

Stark internationell räntepress

ANDERS RYDEMAN

På de flesta håll i västvärlden har räntorna idag nått rekordnivåer. Utrymmet för en självständig svensk räntepolitik är ytterst begränsat. Det växande behovet av utländsk finansiering tvingar oss att anpassa räntenivå till förändringar i den internationella miljön. Nyckeln till en ökad handlingsfrihet ligger i ett dämpat inhemskt inflationstryck.

Missnöjet med de rekordhöga räntorna i västvärlden blir allt större. Detta kom bli till uttryck vid toppmötet mellan stats- och regeringscheferna för de sju ledande industriländerna i Ottawa, Kanada, i juli. USA utpekades som syndabock, då man genom sin extremt höga räntenivå tvingar västvärlden, inkl Sverige, att hålla ett orimligt högt ränteläge.

Den neddragning av räntorna i Västeuropa, som ansetts nödvändig för att få fart på investeringarna, har fått skjutas på framtiden. På många håll är man oroad för att detta ytterligare skall fördjupa recessionen i den internationella ekonomin.

Vad är då de grundläggande orsakerna till den internationellt höga räntenivån? Har det skett några strukturella förändringar i världsekonomin, som kan förklara de höga räntorna? Eller rör det sig om en ändrad inriktning av den ekonomiska politiken? Utan att göra anspråk på att ge en fullständig bild av vad som hänt, skall jag peka på några fundamentala förändringar som ägt rum under senare år.

En distinktion som först måste göras är mellan nominella och reala räntor. Dagens re-

kordhöga nominella räntor är i stor utsträckning både en följd av och anpassning till den höga inflationstakt, som präglade världsekonomin alltsedan den första oljeshocken 1973-1974. Efterhand som det visat sig att den högre inflationstakten blivit bestående har de finansiella marknaderna anpassat sig.

Inflationen hinder i vägen

Förväntningarna om en fortsatt snabb prisstegringstakt lägger nu hinder i vägen för att sänka den nominella räntenivån. Inte minst i USA, har de djupt rotade inflationsförväntningarna och misstron mot politikernas förmåga att hantera inflationsproblemet bidragit till att hålla räntorna uppe. De finansiella placerarna vill på alla sätt förhindra att kapitalet urholkas i stib med vad som skedde under 1970-talet.

Under mitten och slutet av 1970-talet hade flertalet västeuropeiska länder mycket låga realräntor, som i många fall var negativa. Nivån på realräntan beror naturligtvis på vilket mått på prisutvecklingen resp vilken räntesats som används. Tendensen till fal-



Tidigare inriktades penningpolitiken på att styra den ekonomiska aktiviteten via räntesättningen. Idag är det ökningen av penningmängden, som alltmer kommit i centrum.

Den helt avgörande förklaringen till dagens höga inflation är enligt monetaristerna den allt för snabba ökningen av penningmängden, som oftast genererats av växande statliga budgetunderskott. Endast genom att minska tillgången på pengar kan en varaktig nedgång i inflationstakten uppnås.

