

## Realränta, riskpremie och inflationsförväntningar i Sverige

*Det är svårt att se något tydligt samband mellan förväntad och realiserad realränta i Sverige under 1900-talet. Realräntan har ofta blivit lägre än väntat, då inflationen överstigit förväntningarna. Samtidigt riktar nationalekonomer ofta intresset fel, då de studerar realräntan i snäv mening, skriver Klas Eklund. För placeraren är det den totala reala avkastningen – inklusive kursvariationer – som är intressant. Detta gör att realavkastningen på ett räntebärande instrument inte kan ses åtskild från volatilitet och riskpremie. I dag pekar de flesta prognoser på fortsatt höga reala avkastningskrav, både internationellt och – på grund av höga riskpremier – än mer i Sverige. När Riksgäldskontoret nu börjat ge ut realobligationer i ett läge där inflationsförväntningarna är låga och riskpremien på Sverige är hög, tvingas man därför betala höga reala räntor för att attrahera placerarna.*

Möjligheten att spara i en tillgång vars avkastning är skyddad från penningvärdets försämring borde attrahera en hel del placerare. Åtskilliga ekonomer har samtidigt rekommenderat staten att emittera reala instrument, eftersom detta anses ge trovärdighet åt inflationsbekämpningen. Både på utbuds- och efterfrågesidan tycks det således finnas förutsättningar för reala lån. Ändå har realränteinstrument varit ovanliga i Sverige. Inte förrän under det senaste året har Riksgäldskontoret börjat emittera realobligationer. Det har dock varit trögt före i portgången. Den första emissionen i fjol blev inte fulltecknad, och vid det nya försöket vintern 1995 var riksgälden tvungen att betala höga realräntor för att locka placerarna. Samti-

digt har de uppmätta realräntorna både på penning- och obligationsmarknaden legat extremt högt.

Denna artikel är ett försök att ge en analys av realräntan och de reala instrumenten i dagens svenska ekonomiska läge, och förklara varför räntan på de nya reallånen samt marknads realränta på vanliga nominella värdepapper hamnat så högt. En orsak är att placerarna också tar hänsyn till finansiell volatilitet, och att detta för närvarande ger höga riskpremier.

Artikeln inleds med en repetition av vad som menas med realränta och hur den bestäms. Därefter skisseras ett scenario för den kommande inflations- och ränteutvecklingen.

*Ekonom lic KLAS EKLUND är chef-ekonom i Skandinaviska Enskilda Banken.*

\* Jag vill tacka Lars Gunnar Aspman, Michael Bostrom, Anders Hjort, Björn Jonsson, Lars Jonung, Mats Persson, Tony Persson, Pernilla Strom och Olle Westring för synpunkter och hjälp.

## Realräntan i teorin

Med realränta menar vi relationen mellan nominalräntan och inflationen. Den reala räntan  $r$  är

$$r = (1 + n)/(1 + p) - 1$$

där  $n$  är den nominella räntesatsen och  $p$  inflationen, uttryckt i decimaler. För små värden på  $n$  och  $p$  kan uttrycket förenklas till

$$r = n - p.$$

Den enklaste definitionen av realränta är med andra ord skillnaden mellan den nominella räntan och inflationstakten. Här gäller det dock att hålla i sär

- realräntan *ex ante* – skillnaden mellan nominalräntan och den förväntade inflationstakten, och
- realräntan *ex post* – skillnaden mellan den faktiska nominalräntan och den faktiska inflationen, såsom denna uppmätts i efterhand.

De skiljer sig åt, av det enkla skälet att prognoserna för räntor och inflation vanligen blir fel. De olika realräntebegreppen har också delvis olika betydelse.

Realräntan *ex ante* är rimligen den viktigaste när det gäller beslut om framtida investeringar mm. Det finns en omfattande teoribildning om vad som styr realräntan *ex ante*, men ingen consensus om de olika variablernas tyngd. Grundläggande förklaringar som brukar anföras är ekonomins öppenhet, utbud och efterfrågan på krediter och hushållens sk tidspreferens.

- Tidspreferens innebär att människor vanligen föredrar konsumtion i dag framför i morgon. Därför är de villiga att betala ränta för att kunna låna och konsumera i dag; på samma sätt krävs en positiv ränta för att få placera att låna ut och avstå från konsumtion.
- Resonemanget förstärks om ekonomin växer över tiden. Om marginalnyttan av en växande konsumtion är avtagande, är det naturligt att människor

vill betala ränta för att flytta konsumtionen från framtiden till i dag.

- Tillväxt kräver investeringar, som ger avkastning. Om kapitalmarknaden fungerar, kommer det att finnas ett långsiktigt samband mellan denna avkastning och realräntan. Snabbare tillväxt och högre avkastning bör enligt detta synsätt medföra högre realränta.

Detta ger slutsatsen att realräntan *ex ante* normalt bör vara positiv. Vissa teorier har sökt konstruera en "gyllene regel" enligt vilken den reala räntan över tiden bör överensstämma med ekonomins tillväxttakt.<sup>1</sup> Över mycket långa tidsperioder – flera decennier – kan man med god vilja möjligen urskilja ett sådant samband (se nästa avsnitt). Som prediktor för en medelfristig period räcker detta emellertid inte långt. I praktiken är det förväntat utbud och efterfrågan på krediter och sparande över de kommande åren som avgör realräntan *ex ante*. Stort utbud på sparande (eller låg efterfrågan) ger låg förväntad realränta och vice versa.

Utbudet och efterfrågan på krediter påverkas av långsiktiga faktorer, såsom befolkningens ålderssammansättning, den offentliga sektorns finanser och skattesystemet; det handlar t ex om hur pensionssparandet organiseras och beskattas och hur sparandet fördelas mellan hushåll och stat. Men utbud och efterfrågan växlar också med konjunkturen. I högkonjunktur stiger efterfrågan på krediter för investeringar och därmed trycks realräntan uppåt. I lågkonjunktur faller vanligtvis realräntan.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Phelps brukar namnas som den moderne fadern till teorin, men den har anor tillbaka till Wicksell och Bohm-Bawerk.

