

Svar till Grassman:

Kostnaderna för utlandsupplåning

I nr 6 av Ekonomisk Debatt skrev jag en artikel "Första årets ekonomiska politik", där jag redovisade ekonomiska överväganden som legat bakom några viktiga åtgärder som regeringen vidtagit det senaste året. Jag redovisade också i

ett delavsnitt mina synpunkter på bytesbalansmålet och framförde därvid invändningar mot vissa argument som Sven Grassman (SG) framfört i ett antal artiklar i vilka han starkt pläderat för att Sverige inte behöver tveka att ta på sig stora

och växande underskott i bytesbalansen. I föregående nr av Ekonomisk Debatt svarade SG på denna kritik [Grassman 1977]. Jag skall här ta upp några av hans ekonomiska argument.

1. SG hävdar att bytesbalansunderskottet är kraftigt överskattat, restposten måste i stor utsträckning hänföras till bytesbalansen och jag har undvikit att beröra frågan om överskattningen av bytesbalansunderskottets storlek.

Min diskussion gällde om den ekonomiska politiken bör inriktas på att fortsättningsvis acceptera stora och växande underskott. En sådan principiell diskussion gäller naturligtvis rätt redovisade underskott — inte stora — enligt SG delvis statistiskt felredovisade underskott. Den principiella frågan bör skiljas från diskussionen om den ekonomiska statistikens kvalitet. Det finns anledning att i annat sammanhang ta upp till kritisk granskning SG:s beräkningar. Att jag inte behandlade den statistiska frågan betyder inte ett accepterande av beräkningarna. Bl a kan man inte använda skillnaden i utestående skulder och tillgångar mätt på flödena beroende på de värderingsprinciper som används när företagen räknar om tillgångar och skulder i utländska valutor till svenska kronor.

Självfallet är det angeläget att förbättra betalningsbalansstatistiken liksom annan central statistik som ligger till grund för den ekonomiska politikens utformning. Det är dock en överdrift att påstå att de osäkerhetsmarginaler som finns i bytesbalansstatistiken är av sådan storlek att de påverkar den ekonomiska politikens utformning. Lyfter man blicken från betalningsbalansstatistiken ser man alla andra indikatorer på att Sverige har en kraftig strukturell ojämvt i bytesbalansen med förlorade marknadsandelar på exportmarknaden, starkt stigande importbenägenhet, trendmässigt försämrat tjänstenetto etc.

2. SG söker i ett diagram empiriskt visa att lånekostnader för statliga lån inte har något samband med det ackumulerade underskottet i relation till BNP för ett antal länder. Att Sverige inte ännu har uppnått någon stor nettoskuld utgör en-

ligt SG ett argument för att Sverige skall acceptera stora och växande bytesbalansunderskott som ett medel att nå vissa mål. Om SG tror att lånekostnaden är oberoende av den finansiella ställningen borde argumentet om Sveriges obefintliga nettoskuld vara relativt ointressant.

I min artikel hävdade jag att den reala räntan på utlandsuplåningen är positiv och stiger om ett land fortsätter med stora och växande underskott under många år. I ett principdiagram angav jag lånekostnaden som en funktion av landets finansiella nettoställning gentemot utlandet satt i relation till BNP. Som jag framhöll i artikeln är dock många andra faktorer bestämmande för ett lands kreditvärdighet. Lika viktigt som nettoskuldens storlek i relation till BNP är *takten* i vilken denna nettoposition försämras samt även bedömningar av ekonomins framtida tillväxt. En försämring från en positiv finansiell nettotillgång på exempelvis 20 miljarder kronor till noll är lika allvarlig som en försämring från noll till minus 20 miljarder kronor. När man i den allmänna debatten talar om den ökande utlandsskulden är det denna försämring i den finansiella ställningen som man tänker på. Politikerna är inte — även om uttryckssätten ibland är oprecisa — fullt så vilseledda som SG vill göra gällande.