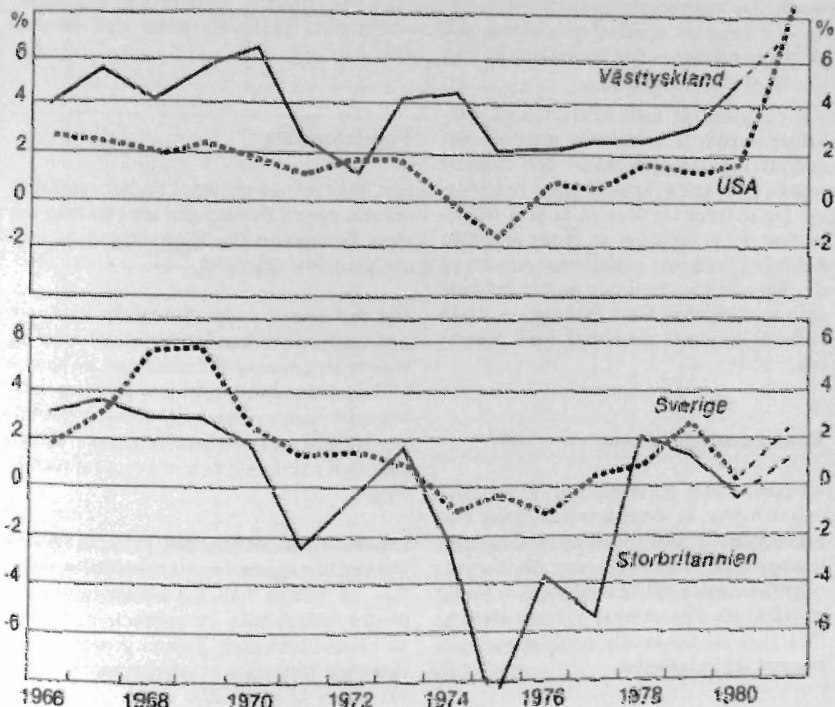
USA, Västtyskland, Storbritannien och Japan har i olika omfattning påverkats av de monetaristiska teorierna. Dessa länder har bl.a. ställt upp mål för ökningstakten i penningmängden, som man med blandad framgång försöker att hålla.

Näringslivet drabbas

USA är det land, som mest konsekvent försökt föra en monetaristisk penningpolitik. Federal Reserve deklarerade under hösten

Diagram 1. Realräntans utveckling 1966-1981

Lägsta utlåningsränta till företag med förändringar i konsumentprisindex



Källa: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets

Viktig kursändring

En viktig förklaring till de stigande realräntorna är den ändrade utformningen av penningpolitiken i flera av de stora industriländerna under senare år. Samtidigt som inflationsbekämpningen i allt högre grad blivit det primära målet i den ekonomiska politiken har de monetaristiska idéerna fått större inflytande. Detta har inneburit en fundamental nyorientering inom penningpolitiken.

lande realräntor under 1970-talet är dock tydlig för de flesta länder oavsett valet av prisindex och rantesats.

Räntebilden under det senaste året ser dock helt annorlunda ut. Korrigeras rantan med någon form av prisindex visar det sig att inte bara den nominella rantan utan också realräntan varit exceptionellt hög på flera håll. Detta gäller framför allt i USA och Västtyskland.

1979, att det var penningmängden som till varje pris skulle begränsas. Sedan dess har man i princip låtit räntorna bestämmas av efterfrågan och förväntningarna på marknaden. Detta har inneburit att räntorna fluktuerat avsevärt mera än tidigare.

Den monetaristiska politiken i USA har också lett till att den genomsnittliga räntenivån stigit. Samtidigt som utbudet av pengar stramats åt har kreditefterfrågan varit oväntat stark. De stora statliga budgetunderskotten har också ökat trycket uppåt på räntorna. Till detta kommer att budgetunderskotten förstärkt inflationsförväntningarna och ytterligare försvärat en sänkning av räntorna.

I länder med stora budgetunderskott tenderar en monetaristisk penningpolitik generellt sett att drabba framför allt det privata näringslivet, bl.a genom snabbt stigande räntor. De samhällsekonomiska kostnaderna – i form av minskad produktion och ökad arbetslöshet – kan åtminstone på kort sikt bli mycket omfattande.

När det gäller de reala effekterna på samhällsekonomin är oenigheten stor i ekonomikretsar. Erfarenheterna av den monetaristiska politiken är ännu så länge begränsade. De sträcker sig över en så kort tidsperiod att det är för tidigt att redan nu avläsa de reala effekternas omfattning. Att det på sikt finns ett klart samband mellan inflation och penningmängdens ökningstakt tycks däremot de flesta ekonomer vara överens om.