<sup>2</sup> Detta är dock en förenkling. I verkligheten beror genomslaget på vaxelkursregimen och penningpolitiken. Vid fast vaxelkurs och stabila nominella räntor är det således möjligt att inflationen sjunker under lågkonjunktur och stiger under högkonjunktur på ett sätt som gör att realräntan rör sig åt andra hållet.

För en sluten ekonomi avgörs realräntan på den inhemska kapitalmarknaden. För en liten öppen ekonomi som kan låna på världsmarknaden och vars sparande också kan placeras utomlands spelar den internationella kapitalmarknaden en stor roll. Den internationella realräntan – som beror på utbud och efterfrågan på sparande på den internationella marknaden – påverkar realräntan i det enskilda landet. Den internationella realräntans genomslag beror dock på växelkursregimen.

- Vid *fast växelkurs* bestäms såväl den nominella räntan som inflationstakten<sup>3</sup> av omvärlden. Höga nominella räntor skapar, allt annat lika, valutainflöde som efter hand pressar ned räntan. Låga räntor ger valutautflöde och därmed tryck uppåt på räntorna. Hög inflation ger misstro mot valutan, vilket ger en devalveringspremie och driver upp räntan. Låg inflation stärker valutan och sänker räntan. Skall valutakursen verkligen vara fast måste därför länderna med inbördes fasta växelkurser sträva efter samma inflationstakt. Det betyder att också realräntan i det enskilda landet på lång sikt anpassar sig till realräntan i valutaområdet i stort. Det bör dock påpekas, att processen är trög och att realräntorna ofta skiljer sig åt även mellan länder med fast växelkurs.<sup>4</sup>

- Vid *rörlig växelkurs* gäller att realräntan ex ante i det enskilda landet kan avvika från den i andra länder om detta kompenseras av den förväntade reala växelkursförändringen. En nation kan ha lägre realränta än andra om valutan väntas apprecieras, och vice versa.

Sammanfattningsvis kan vi säga att realräntan ex ante i en liten öppen ekonomi med rörlig växelkurs – som Sverige – avgörs av den förväntade realräntan i omvärlden samt av den väntade reala växelkursförändringen. I "normala" fall torde realräntan vara positiv, p g a ekonomisk tillväxt och tidspreferens.

Tyvärr är det svårt att empiriskt mäta realräntan ex ante över längre perioder. Vi vet inte vilka prognoser som de relevanta aktörerna gjort vid olika tidpunkter. Däremot finns sporadiska serier över inflationsförväntningar, och med dem som bas kan man försöka att med ekonomiska metoder "i efterhand" rekonstruera den förväntade realräntan. Amerikanska forskare (Summers [1981]) har mätt den nominella räntans anpassning till den långsiktigt förväntade inflations-takten och därmed residuellt via den sk Fisher-ekvationen fått fram något som skulle kunna kallas den förväntade realräntan. Resultatet är att den under första hälften av 1900-talet i USA var tämligen stabil, och att den i genomsnitt uppgick till knappt 4 procent.

På S-E-Banken har vi använt samma metod på svenska data och fått likartade resultat. Den förväntade realräntan i Sverige har under 1900-talet i genomsnitt uppgått till drygt 4 procent. Utvecklingen har varit ganska stabil, med först en långsiktigt sjunkande trend, och under efterkrigstiden stigande, dock med ett dopp under 1970-talet. Metoden är emellertid svårtolkad – resultaten beror på vilka antaganden som görs om snabbheten i anpassningen – och det förekommer brott i tidsserierna. Resultatet är därför osäkert.<sup>5</sup>

<sup>3</sup> Om man ska vara noga, är det egentligen inte inflationstakten mätt med KPI som utjämnas, utan priserna på de varor som går i internationell handel.

<sup>4</sup> Det kan finnas en rad faktorer som gör att realränteparitet inte råder i verkligheten: ineffektivt fungerande marknader, osäkerhet om den politiska utvecklingen i de olika länderna, etc.

<sup>5</sup> För svenskt vidkommande förrycks också utnyttjandet av Fisher-ekvationen dels av den långa historien med ränteregleringar, dels av höga marginalskatter på ränteintäkter; se Jonung [1976].

## Uppmätt realränta ex post

Realräntan ex post går lättare att mäta. Det finns dock ingen allmänt accepterad metod. Olika inflationsmått respektive nominella räntor kan användas. Så kan t ex realräntan på en tioårsobligation beräknas i efterhand som skillnaden mellan nominalräntan å ena sidan och inflationen under hela den följande tioårsperioden. Den kan också beräknas årligen, utifrån årets inflationstakt eller månatligen, utifrån löpande månadssiffror. Valet av beräkningsgrund beror naturligtvis på placerarens placeringshorisont.

Det vanliga är att dra den årliga inflationen från nominalräntan. När nationalekonomer talar om uppmätt realränta är det vanligen detta de avser. Det måttet är emellertid inte särskilt relevant för placeraren, eftersom det inte tar hänsyn till instrumentens *duration*, d v s hur priset (och därmed den totala avkastningen) förändras då marknadsräntan förändras. Som vi strax skall se, får detta stor betydelse.

Om vi inledningsvis ändå håller oss till det traditionella måttet – nominell ränta minus årlig inflation – finner vi att realräntan ex post i genomsnitt under 1900-talet hållit sig runt den nivå som den "gylene regeln" postulerat, men att den samtidigt fluktuerat kraftigt kring denna nivå.<sup>6</sup> Orsaken anges vanligen vara att inflationen svängt mer än förväntat, medan de nominella räntorna – åtminstone tidigare – ofta rört sig trögare.

