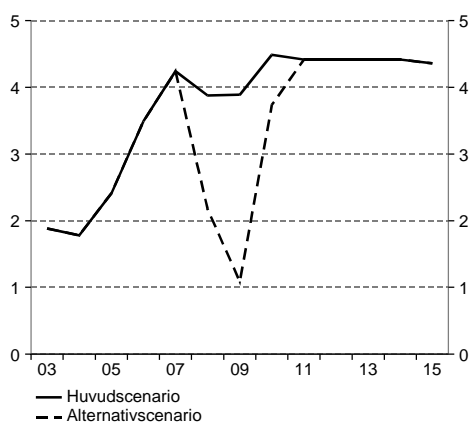
SVAGARE INTERNATIONELL KONJUNKTUR

Huvudscenariot innebär att den amerikanska ekonomin mjuklandar och att tillväxtekonomierna med Kina i spetsen fortsätter att växa i mycket snabb takt (se avsnittet ”Internationell konjunkturutveckling” för en utförlig analys). Sammantaget väntas den globala BNP-tillväxten uppgå till 4,4 respektive 4,1 procent 2008 och 2009, vilket bedöms vara i närheten av den potentiella tillväxttakten. Den osäkerhet som omgärdar denna prognos är dock ovanligt stor. Bland annat bygger den på antagandet att den

³ NiGEM står för National Institute Global Economic Model. Modellen utarbetas av National Institute of Economic and Social Research (NIESR) i London.

Diagram 22 Internationell styrränta

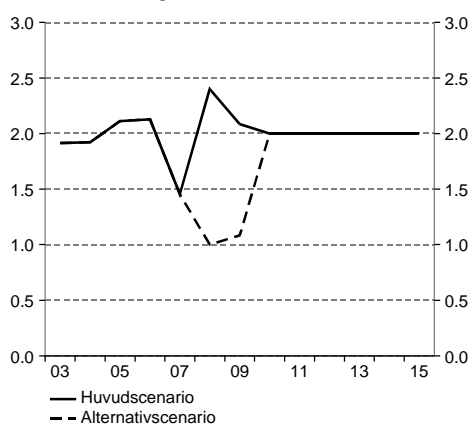
Procent, årsvärden, KIX-vägd



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 23 Internationell inflation

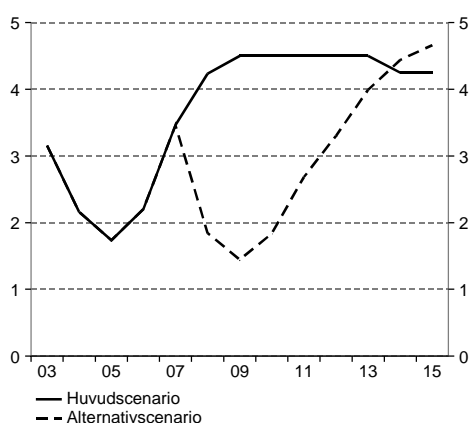
Procent, KIX-vägd



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 24 Reporänta i Sverige

Procent, årsvärden



Källa: Konjunkturinstitutet.

finansiella turbulensen ebbat ut under 2008 och därmed får en begränsad effekt på den reala globala ekonomin. Vidare förutses inga stora förändringar i tillgångspriser, exempelvis huspriser.

Alternativscenariot för den globala ekonomin beräknas med hjälp av världsmodellen NiGEM. I alternativscenariot förvärras problemen markant på de internationella finansiella marknaderna, vilket medför stramare kreditvillkor i flertalet OECD-länder.⁴ Den andra komponenten är att huspriserna utvecklas svagare i en rad länder jämfört med i huvudscenariot.⁵ Husprisuppgången i dessa länder har under senare år varit mycket stor och risken för prisfall anses av många bedömare vara betydande. Fallet innebär att huspriserna i mitten av 2008 i dessa länder är ca 30 procent lägre än i huvudscenariot, varefter en långsam återhämtning inleds.

Husprisfallen och de försämrade kreditvillkoren medför att den globala BNP-tillväxten blir 0,8 respektive 0,3 procentenheter lägre 2008 och 2009 jämfört med huvudscenariot. Den amerikanska ekonomin faller under 2008 ner i en mild recession och tillväxten i OECD-området blir 1,2 respektive 0,4 procentenheter lägre 2008 och 2009. Den svenska exportmarknaden växer därmed med omkring 3,5 procent 2008 i stället för med ca 6 procent enligt huvudscenariot.