Räntekänsliga valutor

En faktor, som också bidragit till att driva upp räntorna, är växelkursernas ökade räntekänslighet. I traditionell ekonomisk teori bestäms valutakurserna av den relativa pris- och produktivitetsutvecklingen i länder emellan via förändringar i bytesbalansen. På senare tid har emellertid denna sanning kommit att ifrågasättas.

Det tar allt längre tid för relativa prisförändringar att via förskjutningar i konkur-

rensförhållanden slå igenom på bytesbalans och valutakurser. Så länge inte risken för depreciering är överhängande kan ett land med förhållandevis ogynnsam prisutveckling dra till sig kapital med hjälp av ett högt ränteläge. På så sätt stärks i själva verket den egna valutan.

Efter de globala ekonomiska förskjutningar som uppstått i oljekrisens kölvatten finns det en enorm mängd kapital på de internationella kreditmarknaderna. Dessa pengar är i hög grad likvida och påverkas snabbt av förändringar i den internationella räntestrukturen. De störningar, som på detta vis uppstår, ger sedan utslag i växelkurserna.

Det är i första hand de dominerande reservvalutorna, som är känsliga för sådana ränteförändringar. Men även kapitalströmmarna från och till mindre länder med betydande bytesbalansunderskott – tex Sverige, Danmark och Belgien – påverkas snabbt vid alltför stora räntedifferenser mot omvärlden.

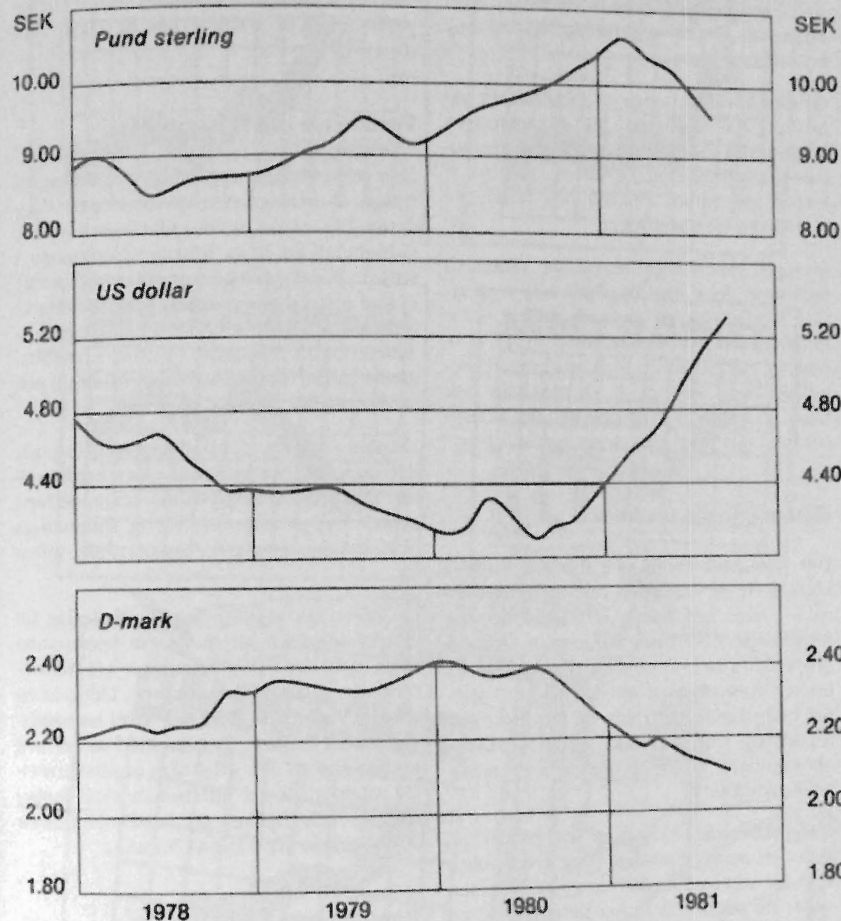
Valutaomsorg

Det finns många exempel på hur omsorgen om den egna valutan i stor utsträckning fått styra räntepolitiken. Västtyskland är kanske det bästa exemplet.