*Figur 1* visar nominell obligationsränta och inflation i Sverige under 1900-talet. Där syns tydligt de stora svängarna i inflationen, liksom den – bortsett från de allra senaste åren – stabila nominalräntan. *Figur 2* visar realräntan, beräknad som skillnaden mellan de båda kurvorna i *Figur 1*. Realräntan ex post tycks även i Sverige ha varit betydligt mer volatil än realräntan ex ante. Svängningarna hänger samman med rörelser i inflationen. Under storkrig drivs inflationen upp, vilket ger negativa realräntor under några år. Fallande priser

efter första världskriget orsakade på samma sätt en rekyl i form av extremt höga realräntor.

En viktig insikt är att den realiserade realräntan normalt har legat under den förväntade. Medelvärde för realräntan ex post under hela perioden är 2,5 procent; under den senaste 20-årsperioden har det varit något högre, ca 3,1 procent per år i genomsnitt. Innebördens är att inflationen ofta blivit högre än väntat och därmed reducerat den förväntade realräntan. Någon tydlig relation mellan realiserad och förväntad realränta går inte att urskilja.

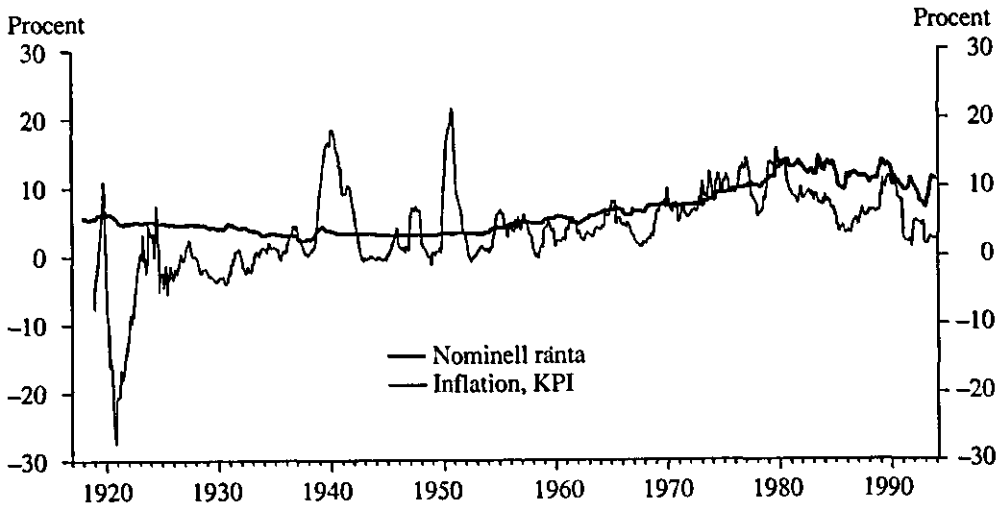
1970-talets negativa realräntor i Sverige kan i detta sammanhang intuitivt tolkas som ett resultat av att inflationen gradvis steg under ett par decennier (på grund av keynesiansk expansionspolitik) och sedan fick en oväntad kick upp (genom oljekrisen), medan nominalräntorna anpassade sig trögare uppåt. Det tog tid för marknadens aktörer att anpassa sina förväntningar till den högre inflationen och justera upp räntorna. En orsak till denna tröghet var regleringar, såväl av den inhemska kreditmarknaden som av valutan. Den höga inflationen gjorde emellertid den fasta växelkursen ohållbar. Ett antal devalveringar drev upp inflationen ytterligare och undergrävde förtroendet för valutan, varvid nominalräntorna pressades upp.

Detta var en orsak till 1980-talets höga realräntor. Inflationen dämpades under decenniet, delvis till följd av en mindre inflationistisk omvärld. Bristande trovärdighet och fortsatt höga devalveringspremier – i en allt mer avreglerad värld – höll dock uppe nominalräntorna årtiondet ut. Därmed blev 1980-talet ett årtionde med höga realräntor.

I detta avseende liknar Sverige andra

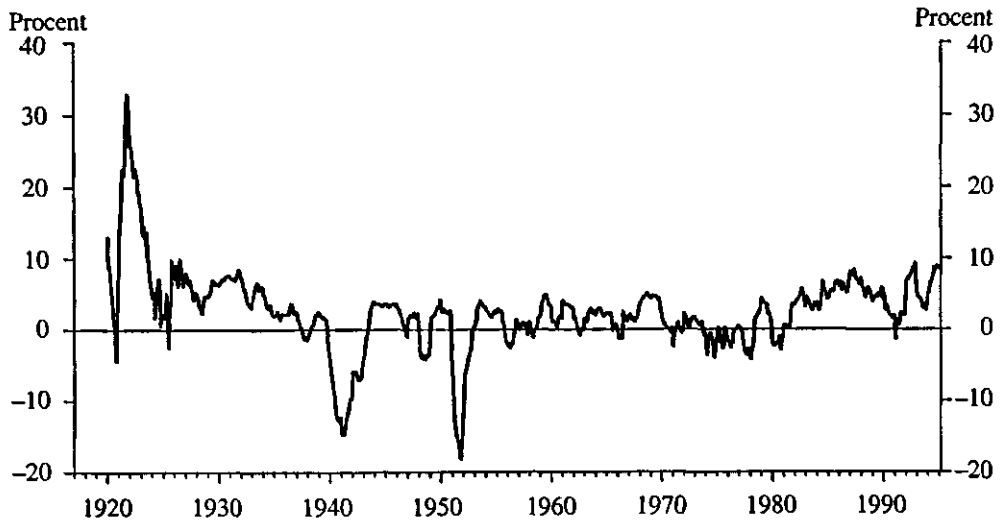
<sup>6</sup> I den citerade artikeln av Summers varierade tioårsgenomsnittet för realräntan ex post mellan minus 4 och plus 10 procent!

Figur 1 Nominell 10-årig obligationsränta och inflation 1918–1994.



Källa: Skandinaviska Enskilda Banken, WEFA, Lunds universitet.

Figur 2 Realränta ex post 1918–1994 för 10-årig obligation.