KRAFTIGA RÄNTESÄNKNINGAR I OMVÄRLDEN

De kraftiga prisfallen på de internationella fastighetsmarknaderna och de stigande riskpremierna har snarlika effekter på ekonomin som en kraftig ökning av realräntan. Detta leder initialt till en lägre inhemsk efterfrågan i de länder som drabbas. Centralbankerna i USA och euroområdet stimulerar därför efterfrågan kraftfullt genom betydande räntesänkningar. En sammanvägd styrränta för OECD-området blir därmed 1,7 procentenheter lägre än i huvudscenariot 2008 och 2,8 procentenheter lägre 2009 (se diagram 22).

Den uppkomna dämpningen av tillväxten leder till en snabb nedväxling av inflationstakten i omvärlden (se diagram 23). Det medför också att priserna på internationellt handlade varor och tjänster utvecklas långsamt i nationella valutor. Detta bidrar i sig till att de svenska importpriserna hålls tillbaka. Denna tendens skulle accentueras av en förstärkning av den svenska kronan om

⁴ Alternativscenariot medför att företagen under 2008 och 2009 får betala en extra premie som allt annat lika ökar kapitalkostnaden med ca 2 procentenheter. En sådan ökning skulle kunna vara resultatet av att banker och andra finansiella institut får stora problem med sina balansräkningar och tvingas ransonera sin utlåning och öka sina marginaler.

⁵ I simuleringen utvecklas huspriserna i USA, Storbritannien, Frankrike, Spanien, Nederländerna och Irland betydligt svagare än i huvudscenariot.

Riksbanken lämnade penningpolitiken oförändrad. Så blir dock inte fallet.

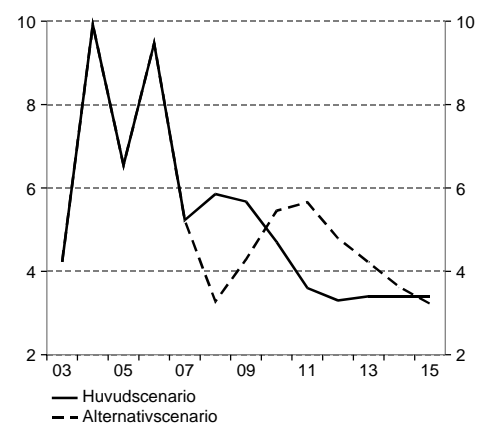
KRAFTFULLARE PENNINGPOLITISK RESPONS I SVERIGE ÄN I OMVÄRLDEN

Riksbankens primära uppgift är att föra en penningpolitik så att förtroendet för inflationsmålet upprätthålls och att säkerställa att den faktiska inflationen på sikt återgår mot den målsatta inflationen. För att uppnå detta är det nödvändigt att inflationsförväntningarna inte varaktigt avviker från inflationsmålet. Den ovan beskrivna utvecklingen i omvärlden medför ett markant lägre inflationstryck i den svenska ekonomin, med påtagligt dämpade inflationsförväntningar som följd. Vid oförändrad penningpolitik skulle efterfrågan komma att utvecklas mycket svagt, med på sikt stora negativa effekter på sysselsättningen och arbetslösheten som följd. Det är i detta läge nödvändigt att kraftfullt lägga om penningpolitiken i en mer expansiv riktning. Reporäntan blir under 2008 och 2009 2,4 respektive 3,1 procentenheter lägre än i huvudscenariot (se diagram 24).

Sverige är en mycket öppen ekonomi och efterfrågebortfallet till följd av en sämre exportutveckling blir därför stort när den globala ekonomin utvecklas svagare (diagram 25). Riksbanken kommer bl.a. därför att lätta på penningpolitiken under en längre period än i omvärlden (se diagram 22 och diagram 24). Detta bidrar till att kronan försvagas såväl i nominella som i reala termer (se diagram 26 och diagram 27). Den reala växelkursen kommer att förbli svagare än i huvudscenariot under en lång tid, vilket bidrar till att mildra de reala effekterna på den svenska ekonomin eftersom det stimulerar nettoexporten. Det faktum att växelkursen i nominella termer på lite längre sikt blir starkare i alternativscenariot än i huvudscenariot beror på att inflationen faller efter omkring ett år tillbaka mer i Sverige än i omvärlden. Detta beror på skillnader i den svenska inflationsdynamiken relativt i omvärlden, vilket i sin tur bl.a. beror på skillnader i trögheter i pris- och löneutvecklingen.

