

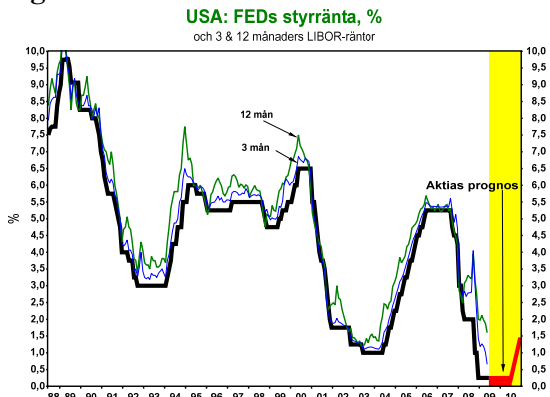


# Timo Tyrväinens Teser och Tolkningar

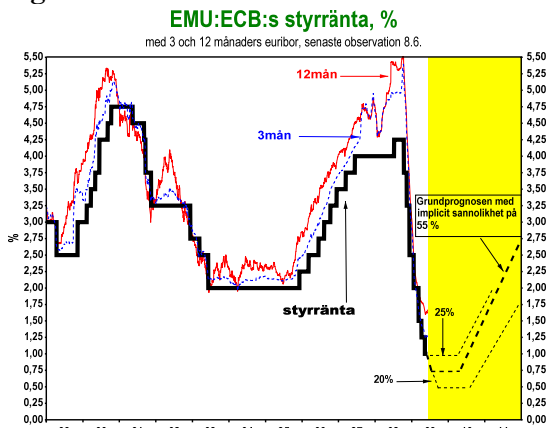
Chefsekonomens aktuella översikt 9.6.2009

## Europeiska centralbanken och den världsekonomiska recessionen

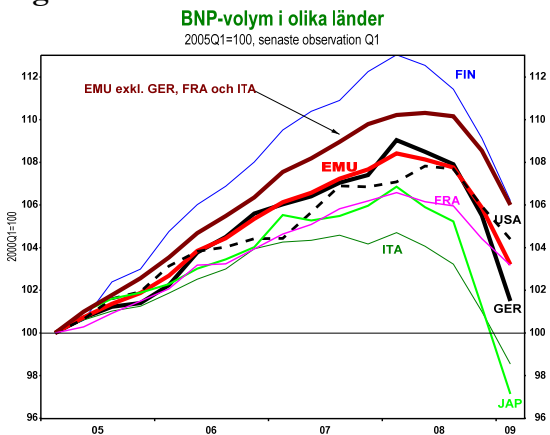
Figur 1



Figur 2



Figur 3



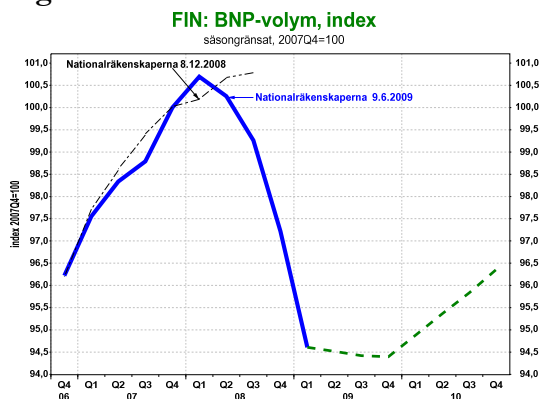
Recessionen i euroområdet började våren 2008 och blev snabbt djupare mot slutet av förra året då finanskrisen eskalerade och världshandeln rasade (figur 3). Den ekonomiska politiken reagerade på den försvagade ekonomin i efterskott. Europeiska centralbanken, ECB, höjde styrräntan ännu i juli 2008 gripen av ogrundade inflationsfarhågor och önsketänkande om tillväxt. I oktober 2008 vände ECB äntligen styrräntan aggressivt ner och den pressas enligt grundprognosen till 0,75 % senast i början av hösten. Tillsammans med nationella stimulanspaket och avmattande inflation börjar de låga räntorna så småningom stöda det ekonomiska sentimentet då raset i världshandeln jämnar ut sig under de närmaste månaderna.