När den amerikanska räntenivån stigit mot nya toppnivåer, har Västtyskland känt sig tvingat att anpassa sitt ränteläge av hänsyn till D-marken och för att inte förvärra inflationsproblemen. Den anpassningen har drivits igenom trots att den inhemska ekonomin varit i skriande behov av en räntesänkning.

Då räntenivån i USA nått extrema höjder, har emellertid inte ens ett rekordhøgt ränteläge på många håll i Västeuropa kunnat hindra dollarn från att apprecieras kraftigt på världsmarknaden. Denna utveckling har dessutom förstärkts av att den amerikanska ekonomin är i betydligt bättre yttre balans än i tex den västtyska. Till detta kommer att den nya amerikanska administrationens ge-

Diagram 2. Valutakurser Månadsgenomsnitt



nerellt sett mera marknadsinriktade ekonomiska politik också har bidragit till att stärka förtroendet för dollarn.

Svenskt beroende

Som en liten öppen ekonomi nödgas naturligtvis Sverige att anpassa sig till föränd-

ringarna i den internationella miljön. Då alltför stora räntedifferenser gentemot utlandet snabbt leder till ökat kapitalutflöde, minskad valutareserv och en valuta i gungning, framtvingas en anpassning uppåt i räntenivån.

Den yttre obalansen, i form av ett internationellt sett betydande bytesbalansunder-

skott, har accentuerat behovet av en hög räntenivå. Med den typ av fast växelkurs, som Sverige har idag är över huvud taget utrymmet för en självständig räntepolitik mycket begränsat.

Genom konstruktionen av riksbankens valutakorg har Sverige på sikt accepterat en inflationstakt som ligger i nivå med genomsnittet i västvärlden. På samma sätt har vi bundit oss till att anpassa den nominella räntenivån till omvärldens.

Sveriges rekordhög nominella räntenivå motsvaras dock inte av någon hög realränta. En inflationstakt på ca 14 procent – för tillfället klart över genomsnittet i OECD – innebär i dagsläget en realränta, som är betydligt lägre än tex i Västyskland och USA. Från denna synpunkt kan det aktuella ränteläget alltså inte anses speciellt högt.

Hemmagjorda obalanser

Det vore både farligt och felaktigt att förklara de höga nominella räntorna i Sverige enbart med hänvisning till internationella förhållanden. Sveriges ekonomi är i många avseenden i en svår obalans. Det tar sig bl a uttryck i ett närmast ohanterligt stort statligt budgetunderskott och en historiskt sett rekordhög inflationstakt. Detta skapar obönhörligen ett tryck uppåt på de nominella räntorna.

Budgetunderskottet sätter sin prägel på hela den svenska penning- och kreditpolitiken. De stora underskotten i bytesbalansen under de senaste åren har inneburit att en betydande del av underskotten i statsbudgeten kunnat finansieras utomlands. När nu den yttre obalansen minskar något samtidigt som budgetunderskottet fortsätter att öka, kommer trycket på den inhemska kreditmarknaden att bli ännu hårdare framöver.

Till största delen är staten hänvisad till att tvinga på bankerna ett växande innehav av statspapper genom att höja likviditetskraven. Alternativet är att man mer direkt för-

söker attrahera företagets och hushållens pengar genom förmånliga räntevillkor kryddade med skatteförmåner. Effekten blir en press uppåt på framför allt de långa räntorna.

Förödande utgiftskarusell

Den stora statliga upplåningen tenderar att tränga ut näringslivets investeringar. Följderna blir sänkt produktivitet och ökade svårigheter att hålla kostnadsökningarna i schack. Företagens pengar söker sig i stället i ökad utsträckning till den grå kreditmarknaden och till de mer ränteokänsliga hushållen. Detta resulterar i sin tur i en tilltagande snedvridning mellan konsumtion och investeringar.

