

Hur påverkas räntan, aktiekurserna och fastighetspriserna av budgetunderskottet?*

De senaste årens stora statliga budgetunderskott har gjort att fordringar på staten kommit att bli en allt större post i de svenska hushållens, företagens och de institutionella placerarnas portföljer. Men en ökad andel fordringar på staten i de privata portföljerna måste åtföljas av ändrade avkastningsrelationer mellan olika förmögenhetstillgångar. I denna artikel diskuterar Lars Werin dessa samband, speciellt budgetunderskottets inverkan på räntor, aktiekurser och fastighetspriser.

Om man ville anslå gammal välkänd politikerjargong kunde en passande inledningsfras vara följande: "Medan ni läser dessa rader ökar den svenska statsskulden med inte mindre än 3 000 kronor i sekunden." Det ger ett allmänt, lagom vagt intryck av att en hotfylld process är i gång. På det viset är det en lämplig upptakt. Men det finns andra — om än mindre spänningsladdade — statistiska uppgifter som ger bättre utgångspunkt för det resonemang som här skall föras.

Först och främst kan man konstatera att den svenska statsskulden i dag, vid mitten av 1984, uppgår till runt 525 miljarder kronor. Den är då definierad på traditionellt sätt, fast med utlandsdelen omräknad till aktuella växelkurser. Vid årsskiftet 76/77 — innan den verkligt drastiska underskottsutvecklingen bör-

jade — var statsskulden ca 80 miljarder. Det innebär nära nog en sjudubbling under en period av 7 ½ år.

Statsskulden kan så ställas mot en storhet som kanske kan förefalla en smula abstrakt, nämligen den svenska nationalförmögenheten. Låt oss definiera denna som det belopp man skulle komma fram till om de tillgångar och skulder som tas upp i hushållens deklARATIONER och på balansräkningarna för företag och myndigheter vore fullständigt redovisade, med realistiska avskrivningar gjorda, och till löpande dagsvärde. Man kommer i dagens läge då fram till ett tal runt 2 600 miljarder kronor. Det består helt enkelt av dagsvärdet av det svenska realkapitalet — mark, byggnader, maskiner, varulager — plus nettoställningen gentemot utlandet, som i dag är negativ men av måttligt omfång. Ovanpå den sammanlagda nettoförmögenheten tornar sedan upp sig ett berg av lån mellan svenska subjekt, d v s lån som tar ut varandra

LARS WERIN är professor i nationalekonomi vid Stockholms universitet. Han forskar fr n om budgetunderskottets effekter på olika tillgångsmarknader.

* Artikel baseras på ett föredrag som hölls vid Nationalekonomiska föreningens möte den 3 april 1984.

för landet som helhet. Naturligtvis är 2 600 miljarder litet av fantasisiffra, men skall ändå tas som utgångspunkt.

Dagens statsskuld svarar alltså mot ca 20 procent av den totala nettoförmögenheten i landet. För drygt sju år sedan var motsvarande procenttal 6. Det har alltså skett en snabb ökning av kvoten mellan statsskuld och totalförmögenhet (eller total portföljomslutning). Statistiken, som redan tänjts rätt långt, tillåter knappast strikta jämförelser längre tillbaka i tiden. Det står dock klart att relationen statsskuld/totalförmögenhet redan nu med god marginal överträffat det tidigare toppvärdet från andra världskrigets slutfas. Vi vet att marginalen kommer att vidgas. För en noggrannare analys behöver definitionerna av statsskuld och totalförmögenhet dock justeras och vissa justeringar skall också göras.

De anförda siffrorna pekar emellertid direkt på ett fundamentalt problem, nämligen att svenska subjekt måste hålla en allt större andel statsskuld i sina portföljer. För att de skall vilja göra detta behövs ständigt allt smakligare morötter i form av förbättrade avkastningsutsikter för statspapper relativt andra placeringar, eller — möjligen — ständigt allt hårdare käppar i form av regleringar som tvingar nya laddningar av statspapper in i portföljerna. Detta bör få konsekvenser för marknaderna för olika tillgångar och därifrån på ekonomin i övrigt, kanske djupgående sådana konsekvenser. Huvudsyftet med det resonemang som här skall föras är att tränga in i förloppet på tillgångsmarknaderna när statsskulden absorberas och försöka ange vidden av den hotbild som förloppet kan ge upphov till.

Det problemkomplex som behandlas här är naturligtvis inte det enda i samband med budgetunderskott och statsskuld. Budgetunderskotten är t ex egentligen bara utflöden av en stark statlig utgiftsexpansion parad med svårigheter

att öka skattetrycket. Man skulle därför kunna hävda att den mest centrala frågan gäller de underliggande krafter som driver fram expansionen. Vidare reser en kraftig statsskuldökning frågor om rättvis fördelning mellan generationer, d v s om dagens svenskar otillbörligt lastar över bördor på sina efterkommande. Även detta är kanske en central fråga. Men här dras analysramen alltså snävare.

Vad är statsskuld?

Här har talats om statsskuld i traditionell bemärkelse, d v s statlig upplåning mot obligationer, skattkammарväxlar, statsskuldväxlar och liknande reverser. Statsskuld är emellertid inget entydigt begrepp. Avgränsning och värderingsprinciper kan variera. Definitionen av statsskuld aktualiserar i själva verket vissa frågor om grundegenskaperna hos relationerna mellan den enskilde och staten.

