

KOMMER RÄNTORNA ATT SJUNKA?

För två år sedan skrev jag en kolumn i Seligson & Co Årsöversikt 2021 med titeln ”Kommer räntorna att stiga?”. Vid den tidpunkten var pandemin nästan över och inflationen hade tagit fart. Räntorna var fortsatt- ningsvis exceptionellt låga men Ukrainakrisen hade ännu inte briserat. Då argumenterade jag för att en moderat räntehöjning (i förhållande till inflationen) var sannolik.

Jag konstaterade också att följderna av en sådan räntehöjning berodde på vilket problem som legat till grund för den långa tiden med låga räntor och låg inflation som föregick pandemin. Var det låg efterfrågan som följt av för hög privat och offentlig skuldsättning eller var det för högt sparande som följt av en för hög realränta?

Hur har det gått sedan dess och vad kan vi vänta oss framöver?

Ukrainakrisen och den höga inflationen

Redan innan Ukrainakrisen steg inflationen i euroområdet (och Finland) rätt snabbt trots att aktiviteten var ganska medelmåttig om man bortser från de direkta effekterna av att pandemirestriktionerna avvecklades. Bakgrunden var lågt utbud på grund av flaskhalsar i produktionen och de globala försörjningskedjorna kombinerat med hög efterfrågan som följt av att pandemirestriktionerna gradvis avvecklades.

Grundläggande nationalekonomisk visdom säger oss att hög efterfrågan leder till pristryck och högre aktivitet, allt annat lika, medan lågt utbud leder till pristryck och lägre aktivitet. Priseffekterna gick alltså i samma riktning i båda fallen medan effekterna på aktiviteten gick i motsatt. Vidare var både penning- och finanspolitiken sedan länge ytters expansiva.

I början av 2022 hade inflationstakten stigit till omkring 5% medan till exempel ECB:s inlåningsränta, vilken länge varit den huvudsakliga penningpolitiska räntan, låg på -0,5%.

Då Ryssland inledde sitt brutala anfallskrig mot Ukraina i slutet av februari 2022 kom det som en chock för omvärlden. Västvärlden svarade som bekant med olika sanktioner och Ryssland i sin tur med att begränsa tillgången på billig rysk energi. Ur ett nationalekonomiskt perspektiv kan händelsen ses som en kraftig negativ utbudsschock.

Energi behövs för i stort sett all produktion och högre energikostnader gör det dyrare att producera. Om de högre produktionskostnaderna inte kan föras vidare till varupriserna utan att efterfrågan samtidigt minskar blir en del av produktionen blir olönsam och faller gradvis bort. Resultatet är högre inflation och lägre aktivitet. Följaktligen tog inflationen ny fart i euroområdet och översteg till och med 10% mot slutet av året.

ECBs försiktiga räntepolitik

Inte helt oväntat reagerade ECB varsamt på kriget och den kraftiga inflationsutvecklingen. Först i juli 2022 påbörjade man en räntehöjningscykel. Det fanns åtminstone två goda orsaker till försiktigheten.

Enligt konventionell nationalekonomisk teori bör inte en centralbank reagera lika kraftigt på utbudsschocker som på efterfråge-

chocker. De förra återspeglar reella händelser som kräver en anpassning av ekonomin, medan de senare inte nödvändigtvis gör det. I det här fallet sänkte högre energipriser euroområdets (och Finlands) reala produktionskapacitet. Lite krasst sagt blev vi alla lite fattigare än tidigare.

Ur ett makroekonomiskt perspektiv sker anpassningen till en sådan chock så att priserna stiger kraftigare än den nominella lönenivån så att reallönen, dvs. lönen korrigerad för prisnivån, minskar. Genom nominella lönesänkningar kan man teoretiskt undvika högre inflation, men i praktiken är det här inte möjligt att genomföra. I stället finns det en överhängande risk att arbetstagarna försöker bibehålla sin tidigare köpkraft genom att kräva motsvarande högre löner, vilket kan leda till en för samhället dyr och onödig löne-inflationsspiral.

Om det händer måste centralbanken ingripa kraftigt. Men under merparten av 2022 såg man få tecken på skenande löner. I stället var löneutvecklingen rätt moderat speciellt i ljuset av den höga inflationen. ECB avvaktade alltså till en början medan man noggrant följde med utvecklingen på arbetsmarknaden.

Den andra orsaken till ECB:s försiktiga politik hade sin bakgrund i den långa tiden av låg inflation före pandemin. Den rådande uppfattningen är att man under hela denna tid befann sig i en så kallad likviditetsfälla där realräntan – den nominella räntan minus den förväntade inflationen – var för hög i förhållande till den realräntnivå som skulle befrämja ökad konsumtion.