I Finland är budskapet i statistikrevideringarna angående fjolåret och de preliminära uppgifterna om i år kärvt. Recessionen började redan vid ingången till 2008 och aktiviteten rasade på båda sidor om senaste årsskifte så våldsamt att BNP kommer att minska med 5,0 % 2009. När världshandeln börjar repa sig, företagsfinansieringen normaliseras och den inhemska stimulansen bita tar recessionen slut vid ingången av näst år och ekonomin växer med 0,8 % 2010. Trots att arbetslöshetsgraden stiger till drygt 10 % under 2010 kan man inte jämföra skadorna med de förluster som erfors under depressionen på 90-talet. Den nuvarande recessionen i Finland tar alltså slut snabbare än många tror men ekonomin kommer att vara svag i många år framöver, och BNP når nivån för slutet av 2007 först 2011 – om ens då. På medellång sikt försämras tillväxtpöjligheterna i Finland på grund av den minskade konkurrenskraften då lönepåslagen hos oss har systematiskt varit högre än i våra konkurrentländer.

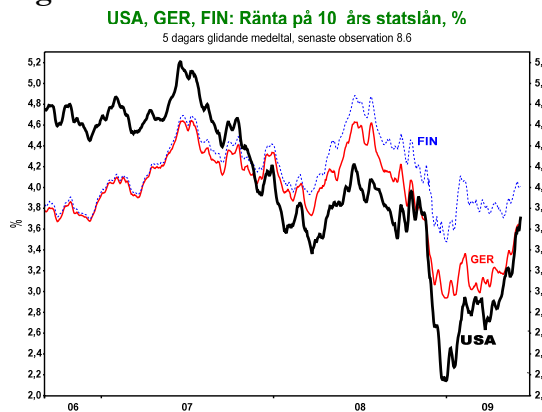
Europeiska centralbankens styrränta ligger nära sin bottennivå. ECB vänder räntorna uppåt mot slutet av sommaren eller i början av hösten 2010. Också de långa räntorna kommer antagligen att stiga. Uppskattningen av hur stor uppgången blir försvåras av den massiva skuldsättning som de enorma stimulanspaketen förorsakar. Centralbankernas trovärdighet är en avgörande faktor. Om den upprätthålls och håller inflationsförväntningarna i styr blir uppgången i de långa räntorna inte så dramatisk.

Den allvarliga recessionen i USA började i december 2007. Även om de ekonomisk-politiska åtgärderna inte har hindrat recessionen från att fördjupas dämpar och förkortar de den. Nästan dagligen kommer nya tecken på den långsamma utplaning som föregår en nedgång. Det senaste tecknet var sysselsättningsstatistiken som publicerades 5.6.2009 och visade att minskningen i sysselsättningen har jämnats ut under hela våren (figur 8). Ekonomin får trots allt fast mark under fötterna först på hösten. När ekonomin har stabiliserat sig vänder centralbanken FED styrräntan uppåt förmodligen på sommaren 2010 (figur 1). Det är nödvändigt att raskt minska på hyperstimulansen för att hindra inflationen från att öka och nya

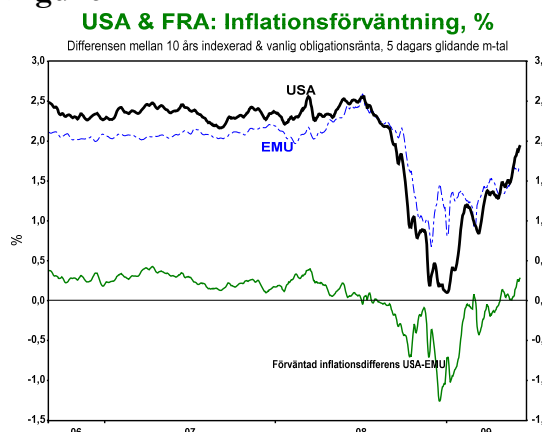
Figur 4



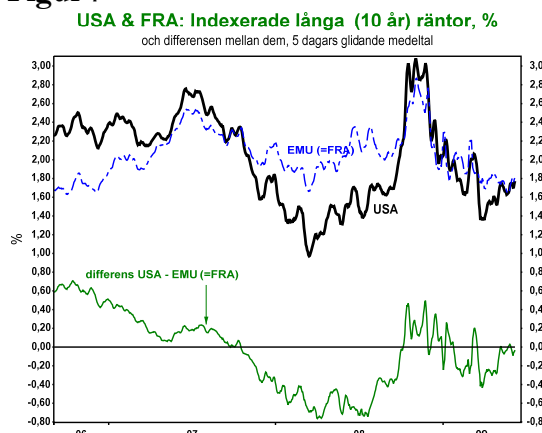
Figur 5



Figur 6



Figur 7



bubblor från att utvecklas.