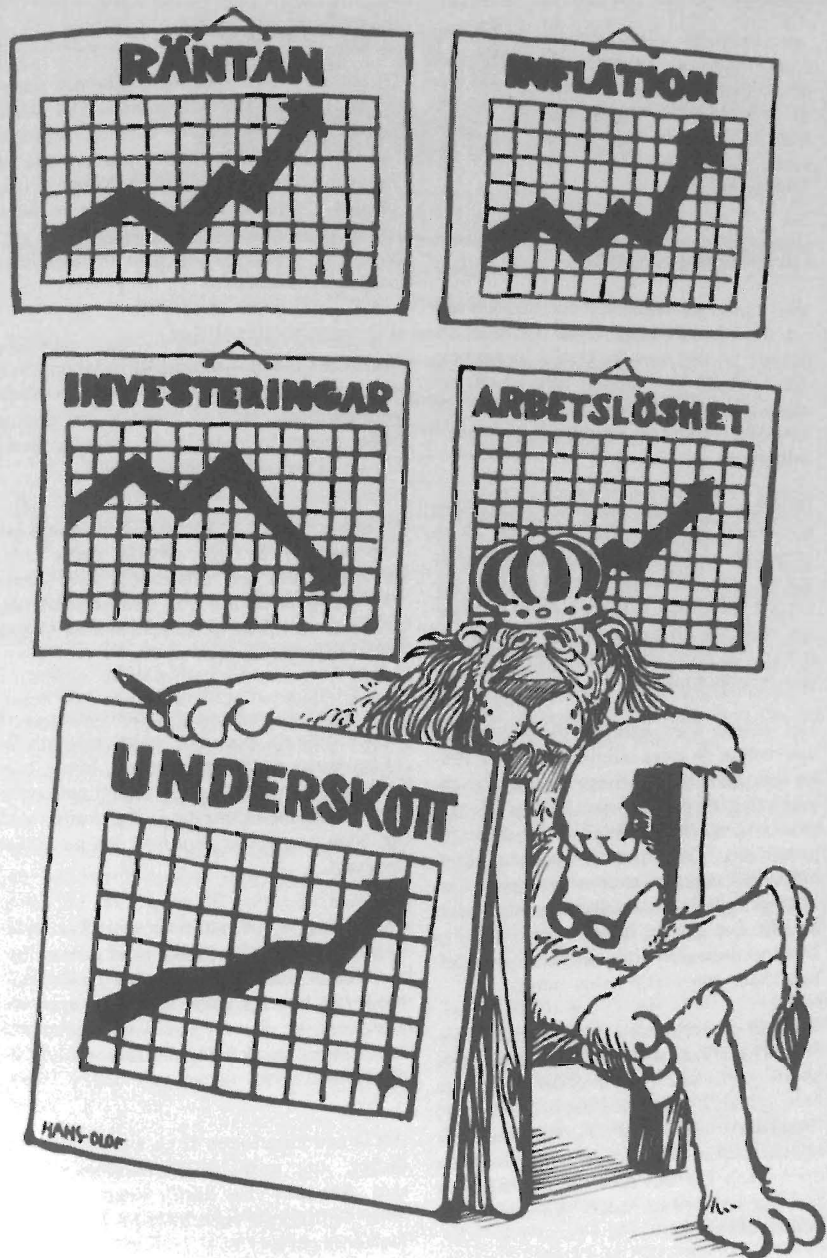
Dagens enorma statsbudgetunderskott gör det svårt att föra en konstruktiv kreditpolitik. Det krävs ett betydande sparandeöverskott i övriga sektorer. Detta framtvings bl a genom att investeringarna hålls tillbaka.

De offentliga utgifterna används sedan till största delen för att finansiera konsumtion inom såväl den offentliga som – via transfereringar – den privata sektorn. Detta är en situation som är oförenlig med samhälls-ekonomisk balans. Det är med andra ord nödvändigt att den offentliga utgiftskarusellen stoppas för att inflationen skall kunna dämpas och trycket på kreditmarknaden och räntorna skall kunna minska.