Källa: Skandinaviska Enskilda Banken, WEFA, Lunds universitet.

länder. Flera västländer hade låga (eller negativa) realräntor under 1970-talet och betydligt högre under 1980-talet. Tre faktorer brukar framhållas som skäl till detta:

1. Inflationserfarenheterna var likartade i många länder. Under 1970-talet blev inflationen högre än väntat, vilket höll nere realräntan, och under 1980-talet

dröjde det innan marknaden insåg att inflationsbekämpningen i de stora länderna verkligen lyckades pressa tillbaka inflationen. Det gav höga realräntor.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Tyskland var ett undantag, och det är notabelt att de tyska realräntefluktuationerna fram till återföreningen var mindre än i andra västländer.

2. Tillväxten dämpades i västvärlden som helhet under 1970-talet men tog fart igen under 1980-talet. Detta bör ha påverkat efterfrågan på krediter.
3. Sedan mitten av 1970-talet har statsfinanserna i västvärldens länder trendmässigt försvagats; under slutet av 1960-talet och början av 70-talet hade OECD-området offentliga sparöverskott på ca 3 procent av BNP, men under början av 90-talet hade detta överskott förvandlats till ett underskott på 2–3 procent av BNP. Därmed har nettoutbudet av sparande minskat, vilket kan ha bidragit till högre realräntor.

Sveriges reala räntor har således rört sig på ungefär samma sätt som realräntorna i andra västländer de senaste decennierna. Det är vad vi borde förvänta, eftersom svensk ekonomi har blivit allt mer integrerad i den internationella kapitalmarknaden. Realräntorna i västländerna har dessutom det senaste årtiondet rört sig mer synkroniserat än tidigare; något som rimligen beror på den tilltagande integrationen och de allt rörligare kapitalmarknaderna. Svängarna under 1990-talet har dock varit större i Sverige än i de flesta andra länder. Detta återspeglar delvis Sveriges dåliga *track record* med hög inflation och upprepade devalveringar. Misstron mot Sverige har bestått, vilket givit höga nominella räntor även vid fallande inflation och därför extremt höga realräntor ex post.

### Inflationsförväntan och riskpremie

Vari består denna misstro, och varför ger den så höga realräntor? Under 1994 låg inflationen (KPI) runt 2,5 procent. De nominella obligationsräntorna steg däremot från ca 7 till ca 11 procent. Det innebär att den reala obligationsräntan – definierad på enklaste, traditionella sätt – under 1994 nådde 8 procent.

En tolkning är att den förväntade inflationen stigit kraftigt, så att marknaden tror

att inflationen kommer att urgröpa realräntan framöver. Är alltså en hög realränta ex post i dag helt enkelt en stormsvala, som förebådar högre inflation?

Så enkelt är det inte. Nominalränteuppgången våren och sommaren 1994 var internationell och utlöstes av Federal Reserves styrräntehöjning i februari 1994. Att den svenska uppgången blev starkare än i de flesta länder har många bedömare velat förklara med att underskottet i statsfinanserna drev upp inflationsförväntningarna. Länken mellan budgetunderskott och inflation är dock inte klar. Om stora underskott finansieras med sedelpressarna ger det visserligen på sikt inflation. Men under 1994 slutade budgetunderskottet växa, samtidigt som inflationen var låg och Sverige röstade ja till ett EU-medlemskap, vilket i sin förlängning försvårar inflationsfinansiering av underskottet. Det är med andra ord svårt att se vilken ny information rörande budgetunderskottet som under våren 1994 skulle fått inflationsförväntningarna att raka i höjden så kraftigt att det kan förklara en så stor räntestegring.<sup>8</sup>

Det är intellektuellt och teoretiskt otillfredsställande att förklara den nominella räntestegringen med allmän misstro mot Sverige. Likväl kan tidigare inflation, politisk osäkerhet under valår, flytande växelkurs och osäkerhet om den framtida finans- och penningpolitiken sammantaget medföra att *riskpremien* på Sverige ökar utan att det behöver avspegla sig i någon motsvarande stegring av inflationsförväntningarna *per se*.

En sådan riskpremie i den nominella räntesättningen grundas på olika faktorer:

<sup>8</sup> Man bör dessutom notera, att uppgången under 1994 följde på en stark nedgång under loppet av 1993. Mätt som årsgenomsnitt steg tioårsräntan mellan 1993 och 1994 bara med 1,2 procentenheter (från 8,5 till 9,7 procent). Det är måhända nedgången 1993 som tarvar en förklaring; det kanske var den som var överdriven och därmed bäddade för den starka rekylén uppåt 1994?

- att volatiliteten i inflationen väntas bli stor,
- att kreditrisken ökar (att Konungariket i förlängningen inte kommer att honorera sina åtaganden),
- att valutan kommer att vara volatil,
- att marknaden väntas vara illikvid, och
- att osäkerheten om den ekonomiska politiken kommer att vara stor.

Man kan således inte omedelbart tolka skillnaden mellan nominella och reala räntor ex post eller den snabba stegringen av den uppmätta realräntan ex post som uttryck för genomtänkta och rationella inflationsförväntningar hos marknadsaktörer. En stor del av skillnaden bör i stället tolkas som ett uttryck för osäkerhet om framtiden. I tider av volatilitet kan denna riskpremie bli betydande – i synnerhet om man tar hänsyn till att ett ökande antal placerare inte ämnar behålla obligationen under hela löptiden (och till att portföljförvaltarna ofta utvärderas löpande, på ganska kort sikt). Placerarna blir därför allt mindre definerade av realräntan i sig, så som den definierats ovan. De ser i stället till durationen.

Detta är viktigt, och förbises ofta av makroekonomer. För placeraren är inte realräntan i sig så upphetsande. Vad som är intressant är den *totala* kapitalavkastningen – inklusive real ränta, växelkursförändring samt kursförändring på obligationen. Om denna totala avkastning mäts, finner vi att den visar en mycket större volatilitet än den traditionella realräntan. *Figur 3* och *Figur 4* visar dels realräntan ex post för tioåriga obligationer de senaste 30 åren mätt som rullande femårsavkastning respektive årlig avkastning, dels hur den ter sig om också obligationens kursförändring inkluderas.<sup>9</sup>

Tre intressanta slutsatser framträder.