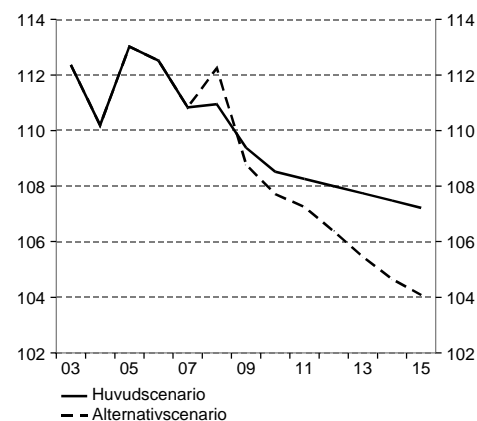
Den offentliga sektorns finansiella sparandet försämras i jämförelse med huvudscenariot, i huvudsak som en konsekvens av automatiska stabilisatorer. År 2010 är det finansiella sparande som andel av BNP 0,4 procentenheter lägre i alternativscenariot, i jämförelse med huvudscenariot. Finanspolitikens inriktning blir därmed i stort sett densamma som i huvudscenariot. Men med tanke på de i utgångsläget starka offentliga finanserna kan det finnas utrymme att även lägga om finanspolitikens inriktning i en mer expansiv riktning. Om så skulle ske skulle den penningpolitiska responsen bli något mindre och kronan skulle inte försvagas lika mycket. Detta skulle i sin tur medföra att nettoexporten stimule-

Diagram 25 Export
Årlig procentuell förändring



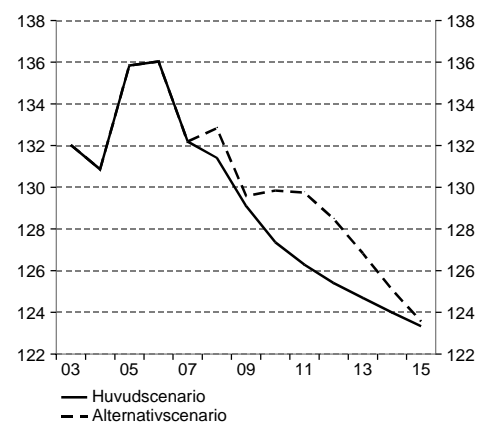
Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 26 Nominell växelkurs
Index, årsvärden, KIX-vägd



Anm. Ett högre värde innebär en svagare krona.
Källa: Konjunkturinstitutet.

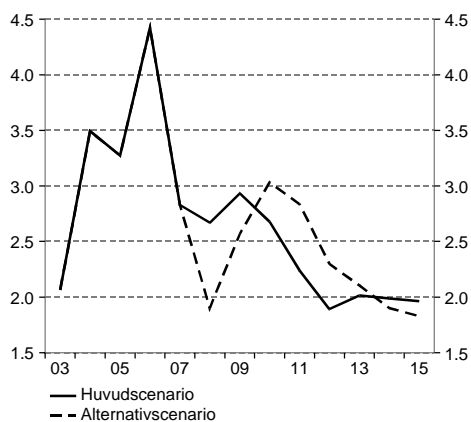
Diagram 27 Real växelkurs
Index, årsvärden, KIX-vägd



Anm. Ett högre värde innebär en svagare krona.
Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 28 BNP

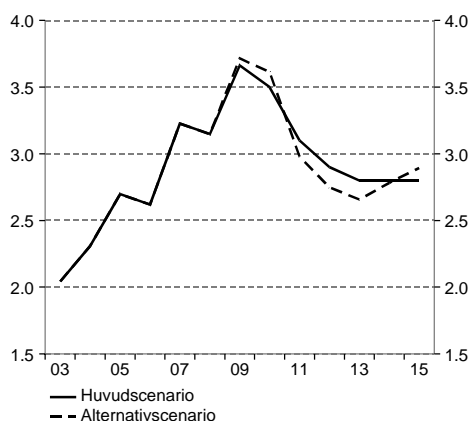
Årlig procentuell förändring



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 29 Hushållens konsumtion

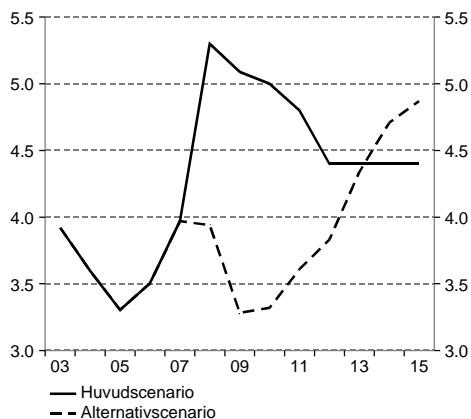
Årlig procentuell förändring



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 30 Arbetskostnad per timme

Årlig procentuell förändring



Källa: Konjunkturinstitutet.

ras mindre än i det här redovisade alternativscenariot, medan den inhemska efterfrågan skulle utvecklas starkare.