Att statliga reverser finns som tillgångsposter hos enskilda — inhemska eller utländska — subjekt är självklart. En viktig, f n omdebatterad fråga är i vilken utsträckning de inhemska subjekten samtidigt har en "implicit" skatteskuld i sina portföljer; det åligger ju dem (eller deras arvtagare) att, genom eljest icke behövliga skatter i framtiden, förränta och amortera skulden. Samtidigt borde statens finansiella och reala tillgångar utgöra en implicit tillgångspost i privata inhemska portföljer; det är ju individerna som åtnjuter avkastningen på dessa tillgångar.

Statens skyldighet att betala ut folkpensioner är på samma sätt en implicit tillgångspost i de privata portföljerna. Men dessa folkpensionstillgodohavanden motvägs av implicita skuldposter svarande mot skattebetalarnas skyldighet att betala folkpensionsavgifter under kommande år. Väljer vi att föra ATP till staten finns liknande implicita

tillgångs- och skuldposter, vartill kommer tillgångarna i AP-fonden som naturligtvis är "explicita". En ej helt obetydlig implicit post är de statsanställdas rätt till tjänstepension; den finns på tillgångssidan hos de statsanställda, på skuldsidan hos staten, d v s hos skattebetalarna i gemen.

I den mån de implicita posterna har realitet påverkar ändringar i dem de enskilda subjektens portföljsammansättning. Därmed påverkas deras portföljval i övrigt och följaktligen också tillgångsmarknaderna. Sätillvida är det ingen principiell skillnad gentemot impulser framkallade av variationer i vanlig "explicit" statsskuld. Mycket talar emellertid för att de implicita portföljposterna är av begränsad betydelse. Ett skäl är att kunskapen om dem är liten. De mest handgripliga posterna är statens realkapital, som ger avkastning i form av offentlig verksamhet för skattebetalarna, och statens skyldighet att betala ut tjänstepensioner till sina anställda. Men inte ens de båda posterna vet vi mycket om. De ingår numera inte ens i det centrala statliga bokföringssystemet.

Resonemangen och iakttagelserna i det följande bygger delvis på resultat från ett nyligen påbörjat forskningsprojekt (jfr Werin [1983]). Trots den tvekan man uppenbarligen kan hysa om det realistiska i idén om implicit skatteskuld har där förutsatts att hushållen har och känner av en sådan skuld. Antagandet är att hushållen, dock endast ofullständigt, räknar den reguljära statsskulden som sin egen skuld, och statens finansiella och reala tillgångar som sina egna tillgångar. Det blir sålunda en nettostorhet, men eftersom skuldposten väger över tillgångsposten (i varje fall från slutet av 70-talet) faller sig benämningen implicit skatteskuld naturlig. Storheten visar sig dock få endast begränsad betydelse för resultaten. Av det skälet och för att inte belasta

framställningen med detaljer skall inte mycket sägas om den i fortsättningen. Vad de implicita pensionsstorheterna angår har de ej alls tagits med i analysen. Ett — måhända klen — försvar är att de i frånvaro av större pensionsreformer huvudsakligen ändras mjukt med inflationen, och därför antagligen inte spelar en mera väsentlig roll för effekterna av de aktuella svenska budgetunderskotten.

Beträffande den vanliga reguljära statsskulden finns också skäl att i fortsättningen främst tillämpa en något snävare avgränsning än som gjordes inledningsvis. I stället för att se på den totala skulden skall vi sålunda främst uppehålla oss vid den huvuddel som placeras inom landet, men utanför riksbanken. Det är ju den delen av statsskulden som placeras ut i de icke-statliga svenska subjektens portföljer och som därför är den egentliga störningsfaktorn på våra tillgångsmarknader. (AP-fonden räknas som icke-statligt subjekt.) Skall denna huvuddel av statsskulden sedan ställas mot en nettoförmögenhet på det sätt som preliminärt gjordes i inledningen, blir det följaktligen den svenska nettoförmögenheten utanför stat och riksbank som är aktuell. Som vi strax skall se ändrar dessa nyavgränsningar av statsskuld och nettoförmögenhet inte nämnvärt den bild som gavs inledningsvis.

Det keynesianska scenariot

Om man bortser från möjligheten att använda tvingande regleringar som likviditetskrav, placeringstvång och liknande kan mera statsskuld absorberas i portföljerna endast om den blir *relativt sett* mer fördelaktig än tidigare. Statsskuld blir relativt sett fördelaktigare om

- förväntad avkastning på statspapper stiger;

- förväntad avkastning på andra tillgångar sjunker;
- nettoförmögenheterna, och därmed önskan att förvärva mer av *alla* tillgångar, bli statspapper, ökar.

Någon, eller en kombination, av dessa händelser måste inträffa. Det betyder att ökning av statsskulden måste åtföljas av ändrade avkastningsrelationer och omstuvning av portföljer, kanske också ändrade förmögenheter. Det är vad vi nu skall undersöka.

Själva *problemet* anges med perfekt klarhet av den gamla hederliga keynesianska modellen. En annan sak är att den *löser* problemet alltför schematiskt och med delvis diskutabla resultat. Utgångspunkten är att budgetunderskottet finansieras antingen genom lån i centralbanken — d v s via sedelpressarna — eller genom obligationslån på marknaden. Det senare kräver höjd obligationsränta, vilket i sin tur leder till minskning — utträngning eller *sk crowding out* — av privata investeringar.