Räntan sänks i höst?

En nedgång i de korta mer marknadsbestämda räntorna har dessbättre skett i Sverige under de senaste månaderna. Denna sänkning har varit önskvärd för att få till stånd ett ökat gap mellan korta och långa räntor. På så sätt har man velat skapa gynnsammare förutsättningar för att placera långa stats- och industrilån.

En sänkning av det officiella diskontot förefaller dock inte sannolik, förrän den



internationella räntenivån trappats ned. Osäkerheten är visserligen stor, men de flesta internationella bedömare räknar med en nedgång i den amerikanska räntenivån i höst. Detta skulle då kunna bana väg för att sänka räntenivån i Västtyskland och övriga Västeuropa.

Ofrivillig appreciering

Med tanke på landets svåra balansbrister och höga kostnadsläge, anser de flesta bedömare att den svenska kronan är övervärderad. Ändå har kronan inte utsatts för några påfrestningar sedan valutakrisen och den därav följande kreditåtstramningen i januari.

Den låga inhemska aktiviteten i ekonomin har dragit ner importen så kraftigt att en betydande realförbättring av handelsbalansen ägt rum. Tillsammans med ett ökat privat kapitalinflöde har detta minskat behovet av statlig utlandsupplåning och därmed bidragit till att skapa ett tillfälligt lugn kring den svenska kronan.

Det senaste årets ändrade styrkeförhållanden mellan de stora internationella valutorna har emellertid inneburit en ofrivillig appreciering av den svenska kronan på ca 5 procent gentemot ett handelsvägt index för omvärlden. Den svenska konkurrenskraften har försämrats i motsvarande grad. Förklaringen till detta är dollarns nyvunna styrka och den i detta sammanhang olyckliga konstruktionen av valutakorgen, där dollarn väger oproportionerligt tungt.

Speciellt oroväckande är utvecklingen gentemot D-marken, som i likhet med de flesta andra europeiska valutor under de senaste åren sjunkit i värde med drygt 10 procent i förhållande till kronan. Försvagningen av konkurrensförmågan på den västeuropeiska marknaden gör det speciellt angeläget att undvika en fortsatt snabb pris- och kostnadsutveckling.

Aktiv inflationskamp

Utrymmet för en självständig svensk räntepolitik är idag ytterst begränsat. Det ökade behovet av internationell finansiering innebär att vi hela tiden måste vara beredda att anpassa räntenivån till förändringar i omvärlden. Detta får dock inte skapa en defaitistisk inställning till möjligheterna att sänka de för samhällsekonomin skadligt höga nominella räntorna.

Nyckeln till en mer självständig räntepolitik finns i ett dämpat inhemskt inflationstryck – på sikt i kombination med en aktiv revalveringspolitik. Men så länge vi har dagens höga, inhemskt genererade, inflation innebär en appreciering ingen lösning.

Vi måste börja här hemma. Det finns inget som säger att Sverige, när det gäller ambitionerna att få ned inflationen, skall stanna vid ett genomsnitt för industriländerna. Detta är ju i princip innebörden av dagens valutakorgsystem.

Den realism och samförståndsanda, som under tidigare perioder varit den svenska ekonomiska politikens signum, borde kunna lägga grunden till en betydligt mer ambitiös inflationsbekämpning. Då skulle också de höga nominella räntorna kunna sänkas avsevärt.

Det är uppenbart, att de nödvändiga åtgärderna kräver ett politiskt mod och en beslutsamhet som idag kan verka orealistisk, i varje fall när det gäller saneringen av statens finanser. Det är också möjligt att det krävs en ny modell för den svenska avtalsrörelsen.

Att få ned inflationen är en absolut nödvändighet, inte minst av fördelningspolitiska skäl. Ansvaret vilar därför tungt på i första hand politikerna, men även på arbetsmarknadernas parter.