Råoljepriset har stigit något från bottennoteringen, men det svaga världsekonomiska läget dämpar prisutvecklingen hos råvaror långt framöver. Billigare världsmarknadspriser på olja och mat har dämpat inflationen i alla länder. Trots att det avsmattade ekonomiska läget anstränger också den inhemska inflationen i utvecklade länder är deflationsfarhågorna överdrivna.

Det fanns förebud om en global upprepning av depressionen på 1930-talet, men den kommer att undvikas tack vare unik aggressivitet i den ekonomiska politiken. Under depressionen på 30-talet förvärrades situationen av såväl finans- som centralbankspolitiken, och protektionismen fullbordade förstörelsen. Dagens ekonomisk-politiska positionering är diagonalt motsatt den på 30-talet. Tack vare den börjar världsekonomin stärkas mot slutet av året.

I euroområdet djupnade recessionen snabbt i slutet av förra året då exporten rasade, kreditmarknaden stramades åt och nedgången på bostadsmarknaden tog fart. ECB reagerade för sent på utvecklingen, och det har tagit enervande länge att få nationella stimulanspaket till stånd. Mot slutet av året börjar de lägre räntorna och den starka världshandeln att stöda aktiviteten. Bottennoteringen passeras i början av 2010. Stöd till vår syn ger företagens förstärkta förväntningar och det att nedåttrenden i konsumenternas förtroende har avbrutits.

I ljuset av nuvarande statistik stannade den ekonomiska tillväxten i Finland upp och recessionen började i början av 2008 (figur 4). Recessionen har alltså pågått i 1 ½ år. Export- och industriproduktionen har kollapsat och arbetslösheten ökar. BNP minskar med 5,0 % 2009 och ökar med 0,8% 2010. De stora lönepåslagen försvagar priskonkurrenskraften och detta anstränger den ekonomiska tillväxten också efter prognosperioden. Den BNP-nivå som rådde i slutet av 2007 nås tidigast i slutet av 2011.

Arbetslöshetsgraden kan i slutet av 2010 mycket väl vara 10 % eller t.o.m. högre. Trendbilden försvagas av regeringens anspråkslösa stimulansåtgärder.

I sitt möte 4.6.2009 höll Europeiska centralbanken ECB styrräntan oförändrad vid 1 %. Samtidigt bekräftade ECB att den köper masslån med säkerhet i fastighet för 60 miljarder euro på både den primära och den sekundära marknaden. Vi räknar med att detta förbättrar tillgången till finansiering och sätter fart på normaliseringen av finansmarknaden i euroområdet.

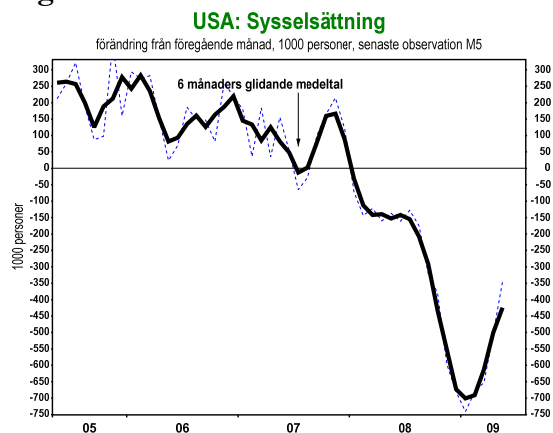
Enligt vår grundprognos sänker ECB styrräntan till 0,75 % mot hösten (figur 2). Vi ger detta scenario, där styrräntan svänger uppåt vid ingången av hösten 2010, en sannolikhet på 55 %. Om tecknen på att världsekonomin svänger förstärks snabbare än väntat bottnar styrräntan på sin nuvarande nivå. Sannolikheten för detta scenario är 25 %. Om euroekonomin överraskar negativt sjunker styrräntan till 0,5 % i höst. Sannolikheten för detta är 20 %.

De på grund av stimulansen ökade statsskulderna, nersmältningen av budgetunderskotten och normaliseringen av penningpolitiken dämpar tillväxten överallt i världen under de kommande åren. I och med att de olika länderna skuldsätts i olika takt är det närmast omöjligt att förutse hurdana tryck valutakurserna utsätts för. Detsamma gäller prognostiserandet av utvecklingen hos de långa räntorna.