Ett huvudinslag i modellen är att den expansiva finanspolitik som lett till budgetunderskottet i ett första led driver upp produktion och inkomster i landet så mycket att det genereras ett nysparande som precis motsvarar tillskottet av statspapper. Detta är den välkända multiplikatorprocessen, som alternativt kan beskrivas på följande sätt: de privata nettoförmögenheterna ökar (i varje fall nominellt) i detta första led med tillskottet av fordringar på staten. Förmögenhetsökningen gör det i och för sig lättare att absorbera den nya statsskulden, men eftersom statsskuld måste uppta en större andel av förmögenheterna än tidigare behövs alltså en räntehöjning. Strävan att öka transaktionskassorna i takt med produktionsökningen bidrar till att driva upp räntan.

Utträngningen av investeringar medför emellertid i sin tur, som ett andra led, att inkomsterna *faller* så mycket att det blir ett sparandebortfall som precis motsvarar investeringsbortfallet. Utträngningen tar alltså tillbaka en del av de primära inkomst- och förmögenhetsökningarna. Om hushållen räknar med implicit skatteskuld, blir ökningen av den privata nettoförmögenheten, d v s nysparandet, i motsvarande grad mindre. Därför blir också den behövliga produktions- och inkomstökningen mindre; multiplikatorprocessen försvagas. Tvånget att härbärgera en större *andel* statsskuld i totalportföljen kvarstår emellertid, och accentueras, vid implicit skatteskuld.

Den keynesianska modellen är emellertid för grov. Strikt tolkad har den bara två typer av tillgångar: baspengar och obligationer. I verkligheten finns ett brett spektrum: bankinlåning, försäkringsförpliktelser, villor, reverser, aktier o s v. Finansiella tillgångar och skulder kan dessutom vara antingen i kronor eller i utländsk valuta, vilket bidrar till att bredda registret. Därför finns det inte bara en ränta, utan många olika räntor, och därtill fastighetspriser, aktiekurser och växelkurser. Inte heller tar modellen hänsyn till att ekonomin i praktiken består av många olika typer av subjekt — hushåll, industrieföretag, banker, försäkringsinrättningar, hypoteksinstitut o s v — som har portföljer av helt olika slag. Vidare tar den keynesianska modellen lätt på det viktiga förhållandet att nyupplåning, som t ex budgetunderskott, *adderas* till skulder och tillgångar som redan finns i portföljerna. Det var just därför som jag i inledningsavsnittet framhävde beståndsstorheterna statsskuld och totalförmögenhet snarare än flödesstorheterna budgetunderskott och sparande.

Grundvalen för en mera utbyggd och allsidig analys av dessa frågor har lagts framför allt av James Tobin, som fick

ekonomipriset till Nobels minne för den prestationen (se t ex Tobin [1969]). Min avsikt är att föra ett fritt resonemang baserat på Tobins resultat. Men som redan antytts skall resonemanget också hämta stöd från preliminära resultat av ett litet forskningsprojekt jag själv arbetar med.

Portföljer och portföljval

De sammanhang som vi skall tränga in i är ganska intrikata och därför finns det skäl att skildra dem med viss noggrannhet. Antag att vi utifrån betraktar Sverige vid en viss tidpunkt. Vi finner att varje subjekt — hushåll, företag, bank, stat etc — har sin givna portfölj av tillgångar och skulder, d v s sin balansräkning. Det sammantagna nettovärdet — tillgångar minus skulder — är subjektets nettoförmögenhet i det ögonblicket. Observera att även ett subjekt med mycket liten eller obefintlig nettoförmögenhet kan ha en omfångsrik portfölj: tillgångarna balanseras av nästan lika stora skulder. Det är i själva verket ett vanligt förhållande i alla grupper av subjekt. Att sätta samman en portfölj är därför inte bara att fördela en förmögenhet på olika tillgångar; det är också att låna för att skaffa tillgångar, d v s att expandera negativa och positiva portföljkomponenter parallellt. Detta gäller inte bara banker, finansbolag och liknande subjekt. Det kan även gälla hushåll i magra omständigheter som har ett belånat eget hem.

Statistiska centralbyråns finansstatistik är numera så detaljerad att man för varje årsskifte kan ställa samman finansiella portföljer, med uppdelning på ett femtontal tillgångar och skulder, för ett dussintal huvudsektorer i den svenska ekonomin. Det finns dock störande luckor, bl a för den grå lånemarknaden. Besvärande är också att det inte finns någon heltäckande och systematisk redovisning av reala tillgångar, vilket vi

för statens del redan konstaterat. Så har vi de nyss diskuterade implicita posterna, vilka naturligtvis heller inte täcks av officiell statistik. Inom projektet har försök dock gjorts att fylla ut de viktigaste luckorna. Ser man då på de olika sektorernas portföljer som de avtecknar sig för åren 1977 och framåt, kan man göra den allmänna iakttagelsen att flertalet sektorer inte markant ändrat sina portföljproportioner mellan åren. Det tyder på en viss (om än långt ifrån entydig) tendens till stelhet i portföljvalet: man är benägen försöka hålla fast vid ett visst diversifieringsmönster, som det tydligen behövs rätt starka incitament för att rucka på. Detta har sin betydelse för förståelsen av hur budgetunderskotten absorberas.

Se återigen på ett subjekts portfölj vid en viss tidpunkt. Hur har den uppkommit? Delvis — och huvudsakligen — har den bestämts av beslut som *subjektet självt* har fattat. Dit hör sparbeslut, som ändrar nettoförmögenheten. Dit hör valet av portföljsammansättning, som styrs av dels praktiska överväganden och formella regler, dels en avvägning mellan förväntad avkastning och risk. Med förväntad avkastning menas avkastning exklusive inflation och skatt. För utländska tillgångar och skulder tas hänsyn till förväntade växelkursändringar. Naturligtvis är avkastning in natura av exempelvis husinnehav inräknad. *Risken* försvarar man sig mot genom diversifiering: inte alla ägg i samma korg.