- Skiftet från låga till höga realräntor mellan 1970- och 80-tal syns ännu tydligare om kursvariationerna inkluderas.
- Avkastningsmättet är mer volatil än det traditionella realräntemättet. Till

yttermera visso har volatiliteten tilltagit de senaste tio åren.

- Ju kortare period vi mäter, desto högre blir volatiliteten. Ju kortare tid placeraren behåller obligationen, desto större real risk löper han.

Detta är viktigt. De stora kursrörelserna, och inte minst 1994 års internationella obligationskrasch, har fått placerarna att närmare studera risk och volatilitet på de nationella obligationsmarknaderna. I allt högre grad har de under senare tid sökt undvika volatilitet och dra ned sin risk, inte minst efter det att den mexikanska krisen vintern 1995 satt den politiska risken i fokus. Mycket tyder på att placerarna blivit allt mer riskaverta. Det betyder att de granskar volatila och riskfyllda placeringar med större misstro än tidigare. Den höga svenska volatiliteten är därför sannolikt en faktor som bidragit till de stigande nominalräntorna, genom att den föranlett placerarna att kräva en högre riskpremie på placeringar i Sverige.

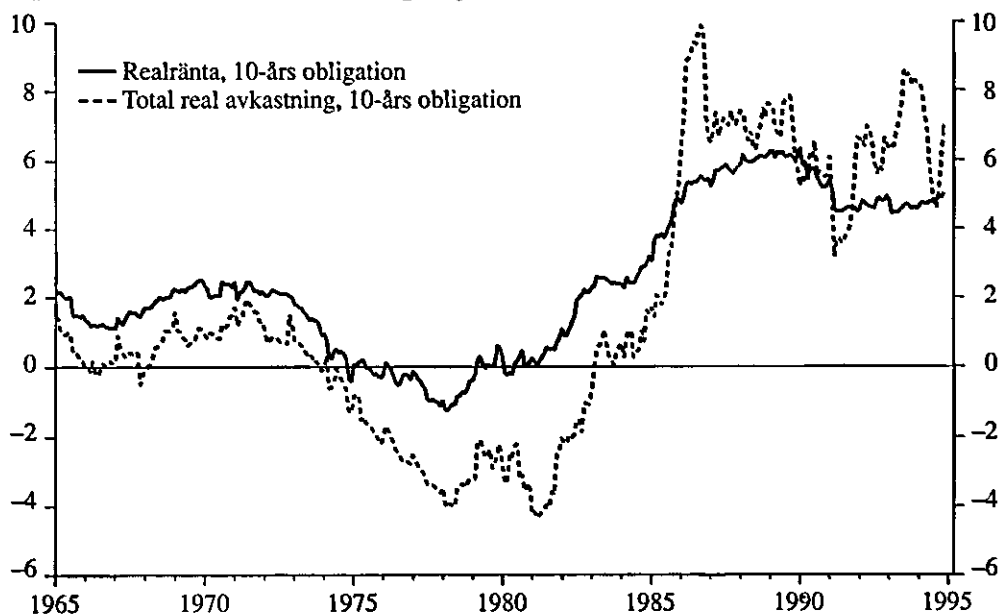
## Den internationella realräntan

Så långt teorin. Det som avgör placerarnas intresse för reala låneinstrument är vilka prognoser de gör för nominella räntor, inflation och volatilitet. En prognos för Sverige måste i sin tur utgå från en analys av den internationella utvecklingen, och där efter diskutera i vilken grad Sverige kan avvika från denna, dels vad gäller de traditionella realräntemåtten, dels vad gäller volatilitet och riskpremie.

Utrymmet tillåter inte någon noggrann genomgång. Låt mig här bara skissa ett scenario. Den dominerande uppfattningen bland bedömare på de internationella marknaderna är att realräntan fortsätter att ligga högt de kommande åren.

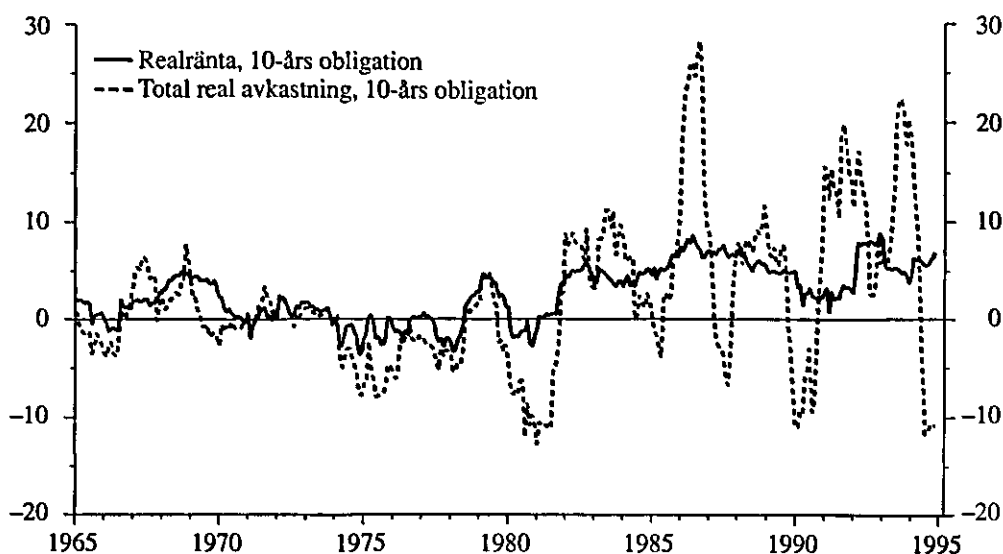
<sup>9</sup> Ett rakt durationsmått har använts. Observera att valutakursförändringar inte ingår. Skulle även dessa inkluderas, blir volatiliteten ännu större.