KRAFTIG DÄMPNING AV EFTERFRÅGEUTVECKLINGEN

Den försvagade internationella konjunkturen leder till en svagare exporttillväxt (se diagram 25). Denna försvagade efterfrågan från omvärlden motverkas till viss del av den förda penningpolitiken och den reala försvagningen av kronan. BNP-tillväxten kommer 2008 samt 2009 att vara 0,8 procentenheter respektive 0,4 procentenheter lägre i alternativscenariot än i huvudscenariot (se diagram 28).

Ett viktigt antagande i alternativscenariot är att det i Sverige vare sig sker någon kreditstramning eller något fall i huspriser jämfört med huvudscenariot, utan att effekterna på svensk ekonomi är indirekta och sker via utvecklingen i omvärlden. Därmed ökar skillnaden mellan marknadsräntor och styrrentan betydligt mindre i Sverige än i omvärlden som en följd av den ökade finansiella oron. Allt annat lika innebär detta att hushållens konsumtion hålls tillbaka i mindre omfattning i Sverige. Under 2008 och 2009 innebär den kraftfulla penningpolitiska responsen att hushållen ökar sin konsumtion något snabbare i alternativscenariot i jämförelse med huvudscenariot (se diagram 29). Den mer expansiva penningpolitiken förmår alltså delvis kompensera för exportbortfallet genom att stimulera konsumtionen.

LUGNARE UTVECKLING PÅ ARBETSMARKNADEN

Prognosperioden 2007–2009 karaktäriseras av att centrala löneavtal har slutits för i stort sett hela den svenska arbetsmarknaden. Det betyder att ekonomins anpassning mot jämvikt kan antas ske under en måttlig löneflexibilitet, om än inte nödvändigtvis under lägre löneflexibilitet än i omvärlden. Lönebildningen kommer naturligtvis ändå att påverkas av de nya förhållandena via löneglidningen, som i stort sett blir obefintlig i alternativscenariot. Arbetskostnaderna ökar därför 1,4 procentenheter respektive 1,8 procentenheter långsammare 2008 och 2009 i jämförelse med i huvudscenariot (se diagram 30).⁶ De dämpade arbetskostnadsökningarna förklaras dels av att inflationsförväntningarna dämpas i alternativscenariot, dels av att arbetslösheten blir högre.

Arbetsproduktivitetsutvecklingen växlar upp igen efter den tillfälliga nedgången 2007. Skillnaderna i produktivitet-

⁶ Under antagandet att arbetskostnaderna skulle utvecklas som i huvudscenariot skulle det i viss mån underlätta Riksbankens uppgift att hålla inflationsförväntningarna uppe. Men det skulle motverkas av högre reala arbetskostnader.

vecklingen mellan alternativscenariot och huvudscenariot är dock små. Efterfrågebortfallet i alternativscenariot slår således i det närmaste fullt ut på sysselsättning och antalet arbetade timmar under perioden. I alternativscenariot ökar därför de arbetade timmarna långsammare än i huvudscenariot, dvs. med 0,4 procent 2008 och med 0,3 procent 2009 (se diagram 31). Följaktligen blir arbetslösheten högre i alternativscenariot och uppgår till 5,9 procent både 2008 och 2009, vilket är ungefär lika med jämviktsarbetslösheten (se diagram 32). Därmed blir det positiva arbetsmarknadsgapet mindre i alternativscenariot än i huvudscenariot under prognosåren 2008 och 2009.