Till en del har dock subjektets portfölj i ett givet ögonblick bestämts av *yttre händelser*, som subjektet självt inte kan påverka och som det ännu inte hunnit anpassa sig till. Dit hör i synnerhet kapitalvinster och kapitalförluster, d v s oförutsedda kurs- och marknadsvärdeändringar för fastigheter, aktier och annat. Sker en marknadsvärdeändring för en tillgång eller skuld ändras för det första portföljandelen automa-

tiskt: kapitalvinst för en tillgång gör att den, räknat i dagsvärde, väger tyngre i portföljen. För det andra ändras subjektets nettoförmögenhet: det blir rikare av en kapitalvinst.

Utplaceringen av budgetunderskottet

Det är i en sådan inhemsk portfölj- och förmögenhetsstruktur som varje års budgetunderskott, exklusive utlandsupplåningen, skall härbärgas. De båda senaste åren har underskotten nått 80 à 85 miljarder per år, medan årets underskott tycks bli något mindre. Den mängd som hamnat i riksbanken har fluktuerat, men i motsats till vad många föreställer sig har den normalt varit begränsad. Hittills har det inte varit mycket av finansiering med sedelpressarna. För enkelhetens skull skall jag därför bortse från upplåningen i riksbanken — kanske till häpnad och fasa för dem som menar att de allvarligaste problemen med budgetunderskotten kommer just den vägen. Nettoupplåningen i utlandet har varierat mellan ca 10 och ca 25 miljarder per år. Det största beloppet hittills — 26 miljarder — uppnåddes faktiskt 1983, trots att bytesbalansunderskottet då bara var 8 miljarder, det lägsta sedan 1978. Till någon del gick 1983 års utlandslån till uppbyggnad av valutareserven, men huvudparten var att återföra på ett kraftigt privat kapitalutflöde som fick kompenseras genom statlig upplåning.

De senaste åren har således i genomsnitt 65 à 70 miljarder placerats i form av obligationer, statsskuldväxlar och liknande ute i den svenska ekonomin, inklusive AP-fonden. Ungefär lika mycket skall placeras i år och kanske nästa år, möjligen också vart och ett av de följande åren. Finns en implicit skatteskuld placeras även den ut i de privata portföljerna, jämsides med den nya statsskulden; detta sker naturligtvis au-

tomatiskt och tvångsmässigt. Inledningsvis ställdes statsskulden totalt mot ekonomins totalförmögenhet. Men för att belysa absorptionen av statsskuld inom landet är det — som nyss antyd- des — bättre att ställa inhemsk stats- skuld utanför riksbanken mot totalför- mögenheten utanför stat och riksbank, d v s den "privata" nettoförmögenhe- ten. Talen blir därmed något mindre, men utvecklingstendenserna desamma. Vid årsskiftet 76/77 svarade sålunda in- hemsk statsskuld utanför riksbanken mot ca 5 procent av den privata netto- förmögenheten. I dag är siffran ca 15 procent. Bilden av en snabb och kraftig höjning av statsskuldandelen kvarstår ograverad.

Hur går det då till när en årsklump om 65 à 70 miljoner av statsobligatio- ner, statsskuldväxlar och liknande tar vägen in i de privata portföljerna? Ef- tersom budgetunderskottet är ett stat- ligt utgiftsoverskott är det första steget på anpassningsvägen att den privata förmögenheten ökar motsvarande; det känner vi igen från den keynesianska modellen. Förmögenhetsökningen gör att hushåll och företag vill och måste expandera sina portföljer. Man efter- frågar därför nya tillgångar av olika slag. Säkerligen vågar och vill man ock- så öka sina skulder i syfte att driva till- gångsförvärven ännu något längre än vad som svarar mot förmögenhetstill- skottet. Iakttagelsen att flera av sekto- rerna inte brukar revidera sina portfölj- sammansättningar mera radikalt visar också på en tendens att expandera samtliga portföljkomponenter. Staten å sin sida utbjuder obligationer, stats- skuldväxlar o dyl.

Första resultatet blir alltså diverse ojämvikter. Det blir stora utbudsöver- skott för obligationer och statsskuld- växlar. Det blir större eller mindre ef- terfråge- eller utbudsöverskott för i princip samtliga övriga tillgångar och skulder. Det finns anledning förvänta

att det blir förhållandevis stora efterfrågeöverskott för tillgångar vilkas utbud inte *kan* ändras nämnvärt på kort eller halvlång sikt, särskilt aktier och fastigheter. Detta bekräftas av resultaten från projektet. Nästa fråga blir då hur de olika tillgångsmarknaderna anpassar sig.

Anpassningsmekanismer

Det finns tre huvudtyper av anpassningsmekanismer, lämpligen benämnda ränteanpassning, marknadsvärdeanpassning och kvantitetsanpassning. Är det *ränteanpassning* på marknaden för en tillgång leder efterfrågeöverskott till sänkning av räntan (eller mer generellt: av direktavkastningen). Vid givna inflations- och växelkursförväntningar och givna skattesatser minskas den förväntade avkastningen på tillgången, vilket dämpar efterfrågan och stimulerar utbudet: efterfrågeöverskottet utplånas. Exempel på tillgångar med ränteanpassning är statsskuldväxlar och bankcertifikat. Notera att själva tillgångsvärdena inte ändras vid regelrätt ränteanpassning. De ligger fast, som regel i form av givna nominella värden.