Vid en empirisk analys av lånekostnadsfunktionen måste man således utgå från flera variabler som mått på kreditvärdighet. Som en startpunkt för en undersökning mäter man spridningen i räntevillkoren, vilken uppenbart föreligger mellan olika länder. Denna spridning torde man sedan kunna förklara med hjälp av de faktorer som jag här nämnt. Låneräntan borde egentligen mätas som den genomsnittliga räntekostnaden på hela den utestående skulden. Den påverkas i hög grad av skuldstockens sammansättning: kommersiella krediter, utländska depositioner, privat och statlig upplåning, korta och långa krediter etc. Länder med stora och växande underskott har exempelvis svårt att klara hela upplåningen genom långa lån till fast ränta. De svaga underskottsländerna har tvingats finan-

siera underskotten i betydande utsträckning genom kortkrediter med rörlig ränta vilket har ställt sig dyrare och innebär större risker.

Man kan här anknyta till SG:s exempel med ett fast förräntat lån utan amortering som togs upp vid utgången av 1973 till 7 procent. SG visar omständligt att realräntan var -5 procent i genomsnitt under loppet av treårsperioden 1974—1976 vid en prisstegring på 12 procent per år. Låneräntan är dock för lågt räknad. Euro-dollarlån på sju år till fast ränta kostade — om de överhuvudtaget gick att få vid den tiden — 8,5 procent. Antar man i stället att ett sjuårigt amorteringsfritt dollarlån tagits upp till rörlig ränta som ändrades vid varje hel- och halvårsskifte hade den genomsnittliga låneräntan blivit 10 procent. Man får också komma ihåg att den starka prisstegringen hänför sig till helt övervägande del till år 1974, det år då oljeprisstegringen slog igenom på prinsnivån. Den negativa realräntan på mellan 2 och 3,5 procent under åren 1974—1976 betraktar jag därför som exceptionell.

3. SG hävdar att utlandsupplåningen inte kan bestämmas om man inte anger *om* och *när* utlandslånen skall amorteras. I ett räkneexempel antar han att inflationen är 5 procent och räntan 7 procent. Om lånet inte amorteras är realräntan -3,9 procent och om det amorteras på tio år är den 0,9 procent. Detta är fel och framkommer ur en missuppfattning av principerna bakom denna typ av finansiella kalkyler. Antar man att realräntan är 2 procent så är den 2 procent helt oavsett amorteringstakten. Man kan uttrycka det så att realräntan är den ränta som måste betalas för att realvärdet av skulden skall vara oförändrat.

En annan fråga är ifall Sverige måste amortera skulden eller inte. Man bör därvid observera att de nominella räntebetalningarna ingår i definitionen av bytesbalansen. Vid jämvikt i bytesbalansen kommer därför utlandsskulden att reallt amorteras i takt med den internationella prisstegringstakten. Att därutöver begära framtida överskott i bytesbalansen för en ännu snabbare real amortering kan komma att förefalla alltför ambitiöst. England anser dock det nödvändigt att använda de överskott som man räknar med att Nordsjöoljan ger till att återbetala en del av sina stora utlandsskulder: Deras mål före bytesbalansen är således att nå överskott under ett antal år framöver.

En rimlig minimimålsättning för Sverige är att realvärdet av utlandsskulden inte fortsätter att öka. I vilken utsträckning utlandsskulden på sikt skall amorteras eller ej beror på en rad förhållanden såsom de ekonomiska tillväxtförutsättningarna, kostnaderna för utlandslånen, förutsättningarna för att ta upp nya lån etc.

Avslutningsvis vill jag betona att diskussionen om kostnaderna för utlandsupplåningen endast berör en — om än viktig — aspekt av frågan om bytesbalansmålet för Sverige. Det centrala i min argumentering var att det var nödvändigt att på sikt uppnå jämvikt i bytesbalansen om Sverige skall uppnå prisstabilitet och snabb ekonomisk tillväxt.

Ekon dr *Lars Wohlin*
Ekonomidepartementet

Referenser

- Grassman, S., [1977], "Wohlin, utlandsaffärerna och den fjättrade mittenpolitiken", *Ekonomisk Debatt*, årg 5, nr 6
Wohlin, L., [1977], "Första årets ekonomiska politik", *Ekonomisk Debatt*, årg 5, nr 5