Rent konkret var styrräntan nära noll hela tiden medan inflationen och inflationsförväntningarna envist rörde sig kring 1%. Den reala räntan var alltså ca -1%, vilket är en mycket låg realränta historiskt sett. Även så tänkte man sig att en ännu lägre realränta skulle krävas för att locka folk till att ta mer lån och konsumera mer. Problemet var bara att man inte kunde uppnå detta på grund av att den nominella räntan inte kan sänkas mycket under noll (se förklaring i förra kolumnen). Det enda alternativet var att försöka påverka ekonomin med så kallad



Mikael Juselius arbetar som forskningsrådgivare på Finlands Bank. Han forskar i frågor såsom varningssignaler för bankkriser samt faktorer bakom långsiktiga ränte- och inflationstrender. Han har tidigare arbetat som ekonomist vid Bank for International Settlements i Basel.

okonventionell penningpolitik, det vill säga via stöd-köp av värdepapper och så kallade framtidsindikationer.

Då inflationen tog vid hösten 2021 gav det alltså ECB en unik möjlighet att komma ut ur likviditetsfällan. Till exempel låg inflationen i början av 2022 kring 5% vilket innebär att man kunde sänka realräntan till lite under -5% givet att inlåningsräntan i det läget var -0,5%. Det här torde ha varit långt under den räntenivå som skulle vara nödvändig för att äntligen få folk att konsumera mera. Följaktligen var det förnuftigt att inte höja räntan i ett tidigt skede.

Låg ränta eller hög ränta?

I juli 2022, då inflationstakten närmade sig 10%, påbörjade ECB en rad räntehöjningar. Sedan dess har exempelvis inlåningsräntan höjts från -0,5% till nuvarande 4%. Enligt många bedömare, inklusive ECB själv, är det här frågan om en åtstramning av penningpolitiken. Är det så?

Sett med konventionella ögon är det svårt att tolka ränteökningarna som en åtstramning. Givet att de kortsiktiga inflationsförväntningarna stigit i nästan samma takt som inflationen var inte räntehöjningarna proportionerliga. Realräntan nådde alltså en mycket lägre nivå än vad någonsin tidigare skådats. På kortare sikt hade det alltså aldrig varit så billigt att ta mera lån och konsumera.

Vice versa var sparandet mindre lönsamt under den här perioden då priset på utestående räntepapper sjunkit och avkastningen på låg-risk tillgångar varit lägre än inflationen. Däremot har ECB åtminstone inte ännu beslutat att avyttra de värdetillgångar man ackumulerat under den långa perioden av okonventionell penningpolitik vilket delvis gynnar spararna.

Enligt konventionella resonemang var den mycket försiktiga ränteökningen snarare en penningpolitisk expansion än en åtstramning. Som följd borde vi ha sett ökad konsumtion, ökade investeringar och ytterligare inflation. Det vill säga, vi borde ha hamnat in i en högkonjunktur. I stället började inflationen ganska snabbt att avta och i skrivande stund ligger den något över ECB:s inflationsmål på 2% medan basinflationen är lite högre men också sjunkande.

Vidare prognosticerar både Finlands Bank och ECB att tillväxten i både euroområdet och Finland blir rätt svag under de kommande åren. Situationen liknar alltså mycket mer en lågkonjunktur än en högkonjunktur. Av samma orsak har löneutvecklingen varit moderat i förhållande till inflationen. Arbetstagarna har i praktiken gått med på en reallönesänkning på grund av rädslan att förlora sina jobb även om lönerna har stigit snabbare den senaste tiden.

Delvis kan kanske den sjunkande inflationen förklaras med att energipriserna kommit ner från den höga nivå som de nådde i början av Ukrainakrisen. Men det här

kan inte vara hela förklaringen eftersom det skulle motsvara en positiv utbudsschock och därför samtidigt ge högre aktivitet.

Lustigt nog är det först nu då inflationen redan har sjunkit som realräntan börjar bli högre än vid utgångsläget. Penningpolitiken börjar alltså så småningom bli åtstramande i konventionell bemärkelse. Med i det här fallet kom hönan före ägget.

Hur kan vi förlika den initialt kraftiga sänkningen av realräntan med observationen att vi nu är på väg in i en lågkonjunktur? Som jag skrev i min tidigare kolumn är den mest sannolika aspekten som borde tas i betraktande hög privat och offentlig skuldsättning.

Hög privat och offentlig skuldsättning

Allt sedan finanskrisen 2008 har många hushåll och företag haft höga skulder i förhållande till deras inkomster. Pandemin och Ukrainakrisen förvärrade läget eftersom de i slutänden ledde eller leder till ytterligare inkomstbortfall. Även den offentliga skuldsättningen har ökat starkt, bland annat då man finansierade diverse stödåtgärder under pandemin för att förhindra en kollaps av ekonomin.