Figur 3 Rullande 5-årsavkastning ex post.



Källa: Skandinaviska Enskilda Banken.

Figur 4 Rullande 12-månadersavkastning ex post.



Källa: Skandinaviska Enskilda Banken.

Till detta bidrar både strukturella och konjunkturella faktorer. Först de strukturella:

- Hushållssparandet sjönk i de flesta västländer – inte minst USA – under 1980-talet. Olika bedömningar finns

huruvida sparandet kommer att stiga igen eller förbli lågt. Höga realräntor talar för att det efter hand segar sig upp. Dock finns en risk att hushållssparandet minskar i andra länder, som inte hunnit



lika långt i den finansiella avregleringsprocessen (Italien, Spanien, Japan och Tyskland).

- I hela västvärlden åldras befolkningen, vilket får många att tro att hushållssparandet minskar. Detta är dock inte säkert. För det första dröjer det innan antalet riktigt gamla pensionärer växer starkt. Det närmaste decenniet är det framför allt gruppen medelålders som ökar – och de har hög sparkvot. För det andra: Om ökade offentliga utgifter för pensioner och sjukvård också medför svagare statsfinanser, kanske de aktiva hushållen reagerar förebyggande genom att öka sitt sparande.
- Budgetunderskotten har trendmässigt ökat över varje konjunkturcykel sedan oljekriserna. Såväl OECD som IMF har hävdad att de strukturella budgetunderskotten är en avgörande faktor bakom de höga realräntorna. Nu väntas underskotten sjunka under konjunkturuppgången, men enligt OECD finns risk att de inte sjunker tillräckligt för att statsskulden skall plana ut.<sup>10</sup>
- Många bedömare har hävdad att kommunismens kollaps skulle skapa våldsam efterfrågan på högvakastande, riskfyllda investeringar i Öst. Hittills har dessa inte fått tillnärmelsevis den omfattning som förutspått. De lär dock växa under kommande år.
- Också de snabbväxande ekonomierna i Asien kommer, menar många, att kräva stora investeringar. Effekterna på realräntan dämpas dock av att hushållen där normalt har en mycket hög sparkvot, och att de asiatiska kapitalmarknaderna utvecklas så att detta sparande i växande omfattning slussas till investeringar.<sup>11</sup>
- I vårt närområde Västeuropa finns förhoppningar att 1990-talet kommer att medföra högre tillväxt och investeringar än 1980-talet. EUs inre marknad bör i en uppåtgående konjunktur kunna ge en del av de dynamiska effekter som förutspått.

Slutsatsen av det strukturella resonemanget om utbud och efterfrågan på sparande är att den internationella realräntan kommer att ligga högt även under resten av 1990-talet. Till detta kommer den konjunkturella utvecklingen. Åtminstone under de båda närmaste åren torde den internationella ekonomiska tillväxten vara god. Samtidigt medför stora budgetunderskott och inflationsbekämpning en stram penningpolitik i de viktigaste länderna, i synnerhet i Europa. Det håller uppe realräntan.

De internationella realräntorna har, som tidigare framgått, blivit mer likartade på grund av integrationen. Den processen lär fortsätta. Valutareglerna i alla de viktiga länderna har avskaffats och lär inte återinföras. De fria kapitalrörelserna kommer således att bestå och flödena att öka, vilket innebär att det utjämnande trycket mellan olika länders realräntor består eller t o m skärps. Integrationen på kapitalmarknaderna har också följts av stor volatilitet – valutakriserna 1992–93 och obligationskraschen 1994 är de tydligaste exemplen. Dollarns svaghet, kraschen i Mexico, fruktan för systemkriser i derivat handeln, den politiska oron i svaga länder som Italien och liknande faktorer har fortsatt att skapa stor nervositet. Under senare tid har ett dominerande inslag på de globala finansmarknaderna därför varit att många placerare sökt minska sin risk.

Slutsatsen blir att den internationella realräntan inklusive riskpremien under resten av 1990-talet lär fortsätta att vara högre än genomsnittet under tidigare decennier. Den kan mycket väl bli 5 procent

<sup>10</sup> Se tex *OECD Economic Outlook*, December 1994. Projektionen är dar att OECD-ländernas samlade statsskuld kommer att fortsätta att växa som andel av BNP de närmaste åren, trots konjunkturuppgången, från 68 procent av BNP 1993, 71 procent 1994 och 73 procent 1995 till 74 procent 1996.

<sup>11</sup> Se *The Economists* bilaga om asiatiska kapitalmarknader, 12 november 1994.

de båda närmaste åren, under konjunkturuppgången. Därefter kan den internationella realräntan för resten av decenniet stanna vid 4,5 procent.

## Den svenska realräntan

Den tilltagande finansiella integrationen medför att Sverige svårigen kan ha reala obligationsräntor under omvärldens nivå; det skulle medföra utflöde av kapital.<sup>12</sup> Den internationella realräntenivån utgör därmed ett golv för den svenska.

Kan inhemska faktorer tänkas driva upp den svenska reala räntenivån över den internationella? I debatten hävdas ibland att tex ett lågt sparande skulle kunna förorsaka detta. Men eftersom Sverige är en del av den avreglerade internationella kapitalmarknaden med möjligheter att låna utomlands bör inte sådana faktorer ge högre svensk realränta. För övrigt har samhällssparandet efter finanskrisen äntligen kommit upp på normal västeuropeisk nivå. Ökad optimism kan medföra att det åter faller tillbaka något, å andra sidan talar de statsfinansiella problemen och behoven att åtminstone delvis privatisera socialförsäkringarna för att det inte når ned till tidigare låga nivåer. De stora fyrtiotalsskullarna går nu dessutom in i sin mest sparbenägna ålder.

På efterfrågesidan finns inget som talar för att tex investeringarna i Sverige skulle påverka realräntan i förhållande till omvärlden. De stora företagen är helt integrerade på de internationella kapitalmarknaderna, och de mindre kommer allt mer att bli det, via internationaliseringen av det finansiella systemet.

