

Allmän tro på låg ränta kan bli förödande

Svenska Dagbladet den 23 januari 2019

I efterdyningarna till den finansiella krisen 2008 deltog jag i en konferens i USA med representanter för FED och där den centrala frågan var hur man kunnat missa signalerna om att krisen var i antågande. Var modellerna som användes helt enkelt fel? Svaret som gavs den gången var att modellerna var korrekta och kunde försvaras men att fantasin brustit kring hur de i modellen ingående variablerna skulle komma att utvecklas. Flockbeteende hade lett till konsensus kring felaktiga värden på dessa variabler.

Situationen idag oroar i den bemärkelsen att flocken denna gång tycks har landat i en övertygelse om att den för samhällstillväxten så viktiga räntan kommer att röra sig inom ett mycket snävt spann. I Sverige siar bankernas chefekonomer om blygsamma höjningar de kommande åren. Samma syn förfäktar gruppen aktieanalytiker. Modesta höjningar präglar också regeringens och oppositions budgetarbete såväl som Konjunkturinstitutets prognoser. Worst case-scenarierna är i förekommande fall även de baserade på blygsamma ränteuppgångar.

Vad som tycks driva konsensus kring blott en modest räntehöjning är att Riksbanken förväntas ha läget under kontroll. Vad man allmänt missar med den föreställningen är att Sverige är del av en global finansiell marknad som gör att denna kontroll kan komma att sättas ur spel. Riksbanken anses i internationell forskning om centralbanker dessutom som föredömligt transparent med tydlig vägledning till marknadens aktörer. Den olyckliga baksidan med denna transparens är att den lätt leder till vad vi ser idag, det vill säga ett flockbeteende där alla marknadsaktörer anammar föreställningen om blygsamma ränteuppgångar under de kommande åren.

Den finansiella kopplingen mellan räntan i USA och i Sverige är stark: Händelser i USA överförs till den svenska räntan. Insikten om denna koppling gör att vi borde lära av historien och utvärdera vilken effekt förhållanden i USA och i världsekonomin kan tänkas få på den svenska räntan.

Återgången i världsekonomin till "normal" penningpolitik kan komma att bli kostsam. Dagens parallell till penningpolitiska experiment och vad som skedde i USA för 30 år sedan förskräcker. Den 6 oktober 1979 företog FED:s dåvarande ordförande Paul Volcker en penningpolitisk reform som var tänkt att minska penningmängden på ett sätt som kan jämföras med vad FED nu sysslar med i sin återgång till normalläget för den egna penningpolitiken. En liten tid därefter blev Ronald Reagan president och valde en mycket expansiv finanspolitik med en skattereform 1981 som mycket väl matchar den expansiva politik som idag förs av president Donald Trump. Gemensamt i båda fallen är den expansiva politikens koppling till ökat lånebehov och efterfrågan på pengar.

Vad som hände med kombinationen Volcker/Reagan var att nominella räntan till förstklassiga låntagare under en mycket kort period – med ett minskat utbud och en ökad efterfrågan av pengar – fördubblades och steg med mer än 10 procentenheter! Större delen landade också som realränteuppgång. Ökningen var smittsam och den finansiella integrationen gjorde att de flesta länder i den utvecklade världen fick känna av ränteuppgångar av motsvarande storlek. Så även Sverige!

Faran med flockbeteende och ett för snävt perspektiv på ränteutvecklingen är, med tanke på dagens historiskt höga skuldsättning i alla sektorer, långt allvarigare än tidigare. Ränteutvecklingen och krismedicinen i allmänhet har exempelvis i USA gjort att antalet storföretag med högsta kreditvärdighet har fallit från strax under hundra i början av 90-talet till i nuläget endast två (Microsoft och Johnson & Johnson). Sårbarheten för en ränteuppgång är därmed hög. Den makroekonomiska medvind som erbjudits investerare efter finanskrisen har gjort att investeringar – inom industrin eller i egen bostad – utvärderats och kommit till stånd baserade på räntescenarier med extremt låga räntor. Hur många av dessa investeringar kommer att överleva en 10 procentenheters ränteuppgång? Eller ens 5 procentenheters uppgång? Det finns i denna räntesituation ingenstans att gömma sig. Dynamiken i ränteuppgången medför att uppgången kommer att slå mot alla tillgångslag – reala såväl som finansiella. Alla länder kommer att påverkas genom de starka ekonomiska band som idag finns dem emellan.

Theodore Roosevelts kloka ord om att bästa sättet att förbereda sig för morgondagen är att lära sig av historien bör vi ta ad notam. Utbud och efterfrågan på pengar betyder fortfarande något för räntesättningen även om centralbankerna som en del av krislösningen efter 2008 numera kontrollerar stora delar av de finansiella marknaderna. Och marknadens förväntningar har fortfarande ett spelrum som kan få historien att upprepa sig. Inflationsbilden skiljer sig visserligen från den vi hade i början av 80-talet men den historiskt höga skuldsättningen av nationer har istället gjort den politiska riskpremien till en betydelsefull osäkerhetsfaktor i räntan.

Med en amerikansk centralbank som arbetar på att återställa den penningpolitiska ordningen till normalläge och med en president vars uppträdande är svårt att förutse så bör historien ha lärt oss att idag ta höjd för en global ränteuppgång av en helt annan dignitet än vad som synes vara global konsensus. Att nå en samsyn är värdefullt i de flesta sammanhang men i investeringsanalysen bör vi använda oss av en mer mångfacetterad syn och ett bredare historiskt perspektiv.

Inte minst på hemmafronten där Riksbanken genom sin prisade transparens dessvärre bidrar till ett flockbeteende kring en syn på ränteutvecklingen som bäddar för en ny ekonomisk kris som utlöpare till krisen 2008 och de problem som aldrig löstes den gången.

Lars Oxelheim