Vid *marknadsvärdeanpassning* leder efterfrågeöverskott i stället till höjt pris, dvs högre marknadsvärde eller kurs. Med given direktavkastning (och givna skattesatser och inflations- och växelkursförväntningar) dämpas efterfrågan medan utbudet stimuleras. Exempel är aktier och fastigheter. Notera att direktavkastningen i form av aktieutdelning och hyra eller årligt nyttjandevärde för fastigheter inte ändras som ett led i processen. Den bestäms, i varje fall på någon sikt, helt oberoende av de aktuella marknadsvärdena.

Marknadsvärdeanpassning är en mer komplicerad process än ränteanpassning och har fler effekter. Särskilt leder den — som redan konstaterats — till kapitalvinster eller kapitalförluster, vil-

ka gör att portföljandelarna för komponenterna i fråga ökar respektive minskar och att nettoförmögenheterna ändras. Därför blir det impulser till ytterligare portföljanpassningar. Ta t ex en höjning av aktiekurserna. För ett subjekt med aktier medför höjningen, för det första, att aktieinnehavet väger tyngre i portföljen. Det leder till önskan att avyttra en del av aktierna i syfte att diversifiera till andra tillgångar. För det andra har subjektet blivit rikare, vilket medför tendens att expandera samtliga portföljkomponenter, även aktier, vilket något motväger diversifieringsminskningen. Anpassningsprocessen drivs alltså vidare. Sådana komplikationer finns inte vid ränteanpassning. Notera vidare att marknadsvärdeökning innebär sänkt *avkastningskrav* för tillgången i fråga. Direktavkastningen räknad i kronor är ju oförändrad och följaktligen lägre i procent av det nya marknadsvärdet.

Den tredje mekanismen, *kvantitetsanpassning*, skall här förbigås. På en marknad med sådan anpassning ändras varken ränta eller marknadsvärde på kort eller halvlång sikt. I stället slår ett efterfråge- eller utbudsöverskott ut i ransonering av ett eller annat slag. Exempel är en lånemarknad med räntekontroll, där efterfrågeöverskott leder till kreditransonering. Det finns också marknader med "blandad regim" — två anpassningsmekanismer lagrade ovanpå varandra. Vidare finns tillgångar för vilka det inte finns några marknader alls. Dit hör t ex stora delar av realkapitalet ute i företagen, vilka köps och säljs endast indirekt via aktiemarknaden.

Det skulle föra för långt att gå in på fler detaljer. Vi har redan den analysram som behövs för att härleda sannolika huvuddrag i utfallet av den process som utlöses när ny statsskuld matas ut i ekonomin. Flertalet slutsatser faller ut mer eller mindre direkt. Men därtill

finns resultaten från forskningsprojektet som bestyrker och kompletterar.

Effekter på realräntan

Det visar sig först och främst att det förvisso blir en stark tendens till höjning av räntan — *d v s realräntan* — för i första hand obligationer. Det är nog också det minst överraskande resultatet. Rimligtvis gör sig pressen gällande även för statsskuldväxlar, men eftersom de bara funnits i knappt två år går den ännu inte att klart belägga. Utlåningsräntorna tenderar att dras med, medan inlåningsräntorna släpar efter beroende på att den allmänna portföljexpansionen drar upp både utbud och efterfrågan parallellt.

Eftersom höga räntor på finansiella placeringar och höga låneräntor gör investeringar mindre lönsamma har vi alltså en tendens till utträngning — *crowding out*. Ingen särskilt oförmodad slutsats! Hur stark utträngningen är, säger vår analys emellertid ingenting om. Som vi strax skall se är slutsatsen om utträngning dock bara en del av den fulla sanningen.

En viktig del av resultatet är att trycket uppåt på realräntan är *kumulativt*. Det fortsätter så länge andelen stats-skuld i de privata portföljerna ökar. För att uppåtpressen på realräntorna skall upphöra räcker det alltså inte att budgetunderskotten minskar. De måste minska så mycket att de inte längre leder till ökad statsskuldandel — en viktig aspekt som vi återkommer till.

Att det blir press uppåt på räntan är *en sak*. En annan sak är om utlandsberoendet tillåter den att komma till faktisk uttryck. Varje diskrepans mellan svensk och utländsk räntenivå tenderar att framkalla in- eller utflöde av kapital, om det inte finns motverkande förväntningar om växelkursändring. Ju starkare denna tendens är, desto snabbare bromsas en isolerad svensk räntehöj-

ning av kapitalinflöde. Vi kommer in på samspelet mellan ränta, valutaflöde och växelkurs, vilket strax skall granskas ytterligare. Men antagligen har den svenska räntenivån en viss rörlighet uppåt över den internationella. Så tillkommer den utomordentligt viktiga aspekten att den internationella realräntenivån dragits upp rätt avsevärt de senaste åren. Det har skapat utrymme för en internt genererad höjning av den svenska räntenivån.

Den förväntade realräntan på svenska obligationer har också i praktiken segat sig upp i rätt jämn takt med ungefär en procentenhet per år. 1978 tycks realräntan ha varit något under noll, *d v s* svagt negativ. I dag ligger den uppskattningsvis kring 6 à 7 procent. Höjningen har kommit till stånd trots en viss sänkning av nominalräntan. Inflationen och inflationsförväntningarna har fallit ännu mer.