Vad som talar för att Sverige även framgent kan få en problematiskt hög realränta, också i förhållande till andra länder, är snarare fortsatt hög riskpremie; detta som en följd av det politiska och statsfinansiella läget. Budgetunderskottet är visserligen på väg ned, och enligt vad som hävdas i nästa avsnitt är det inte troligt att det kommer att finansieras via sedelpres-

sarna. Ändå ser nervösa placerare alltid risken att budgetproblem skapar politisk oro och att politikerna frestas att genomföra effektivitetshämmande skattehöjningar. När den internationella utvecklingen är orolig och placerarna blir mer riskaverta, drabbar detta, som tidigare framhållits, placeringar i länder som ses såsom särskilt riskfyllda. Sverige är uppenbarligen ett sådant land. Sveriges dåliga *track record* och höga ränte- och valutavolatilitet i kombination med osäkerheten om hur statsskulden politiskt hantteras kommer därför att lägga en extra riskpremie på Konungariket under överskådlig tid.

Internationella studier (Tease m fl [1991]) visar, att länder som genomgått en desinflationsprocess fått leva med hög realränta (5–6 procent) under ett antal år. Det tycks finnas en stor tröghet och ta betydande tid att återvinna det förtroende som krävs för att reducera realräntan (inklusive riskpremien). En lägre riskpremie är något som måste förtjänas. "The proof of the pudding is in the eating"; det räcker inte med goda avsikter, deklARATIONER eller ens beslut. Placerarna måste se att nationen i fråga under en längre period verkligen har lyckats i sina föresatser.

Slutsatsen blir att Sverige kommer att leva med fortsatt höga reala räntor ett antal år framöver. Med ett internationellt golv på 4,5–5 procent hamnar realräntan – inklusive riskpremien – i Sverige runt 6 procent. I år, i efterdyningarna av deflationen och med fortsatt osäkerhet om statsskulden på sikt, lär vi hamna ännu högre.

Realräntan i Sverige under de kommande åren blir därmed inte lika extremt hög som den var under 1994, men betydligt högre än det historiska genomsnittet. Om

<sup>12</sup> Om inte räntedifferensen långsiktigt kompenseras av en reall apprecierande krona, vill säga. I dagsläget, med den förhärskande synen på Sverige, ligger detta dock icke i marknadens förväntningar.

den ekonomiska politiken efter hand reducerar den svenska riskpremien, och om ett antal år med låg inflation till slut övertygar marknaden att läget stabiliserats, kan realräntan under senare delen av 1990-talet komma ned mot den internationella nivån, runt 4,5 procent.

## Den framtida inflationen

Realräntan ex post kan naturligtvis också bli lägre, om inflationen oväntat stiger och om de nominella räntorna anpassar sig långsamt till en sådan, högre inflation.

Ingetdera förefaller i dag särskilt troligt. Det är visserligen svårt att göra inflationsprognoser. Svensk ekonomi har de senaste åren genomgått våldsamma kast, där en rad av de faktorer som påverkar inflationen radikalt ändrat karaktär. Det gäller växelkursregimen, arbetsmarknaden, prisbildningen i viktiga sektorer, etc. Tio-tusen kronorsfrågan är huruvida dessa systemförändringar kommer att bestå, eller om svensk ekonomi kommer att falla in i gamla dåliga inflationsvanor igen.

Också den analysen faller utanför ramen för denna artikel. Här kan bara konstateras, att den dominerande synen på de finansiella marknaderna i dag är att inflationen kommer att krypa uppåt under konjunkturuppgången, men att tillräckligt mycket av de inflationshämmande krafterna kommer att finnas kvar för att hålla inflationen på en betydligt lägre nivå än under 1980-talet. Orsakerna är flera:

- Svensk ekonomi är för närvarande dual. Kostnaderna stiger i exportindustrin, men efterfrågan på hemmamarknaden är låg och håller nere kostnadsstegringens genomslag i konsumentledet.
- Lönebildningen blir mer decentraliserad än tidigare, samtidigt som arbetslösheten är betydligt högre.
- Ett antal viktiga inflationshärddar hålls tillbaka. EU-medlemskapet bromsar matpriserna och krisen i byggsektorn

håller tillbaka bygg- och bokostnaderna.

De främsta hoten mot en låg inflation ligger i lönebildningen samt i fortsatt stora budgetunderskott, som håller uppe misstron mot Sverige på de internationella marknaderna, trycker ned kronan och ger importerad inflation.

Budgetunderskottet i sig är dock inte nödvändigtvis inflationsdrivande. En öppen och avreglerad ekonomi som den svenska kan inte inflatera bort statsskulden, eftersom en stor del av densamma är denominerad i utländsk valuta, och eftersom varje försök att göra det omedelbart skulle mötas av höjda obligationsräntor. Avregleringarna har inneburit att nominalräntorna inte längre är så trögörliga som förut.<sup>13</sup> Dessutom innebär EU-medlemskapet att penningmängdsfinansiering av underskottet försvåras (formellt blir det tom förbjudet). Som EU-medlem måste Sverige lägga fram sk konvergensprogram. Vinner inte dessa förtroende, riskerar vi att de andra medlemsländerna skärper trycket på oss; en sorts "grimma" kommer med andra ord att sättas på Sverige vad gäller finanspolitiken.

Allt detta leder till slutsatsen att vi får en långsam uppgång av den svenska inflationen under 1995 och 1996, i takt med att konjunktoren förstärks. Om vi antar en "normal" konjunkturcykel skulle toppen

<sup>13</sup> Fortfarande resonerar dock åtskilliga som om möjligheten att förbättra statsfinanserna via inflation stod öppen. I en nyutkommen uppsats av Persson m fl [1995] havdas, att en oväntad, kraftig uppgång av inflationen från 2 till 12 procent visserligen knappast skulle hjälpa mot statsskulden, men att den ändå, på grund av den delvisa indexeringen av skatter och transfereringar, skulle kunna reducera det löpande budgetunderskottet med flera tiotals miljarder. Deras analys bygger dock på föreställningen att det skulle ta upp till två år för nominalräntan att anpassa sig till en sådan inflationschock. I verkligheten skulle det gå blixtnabbt.

nås 1996–97. Inflationstoppen kommer då att ligga högre än den tyska, men betydligt lägre än vad vi tidigare varit vana vid. Sverige kommer i så fall att gå in i nästa lågkonjunktur med en inflation, som gradvis dämpas ned mot den tyska; en process som drivs på av att vi samtidigt också mer och mer börjar anpassa oss till en fastare växelkurspolitik inom ramen för EU.