Den häftiga nedgången i de långa räntorna i slutet av förra året berodde på att placerare flydde till statslånens trygga hamn då den allmänna osäkerheten ökade dramatiskt (figur 5). Samtidigt sjönk den genomsnittliga långsiktiga inflationförväntningen till en realistiskt låg nivå, nära noll i USA (figur 6). FED bidrog till utvecklingen för sin del när den försökte sänka de långa räntorna genom att köpa statspapper genast då deras räntor steg över 3 %.

Under de senaste veckorna har USA:s långa räntor återgått till nivån för

Figur 8



våren 2008. Vad kommer att hända i fortsättningen då skuldsättningen på grund av stimulansen ökar efterfrågan på statlig finansiering avsevärt? I en allmän efterfrågan-utbud-konstellation skulle en ökning i utbudet av obligationer på marknaden sänka priset och höja den långa räntan. De långa räntorna kan således väntas bli pressade uppåt när staternas skuldbörda ökar.

*Deutsche Bank* publicerade för några dagar sedan rapporten *Debt and Deficits: Impact on the yield curve* med en analys som sträcker sig till början av 60-talet. Slutsatsen var att det inte går att särskilja vilken effekt skuldens totala belopp har på räntenivån. Om inflationsförväntningarna har varit låga och stabila har ökad skuldsättning inte höjt räntorna. Denna uppskattning utmanar det ovan angivna men förbigår det faktum att de långa räntorna kan stiga också då riskpremierna växer och realräntekravet (figur 7) stiger i takt med att länderna skuldsätter sig.

Enligt vår uppskattning kommer centralbankernas åtgärder att stävja inflationen. Å andra sidan blir den ekonomiska tillväxten dämpad under den kommande uppgången. Om denna prognosbild anses vara trovärdig skulle pressen på de långa räntorna inte vara speciellt stor enligt *Deutsche Banks* modell.

En allmänt använd *benchmark* är att de långa räntorna fluktuerar enligt tillväxttakten för den nominella BNP:n. Om BNP-tillväxten i USA under de närmaste åren hålls vid 2–2,5 % och inflationen vid 2 % skulle en hållbar lång ränta uppgå till 4–4,5 %. I Europa skulle balansnivån vara aningen lägre än i USA. Siffrorna är något högre än de nuvarande nivåerna (figur 5). Om *Deutsche Bank* har rätt och den ökade skuldsättningen inte bidrar till räntepågången, väntas en konjunkturmässig uppgång på 0,5–1,0 % i USA:s och en något mindre uppgång i de europeiska långa räntorna. Om en våldsam ökning i skuldvolymen får en dominerande roll och höjer realräntekraven kan räntan på statskulden stiga mycket mer. Samma effekt skulle en minskad trovärdighet hos centralbankernas inflationsmål ha.

Tabell 1 Prognos över BNP-tillväxt med köpkraftsparitetsvikter, %

	Andel 2007, %	2006	2007	2008	2009p	2010p
<b>Världen</b>	100.0	5.0	4.9	3.0	-1.5	2.5
<b>Euroområdet</b>	16.1	2.9	2.6	0.7	-4.0	0.2
Tyskland	4.3	3.0	2.6	1.0	-5.5	0.0
Frankrike	3.2	2.2	1.9	0.7	-3.0	0.3
<b>Finland</b>	0.3	5.0	4.2	0.9	<b>-5.0</b>	<b>0.8</b>
<b>USA</b>	21.4	2.9	2.2	1.1	-3.0	1.0
<b>Japan</b>	6.6	2.4	2.1	-0.7	-6.0	0.5
<b>Kina</b>	10.8	11.6	11.9	9.5	7.0	8.5
<b>Indien</b>	4.6	9.2	9.2	6.2	5.0	6.5
<b>Ryssland</b>	3.2	6.7	8.1	7.0	-6.0	1.5

Aktia Bank Abp publicerar denna översikt vederlagsfritt. Analysen som presenteras i översikten och utsikterna som baserar sig på analysen bygger på information tillgänglig för allmänheten. Även om vi använder källor som Aktia Bank anser vara så tillförlitliga som möjligt, kan det utan förvarning ske t.o.m. stora förändringar i omständigheterna, vilka kan påverka bedömningarna i denna översikt. Varken Aktia Bank Abp, dess dotter- eller delägarbolag, samarbetspartners eller anställda vid ovan nämnda bolag garanterar riktigheten eller fullständigheten av uppgifterna i kommentarerna och översikterna. De ansvarar inte heller för skador som eventuellt förorsakats av användningen av uppgifterna