

Vi måste vänja oss sig vid att räntorna kommer att förbli låga

Dagens Nyheter den 7 februari 2018

Förväntningar om högre inflation i USA har ruskat om världens börser. Men det mesta tyder på att de senaste decenniernas låga realräntor är här för att stanna. Politiken måste anpassas till det.

De senaste dagarnas internationella börsoro har utlösts av förväntningar om stigande räntor till följd av högre löneökningar än väntat i USA. Dessa kan antas leda till mer inflation framöver och därmed till att den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, höjer sin styrränta snabbare än man tidigare trott.

Även i Sverige kretsar bedömningarna av de framtida räntorna oftast runt penningpolitiken. Fokuseringen på den hotar emellertid att skymma de mest centrala frågorna kring räntenivån. Dessa gäller inte den nominella räntan utan realräntan, alltså skillnaden mellan den nominella räntan och inflationen. Det är realräntan som är avgörande vid beslut om sparande, lån och investeringar: den bestämmer nämligen utbytesförhållandet mellan konsumtion vid olika tidpunkter.

Anta att nominalräntan och inflationen båda är 2 procent, så att realräntan är noll. Om jag tar ett ettårigt lån på 100 kronor för att konsumera i dag, måste jag om ett år betala tillbaka 102 kronor. Men eftersom priserna samtidigt stigit med 2 procent, skulle jag ha kunnat köpa precis lika mycket varor för de 102 kronorna om ett år som för 100 kronor i dag. Därför kostar det mig inget i termer av konsumtion att ta lånet: min konsumtion minskar exakt lika mycket nästa år som den ökar i år.

En centralbank kan bara påverka realräntan kortsiktigt. Med fri kapitalrörlighet bestäms realräntan på lång sikt av utbud och efterfrågan på den globala kapitalmarknaden. Utbudet utgörs av sparande som ska placeras och efterfrågan av investeringar som ska finansieras. Placeringar med samma risk och likviditet måste ge samma förväntade avkastning i olika länder: om den är lägre i ett land än i omvärlden, flödar kapital ut ur landet tills avkastningen stiger till samma nivå.

I dag är den nominella räntan på en tioårig svensk statsobligation lite under 1 procent. Med en förväntad inflation på 2 procent blir realräntan minus 1 procent, det vill säga staten får betalt för att låna. Om man vill förstå varför denna situation uppstått, måste man alltså analysera hur sparande och investeringar utvecklats i världen som helhet. Detta är välkänt bland ekonomer (se John Hassler och Per Krusell i DN 27/2 2017) men har svårt att få genomslag i den allmänna debatten.

Det är slående hur realräntan i världen sjunkit under lång tid. Den genomsnittliga realräntan på tioåriga statsobligationer i ekonomiskt utvecklade länderna har fallit från cirka 4,5 procent omkring 1980 till runt noll de senaste åren. Det kan förklaras av att utbudet av sparade medel i världsekonomin har ökat, samtidigt som efterfrågan på dessa medel för att investera har minskat.

Orsakerna är flera. I världen som helhet har andelen av befolkningen i yrkesaktiv ålder – då man sparar mest – stigit. Vidare har inkomsterna i de flesta länder blivit mer ojämnt fördelade. Det har

ökat sparandet eftersom höginkomsttagare sparar mer av sina inkomster än låginkomsttagare. Dessutom har högre sparande i Kina och andra länder i Asien bidragit.

Lägre långsiktig tillväxt i världsekonomin har inneburit svagare incitament att investera. Vidare har företagens efterfrågan på medel för investeringar sjunkit till följd av lägre priser på investeringsvaror. Samtidigt har offentliga investeringar minskat något.

Tendenserna till högre sparande och lägre investeringar i världsekonomin förstärktes av finanskrisen. Hushållen ökade sitt försiktighetssparande och minskade sina lån. Investeringar framstod som mindre lönsamma och mer osäkra. Den ekonomiska återhämtning som nu sker innebär att dessa tillfälliga faktorer försvinner. Det medför en viss ränteuppgång. Men samtidigt kvarstår i huvudsak de grundläggande strukturella faktorer som pressat ner realräntorna. Det finns därför skäl att tro att realräntorna fortsättningsvis förblir låga även om inflationen stiger. Det är i så fall något som den ekonomiska politiken måste beakta.

Låga realräntor betyder förmodligen att olika finansiella aktörer i jakt på avkastning tar allt större risker, vilket ökar faran för framtida finanskriser. Det skärper kraven på tillsynen av det finansiella systemet. Åtgärder för att motverka överdriven skuldsättning blir viktigare. Man kan diskutera tajmningen för till exempel de skärpta amorteringskraven för hushåll med stora lån i förhållande till inkomsterna som nu införs i Sverige. Men grundsynen bör vara att det är viktigare att sådana åtgärder över huvud taget vidtas än att de görs vid exakt rätt tidpunkt.

En annan konsekvens av låga realräntor är att penningpolitiken försvåras, eftersom också nominella räntor då kommer att vara låga i en normalkonjunktur. Det innebär att möjligheterna till räntesänkningar i kommande lågkonjunkturer minskar. Därför måste finanspolitiken, alltså variationer i skatter och offentliga utgifter, spela en större roll för att stabilisera ekonomin framöver. Det innebär krav på en stram finanspolitik i högkonjunkturer för att det ska finnas tillräckligt utrymme för en expansiv politik i konjunkturedgångar. Politikerna behöver leva upp till de kraven bättre än som sker i dag.

Lars Calmfors