Visst finns risken att detta scenario slår fel, och att den svenska inflationen än en gång börjar stiga kraftigt gentemot den tyska. Emellertid lär detta inte påverka slutsatserna ovan om en hög svensk realränta. Till skillnad från tidigare decennier är den svenska räntan numera avreglerad, liksom valutan. Det betyder att marknaden snabbare reagerar på inflation; de nominella räntorna ligger inte passivt kvar, som under regleringstiden. Jag är därför övertygad om att vid minsta tecken på ett svenskt återfall i högre inflation, så kommer kronan att falla eller obligationsräntan att stiga – eller båda delar. Det mest sannolika är faktiskt att räntan stiger *innan* inflationen börjar röra sig; detta eftersom placerarna nervöst granskar alla indikatorer på kommande inflation och blixtnsabbt reagerar – några skulle säga överreagerar – på minsta tecken på prisstegringar. Det blir därför svårare för högre inflation att via trögrörliga nominalräntor sänka realräntan *ex post*. I själva verket finns mycket som talar för att en högre svensk inflation kan ge *högre* realräntor, nämligen om den höjer riskpremien på Sverige.

## Slutsats

Osäkerheten i ovanstående analys är uppenbar. Det gäller både realränteprognosen, inflationsscenarioet och diskussionen om den politiska risk- och volatilitetspremien.

Även så faller några viktiga slutsatser ut. *För det första* att den marknadsbestämda realräntan inklusive riskpremien ligger kvar på hög, om än gradvis sjun-

kande, nivå. *För det andra* att inflationen blir betydligt lägre än den var på 1980-talet. *För det tredje*: om inflationen stiger över marknadens förväntningar, lär de nominella räntorna reagera snabbt och hålla uppe såväl riskpremie som realränta.

Detta skapar ett hårt tryck på den ekonomiska politiken att reducera riskpremien på Sverige och därigenom få ned realräntan. Osäkerheten om detta skall lyckas – liksom om det svenska politiska systemets förmåga – hur under inledningen av 1995 bidragit till att hålla uppe realräntan och förklarar också varför räntan hamnat så högt på de nya realobligationerna.

En realobligation som ger sin ägare en garanterad real avkastning efter ett visst antal år kan vara utomordentligt intressant för den riskaverte, som vill vara säker på att disponera ett visst reallt belopp just då. Vissa pensionsfonder, försäkringsbolag – kanske t o m hushåll – bör vara givna köpare. De kan också acceptera en något lägre realränta på en sådan tillgång än den som marknaden ger på vanliga nominella placeringar; detta eftersom realobligationen medför en garanterad nivå på den reala räntan. Men för den placerare som tror på analysen ovan, dvs att marknadens realränta (inklusive riskpremien) kommer att vara hög, blir en realobligation inte så attraktiv om inte Riksgäldskontoret åsätter den en hög realränta.

I fjol ville inte riksgälden göra det. Man erbjöd placerarna 4 procents realränta. Det räckte inte; emissionen blev inte fulltecknad. De höga nominella räntorna erbjöd vid rådande riskpremie och låga inflationsförväntningar en bättre kompensering för risk och inflation. Resultatet blev att Riksgäldskontoret för att locka placerarna måste hoja realräntan kraftigt vid de nya emissionerna vintern 1995. Den tioåriga realobligationen fick då en ränta på ca 5,3 procent; den 20-åriga hamnade ca en halv procentenhet lägre. Den internationella valutaoron i mars höjde riskpremien på Sverige ytterligare ett snäpp och drev

upp räntan på reallånen ytterligare några tiondels procent.

Vid den nivå är reallånen ett bra alternativ för den placerare som tror att inflationen än en gång kommer att stiga mer än vad marknaden väntar – och att nominalräntan då, trots avreglering, anpassar sig trögt. Men det är oklart hur likviditeten i den nya marknaden kommer att bli. De flesta placerare lär i dagsläget föredra en hög nominell avkastning via instrument som har god likviditet. Det kommer därför sannolikt – trots den höga reala räntan – att dröja innan de reala instrumenten slagit igenom i stor skala, och det finns en rad svåra prissättningsproblem att övervinna på vägen dit.

Riksgäldskontoret lär således inte lida någon brist på arbetsuppgifter. Men framför allt visar de höga realräntorna att Konungariket Sverige har en oerhört viktig – och svår – uppgift i att så snabbt som möj-

ligt reducera riskpremien på placeringar i svensk valuta. Bara genom en långsiktigt trovärdig och stabil politik för sanerade statsfinanser och låg inflation kommer detta att lyckas.

### Referenser

- Jonung, L, [1976], "Inflationen som skatt", *Ekonomisk Debatt*, årg 4, nr 8, s 497–509.
- Persson, M, Persson, T & Svensson, L O E, [1995], "Kan man inflatera bort budgetunderskottet?", i Calmfors, L m fl, "Ekonomisk politik – en vänbok till Assar Lindbeck", SNS Förlag, Stockholm.
- Summers, L, [1983], "The Nonadjustment of Nominal Interest Rates: A Study of the Fisher Effect", i Tobin, J (red), "Macroeconomics, Prices and Quantities", Basil Blackwell.
- Tease, W, Dean, A, Elmeskov, J & Hoeller, P, [1991], "Real Interest Rate Trends: The Influence of Saving, Investment and other Factors", *OECD Economic Studies* 17.