Fastighetsvärden och aktiekurser

Vi kommer så till komplexet av förmögenhetsökningar - diversifieringstryckmarknadsvärdehöjningar. Förloppet är — fann vi — i huvuddrag följande: Det statliga utgiftsoverskottet leder initialt till bruttoförmögenhetsökningar som medför expansion av portföljerna. Diversifieringsstråvan gör att expansionen omfattar flertalet tillgångar och skulder. Det betyder särskilt kraftiga efterfrågeöverskott för fastigheter och aktier eftersom utbudet av dessa tillgångar inte *kan* öka nämnvärt på kortare sikt. Detta tenderar i sin tur att driva upp marknadsvärdena på fastigheter och aktier, *d v s* det blir kapitalvinster. Dessa har strategisk betydelse eftersom de ger nya portföljskevheter och nya förmögenhetsökningar, varför processen drivs vidare. Den avstannar inte förrän marknadsvärden och förväntade avkastningar anpassats så, att de privata subjekten frivilligt *väljer* att hålla alla

de tillgångar och skulder som finns i givna kvantiteter och som därför *måste* ingå i ekonomins samlade totalportfölj.

En närmare granskning av sambanden och projektresultaten visar dock att pressen uppåt på fastighetsvärdena huvudsakligen gäller villor. Någon betydande värdestegring på hyreshus inträffar således inte. Det beror på att huvudparten av hyreshusen ägs av fastighetsförvaltande företag vilka inte blir delaktiga av förmögenhetsökningen och samtidigt drabbas förhållandevis starkt av höjda låneräntor. Kontorsfastigheter är svåra att särskilja statistiskt och bostadsrätter finns överhuvud inte med i projektet.

När det gällde realräntorna fann vi att analysresultaten stämde väl överens med det faktiska förloppet. Gäller det samma för fastighetsvärden och aktiekurser? Här försvåras bedömningen av att andra viktiga händelser, framför allt skatteomläggningar, inträffat samtidigt med budgetunderskott. För villor har sålunda de avdragsbegränsningar som beslöts "den underbara natten" i april 1981, men som till någon del var förutsedda, säkerligen haft en starkt prisdämpande effekt. En annan faktor som verkat dämpande på villapriserna är oljeprishöjningen 1979. När det gäller aktier är det självklart att införandet av aktiesparfonder och skatteförmåner för utdelning har haft en självständig och starkt positiv effekt på kurserna.

I praktiken har villapriserna utvecklats svagt de senaste åren. De tycks genomsnittligt ha legat stilla eller ökat endast obetydligt sedan 1980, samtidigt som den allmänna prisnivån stigit med drygt 1/3. Analysresultaten skall alltså tolkas så att villapriserna skulle ha utvecklats *ännu sämre* som konsekvens av avdragsbegränsningar och oljeprishöjning om inte budgetunderskotten samtidigt gött förmögenheterna och via diversifieringssträvanden stimulerat till ökad villaefterfrågan. Underskotten

har alltså — om resultaten stämmer — *dämpat* villaprisernas fall.

För hyreshusen visade modellresonemangen att budgetunderskotten inte har nämnvärd effekt på priserna. Vad övriga impulser angår gäller att skatteändringarna knappast har slagit lika hårt som för villor, medan oljeprishöjningen har slagit lika hårt. Sammantaget vore därför en — om än ej drastisk — negativ utveckling att teoretiskt förvänta. I praktiken tycks också prisutvecklingen ha varit något mindre negativ för hyreshus än för villor.

För aktiekurserna har som bekant utvecklingen varit enastående de senaste åren. Från 1980 har kurserna mer än fyrdubblats. Det ter sig ytterligt svårt att förklara en sådan rymdfart utan att tillgripa statsskulduutvecklingen som viktig förklaringsfaktor. Men hur mycket som skall hänföras till den och hur mycket som skall hänföras till faktorer som t ex aktiefonder, olika skatteförmåner, devalveringar och konjunkturuppgång går inte att säga. Extrem försiktighet är av nöden om man vill försöka förklara utvecklingen på aktiemarknaden. Det finns skäl att se något närmare på varför det förhåller sig så.

En sak är att säga att budgetunderskotten *har haft* en effekt — och kanske kraftig effekt — på aktiekurserna. Men därav följer inte att också de budgetunderskott vi har framför oss kommer att driva upp aktiekurserna. Aktiemarknaden ligger nämligen så nära sk effektiv marknad som man överhuvudtaget kan komma. Det betyder att den kurspåverkande effekten av en yttre händelse uppkommer i det ögonblick aktiemarknadens aktörer *får kunskap* om händelsen. Eftersom många händelser är förutsägbara kan detta vara långt innan händelsen faktiskt inträffar.

Den höjning av aktiekurserna som betingas av budgetunderskotten måste därför ha ägt rum när aktiemarknadens aktörer dels kom till insikt om att un-

derskotten har sådan effekt, dels började förutse att det skulle bli en serie av stora underskott. Vid den tidpunkten — eller i praktiken snarare en tidrymd under vilken sammanhangen undan för undan klarnade — började aktörerna omedelbart efterfråga aktier i syfte att komma i åtnjutande av den förväntade kursstegringen. Men det betyder att kursstegringen satte i gång omgående. Bara de som var tillräckligt tidigt ute fick åtnjuta den fullt ut. Av resonemanget följer också att indikationer på att budgetunderskotten kan bli mindre än som tidigare förväntats bör leda till kursfall — trots att underskotten även fortsättningsvis kan vara väsentliga och under lång tid framöver fortsätta att driva upp förmögenheterna.