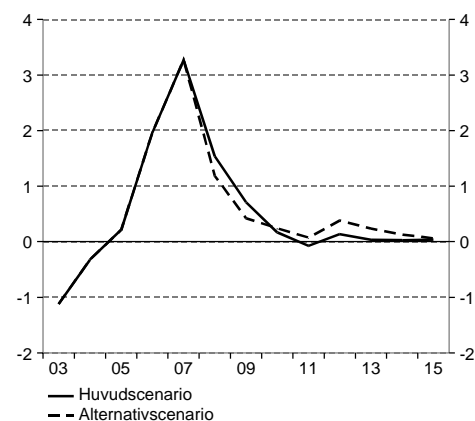
INFLATIONEN BLIR LÄGRE ÄN MÅLET

Både den inhemskt genererade inflationen, som i hög grad drivs av arbetskostnadsutvecklingen, och den importerade inflationen, som drivs av prisutvecklingen i omvärlden och växelkursutvecklingen, blir lägre i alternativscenariot än i huvudscenariot. I alternativscenariot blir inflationen påtagligt lägre än inflationsmålet och uppgår i termer av KPIX till 1,8 procent 2008 och 0,9 procent 2009 (se diagram 33). Anpassningen av inflationen mot inflationsmålet tar lång tid. Det beror bl.a. på att arbetskostnadsutvecklingen hålls tillbaka av låga inflationsförväntningar och av att utvecklingen på arbetsmarknaden är svagare under en ganska lång period. En ytterligare förklaring är att de internationella priserna utvecklas svagt uttryckt i svenska kronor.

SAMMANFATTNING

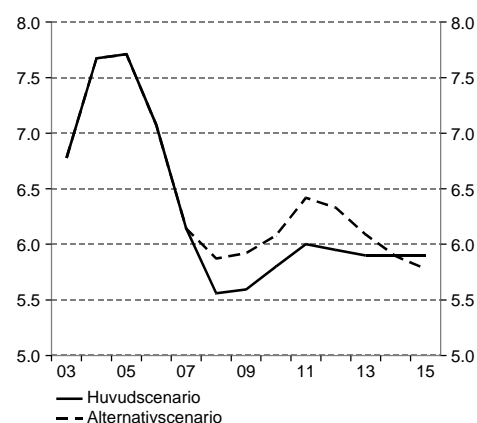
Sammantaget sker i alternativscenariot en snabbare nerväxling av produktions- och efterfrågetillväxten jämfört med i huvudscenariot (se tabell 2). Därmed utvecklas också arbetsmarknaden svagare i alternativscenariot. Men eftersom resursutnyttjandet på arbetsmarknaden är något högt 2008 och 2009 i huvudscenariot är detta mindre problematiskt än vad som annars hade varit fallet. För att förhindra en kraftig försvagning av arbetsmarknaden behövs dock en kraftfull omläggning av i första hand penningpolitiken, även om finanspolitiska stimulanser inte bör uteslutas.

Diagram 31 Arbetade timmar
Årlig procentuell förändring



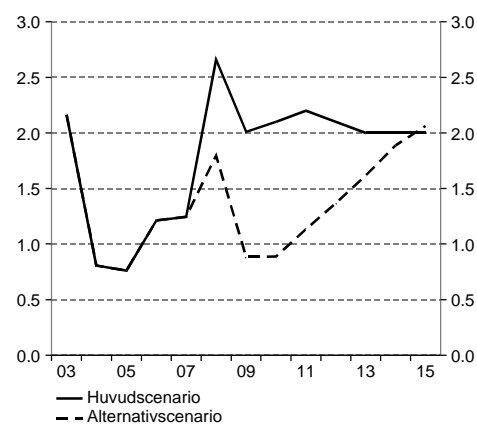
Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 32 Arbetslöshet
Procent av arbetskraften



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 33 Konsumentpriser (KPIX)
Årlig procentuell förändring



Källa: Konjunkturinstitutet.

Tabell 2 Avvikelse från huvudscenariot 2008–2010

Avvikelse från årlig procentuell förändring, procentenheter

	2008	2009	2010
Internationellt			
BNP, Globalt	-0,8	-0,3	0,3
BNP, OECD	-1,2	-0,4	0,6
BNP, USA	-2,1	-0,5	1,3
KPI, OECD	-1,4	-1,0	0,0
Styrränta, OECD ¹	-1,7	-2,8	-0,8
Sverige			
BNP	-0,8	-0,4	0,4
Export	-2,6	-1,4	0,8
Hushållens konsumtion	0,0	0,1	0,1
Arbetskostnad	-1,4	-1,8	-1,7
Antal arbetade timmar	-0,4	-0,3	0,0
Arbetslöshet ²	0,3	0,3	0,4
KPIX	-0,9	-1,1	-1,2
Reporänta ¹	-2,4	-3,1	-2,7
Nominell växelkurs, KIX-index	1,2	-1,7	-0,2
Offentligt finansiellt sparande ³	-0,2	-0,3	-0,4

¹ Nivå, procent.² Nivå, procent av arbetskraften.³ Procent av BNP.

Källa: Konjunkturinstitutet.