Sammanfattningsvis: om sambandet budgetunderskott — aktiekurser är som beskrivits och om aktiemarknadens aktörer insett att detta samband finns, då har den kursuppdrivande effekten av inte bara hittills uppkomna utan även *kommande* budgetunderskott redan inträffat. De förestående budgetunderskottens impulser är redan diskonterade av marknaden och har alltså kommit till uttryck i dagens kurser. Och det vore konstigt om aktiemarknadens aktörer inte samfällt kommit fram till den bästa genomsnittsbedömningen av sambanden som överhuvudtaget är möjlig — de brukar vara bra på sådant. En annan sak är att åtskilliga aktieskribenter i dagspress och fackpress inte tycks ha klart för sig att aktiemarknaden är en nära nog effektiv marknad. Här frodas diverse kannstöperier som i larvighet tävlar med veckopressens horoskop.

Budgetunderskotten har alltså haft positiva effekter på marknadsvärdena på villor och aktier, och detta har i sin tur verkat *stimulerande* på investeringarna. Som pendang till utträngning kan man tala om *inträngning* — crowding in — som alltså motverkar räntehöjningarnas utträngningseffekter. Samman-

hangen har analyserats ingående av Tobin och utgör ett huvudinslag i hans teori. Om marknadsvärdena på villor stiger i förhållande till kostnaderna att bygga nytt, stimuleras sålunda villabyggandet. (I praktiken har det dock — som vi såg — rört sig om att marknadsvärdena fallit mindre än vad de annars skulle ha gjort; effekten består därför av en dämpning av nedgången i villabyggandet.)

På samma sätt har företagets investeringar stimulerats av att aktiekurserna — som ju är ett värde på befintligt realkapital i företagen — stigit i förhållande till kostnaderna att bygga nytt och skaffa ny utrustning. Rent praktiskt kan det ta sig uttryck i att nyemissionerna ökar i och med att aktieägarnas avkastningskrav minskar. Nyemissionerna stimulerar i sin tur investeringarna genom att företagen får tillgång till nytt billigt kapital, samtidigt som de förbättrar sin soliditet. En annan fråga är hur starka dessa inträngningseffekter är. Det vet vi lika lite om som om styrkan av räntehöjningens utträngningseffekt. En trolig bedömning är att utträngningen överväger. Det är i alla händelser en poäng att konstatera att budgetunderskotten alltså ingalunda — som många föreställer sig — har enbart negativa effekter på investeringarna.

Blandningen av räntehöjning/utträngning och marknadsvärdehöjningar/inträngning kan också uttryckas på följande sätt. Utgångspunkten är att statskulld måste göras *förhållandevis* mera fördelaktig. Detta har åstadkommit inte bara genom höjning av förväntad realavkastning på statsskuld, utan genom en kombination av *höjd* förväntad avkastning på statsskuld och *sänkt* förväntad avkastning på viktiga konkurrerande tillgångar, främst villor och aktier. Det är nyttigt och belysande att också se sambanden från den synvinkeln. Men denna alternativa formulering betonar inte det viktiga förhållan-

det att avkastningskraven för villor och aktier sänks med hjälp av marknadsvärdehöjningar, vilka spelar en självständig och strategisk roll i anpassningsprocessen.

Låneberg och valutautflöde

Ökade förmögenheter jämte diversifieringssträvan leder inte bara till ökad efterfrågan på villor och aktier. Det blir en tendens till expansion av samtliga portföljkomponenter. Att villor och aktier togs ut särskilt, berodde på att effekterna för deras del var speciellt starka. Låt oss se på några andra inslag.

Exempelvis medför portföljexpansionen även ökad efterfrågan på statskulud. Det underlättar inplaceringen av ny sådan skuld och håller tillbaka pressen på räntorna. Man skulle kunna säga att budgetunderskotten till viss del är självfinansierande.

En annan aspekt är att expansionen ökar låneverksamheten mellan inhemska subjekt. Det inhemska låneberg som tornar upp sig över nettoförmögenheterna växer inte bara med statsskulden. För att statsskulden skall kunna absorberas behövs dessutom en avsevärd intermediation. Den finansiella verksamheten stimuleras — ett analysresultat som direkt bekräftas av en snabblick ut i den svenska ekonomin. Men naturligtvis är budgetunderskotten inte enda orsaken till den tilltagande finansverksamheten; rörligare växelkurssystem och livligare skatteplanering verkar i samma riktning.

Så kommer vi till ett inslag som är särskilt svårbedömt, men som på sikt möjligen kan vara det mest betydelsefulla. Portföljexpansionen och diversifieringen innefattar givetvis också tillgångar och skulder i utländsk valuta. Subjekten blir benägna att öka både utländska tillgångar och skulder i utlandet, om än under kraftig bromsverkan

Hur påverkas räntan m m av budgetunderskottet?

från valutaregleringen. Eftersom processen genereras av förmögenhetsökning är det troligt att expansionen är starkare på placeringssidan än på upplåningssidan: det blir tendens till valutautflöde. Leder ett sådant utflöde i sin tur till en, om än aldrig så ringa, devalveringsförväntning skärps tendensen för placeringar att väga över upplåning. Utflödet ökar ytterligare.

När det i debatten talas om devalveringsrisk är det i regel en risk framkallad av en alltför stark inhemsk kostnadsökning som avses. Det är då en devalveringsrisk kopplad till bytesbalansutvecklingen. Men som vi ser finns alltså därjämte en risk direkt framkallad av statsskuldoökningen, och kopplad till kapitalbalansen.¹ Samtidigt står det klart att varje tendens till valutautflöde betingad av skev kapitalbalans i princip kan motverkas med räntehöjning. Genom att lägga den inhemska räntan tillräckligt mycket över den utländska kan valutautflöde hejdas och vändas till inflöde.

Den enda förutsägelse man någorlunda tryggt kan göra är därför att utvecklingen de närmaste åren kommer att präglas av en sökprocess där tendenser till valutautflöde, som korrigeras med räntehöjning, växlar med tendenser till valutainflöde åtföljt av revalveringsfunderingar, som korrigeras med räntesänkning. Helt kan man inte utesluta möjligheten att det vid något tillfälle faktiskt blir en måttlig revalvering åtföljd av ökad räntedifferens gentemot utlandet, eftersom man på en del håll i vår omvärld gärna ser att Sverige på detta sätt gör avbön för sina tidigare devalveringsförsyndelser. Men under ytan finns som ständig riskfaktor att den ökade statsskuldandelen framkal-

¹ Sammanhanget är välkänt från den s k "portföljansatsen" inom teorin för växelkurser och internationella kapitalrörelser.

lar ett valutautflöde som växer sig så stort att det blir svärbemästrat. Samtidigt måste det betonas att det är oerhört svårt att sätta sannolikhetstal för olika tänkbara utvecklingsvägar så snart det gäller skeendet på tillgångsmarknaderna. Extremfallet är som vi sett aktiemarknaden, där prognosverksamhet utan stöd av inside information är nära nog förspild möda. Men liknande svårigheter gör sig gällande även på andra tillgångsmarknader.

Hur stort är hotet?

Trots dessa svårigheter skall avslutningsvis ett försök göras att belysa eventuella riskfaktorers styrka. Vi kan börja med att återknyta till iakttagelsen att inhemsk statsskuld utanför riksbanken vuxit från ca 5 procent av den privata nettoförmögenheten vid årsskiftet 76/77 till ca 15 procent idag. Vi har sett att detta höjt räntor, marknadsvärden och förmögenheter. Däremot är det av olika skäl — flertalet redan diskuterade — vanskligt att yttra sig om styrkan av dessa effekter.

Det är nog en ganska vanlig bedömning att effekterna av underskotten hittills varit små. Man kan göra tankeexperimentet att det för sex-sju år sedan, då "underskottsepoken" började, hade stått helt klart att budgetunderskotten skulle bli så stora och ihållande som de faktiskt blivit. Troligen hade de flesta då gissat att effekterna skulle bli ännu starkare och tydligare, exempelvis nominalräntor på dansk 20-procentsnivå. Men även om effekterna bedöms vara begränsade hittills är det ju inte säkert att de blir begränsade i fortsättningen. Problem och risker kvarstår och ökar så länge statsskuldandelen ökar. Några sifferexperiment skall belysa detta.

Antag som utgångspunkt — föga mer än en gissning — att den privata totalförmögenheten kommer att stiga med 7

procent per år i dagsvärde, varav kanske ett par procent reallt och resten genom inflation. Antag vidare som ett första alternativ att budgetunderskottet ligger kvar kring 80-miljardnivån under de kommande åren. Om inte skatterna stiger mera markant innebär detta en icke obetydlig åtstramning av de vanliga statliga utgifterna, såväl nominellt som i synnerhet reallt, eftersom statens ränteutgifter samtidigt stiger. Upplåningen i riksbanken förutsätts bli oförändrat återhållsam och upplåningen i utlandet måttligare än 1983. Då kommer statsskuldandelen i den privata totalportföljen att växa från dagens ca 15 procent till ett maximum om ca 24 procent år 1993. Därefter börjar andelen sjunka till följd av att förmögenheten växer snabbare än statsskulden. Och låt vara att steget från 5 till 15 procent på 7—8 år inte lett till mera dramatiska effekter — att gå vidare från 15 till 24 procent på 9 år är onekligen ett ganska rejält ytterligare kliv.

Låt oss som andra alternativ ta fasta på långtidsutredningens plan för nerdragning av underskottet med 6 miljarder per år, men i övrigt hålla fast vid de gjorda antagandena. Vi får då ett maximumvärde för statsskulden om 20 procent (i stället för 24), vilket nås redan 1988 eller 1989. Statsskuldandelen drivs alltså upp från ca 15 till ca 20 procent på fem år. Onekligen blir riskfaktorn väsentligt lägre än i det förra alternativet.

Chansen att en underskottsutveckling som den av långtidsutredningen angivna skall fungera, framstår som någorlunda hygglig. Risker att den får ett bittert slut i krampaktiga försök att motverka investeringsutträngning med hjälp av vinster som sticker facket i ögonen, plus ett enerverande portföljbetingat valutautflöde som framtvingar devalvering, förefaller begränsad. Samtidigt är naturligtvis skadeverkningarna vid negativt utfall enorma. Den "förväntade skadekostnaden", definierad

som sannolikheten för negativt utfall gånger skadekostnaden vid sådant utfall, blir därför ändå stor. Skall man sätta ett betyg, eller snarare en etikett, på den förda politiken så passar följande bra: *låg riskaversion*.

Referenser

- Tobin, J., [1969], "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory". *Journal of Money, Credit, and Banking*, feb 1969.
- Werin, L., [1983], "Budgetunderskott, portföljval och tillgångsmarknader" i *Perspektiv på budgetunderskottet*, del 3. Liber/Allmänna Förlaget.