Ur ett skuldsättningsperspektiv är det lättare att förstå varför den senaste tidens penningpolitiska räntehöjningar de facto utgjort en åtstramning. Högre nominella räntor leder ganska direkt till högre skuldåterbetalningskostnader. Eftersom inkomsterna inte har ökat i samma takt har spelutrymmet för konsumtion helt enkelt blivit mindre. Det här gäller både för privata och offentliga sektorn. Det faktum att vi ser en avmattning av ekonomin trots initialt låga realräntor och billigare energipriser ger belägg för denna tolkning.

Vilka implikationer har en hög skuldsättningsgrad om den är den mest relevanta bakgrundsfaktorn?

För det första medför detta att penningpolitiken främst verkar via dess inverkan på skuldåterbetalningarna. Det här betyder att det är den nominella räntan snarare än den reala som har betydelse. Inflationens inverkan på konsumtionsbeslut är mera begränsad såvida den inte motsvaras till lika grad av nominell löneinflation. Däremot innebär oväntad löneinflation också en reell minskning av skuldsättningsgraden och en transferering från sparare till låntagare.

För det andra är det lättare för penningpolitiken att strama åt ekonomin än vad det är att expandera den. Även om en sänkning av den nominella räntan minskar på återbetalningsbördan leder det här knappast till ökad upplåning och mer konsumtion i ett skede då man försöker bli av med skulder. Det skulle inte heller vara önskvärt. I ett läge med hög skuldsättning kan man inte heller vänta sig hög inflation och stark aktivitet vilket för övrigt kunde underlätta skuldsättningsproblematiken.

Om däremot den mer konventionella förklaringen med en likviditetsfälla är den relevanta, skulle slutsatserna vara annorlunda. Ökad skuldsättning som följd av låg realränta är önskvärd eftersom det skulle leda till ökad konsumtion, högre inflation och högre aktivitet. Den högre inflation har i så fall gett penningpolitiken mer, inte mindre, spelutrymme. Men som sagt är det här svårt att förlika men de faktiska skeendena.

Räntescenarier redux

Så vad betyder allt detta för räntorna och ekonomin framöver? Enligt de senaste siffrorna är inflationen fortsättningsvis något över ECB:s målsättning på 2% även om den sjunkit kraftigare och snabbare än väntat. Aktiviteten ser ut att stanna av och någon löneinflationsspiral verkar inte ha infriats, åtminstone inte tills vidare. I ett sådant skede är knappast ytterligare räntehöjningar att vänta eftersom centralbanken inte i onödan vill skada aktiviteten då inflationen går i önskad riktning.

Men sänkningar är knappast heller att vänta eftersom man fortfarande är över inflationsmålet. Det mest sannolika är därför att ECB tar en avvaktande position i sin penningpolitik. Vad som händer sedan är igen starkt beroende av vilken den mest relevanta orsaken till det huvudsakliga problemet i ekonomin är.

Om det huvudsakliga problemet har varit för högt sparande på grund av höga realräntor, så som den konventionella tolkningen ger vid handen, torde framtiden se rätt bra ut. ECB har lyckats ta sig ur sin likviditetsfälla och har ett spelutrymme på 4% att expandera ekonomin om det behövs.

Risken att man hamnar in i en ny likviditetsfälla är förhållandevis liten och skulle kräva en rätt stor oväntad negativ efterfrågechock. I stället kan vi på lite längre sikt vänta oss att inflationen stabiliseras kring 2% till en nominell ränta som möjligtvis är något lägre än dagens. Aktiviteten kommer också att återhämta sig relativt snabbt.

Om däremot en hög skuldsättningsgrad ligger bakom den utveckling vi sett den senaste tiden blir utsikterna mer dystra. I det här fallet kommer penningpolitiken att ha det svårare att få i gång aktiviteten igen via räntesänkningar, speciellt då sjunkande inkomster ökar skuldsättningsbördan.

I ett sådant scenario är det inte otänkbart att inflation faller under ECB:s målsättning för en längre tid. Detta skulle i så fall sannolikt leda till en långvarigare och kraftigare räntesänkingscykel. I värsta fall kunde detta till och med medföra att man återigen når den nominella räntans effektiva undre gräns (lite under noll) och möjligtvis starta en ny runda av okonventionell penningpolitik, speciellt om skuldsättningsproblematiken misstolkas som en likviditetsfälla.

Mitt råd till alla som är intresserade av räntornas kommande utveckling är alltså att hålla ett öga på inflationen och Europeiska Centralbanken. Om inflationen verkar stabilisera sig kring ECB:s mål på 2% under de närmaste månaderna, eller åtminstone inte fortsätter att falla kraftigt, kan man förbereda sig på att normalisering av ränteläget nära eller lite under nuvarande nivåer.

Detta vore goda nyheter för oss alla. På längre sikt bör man i så fall - speciellt som sparare och investerare - också förbereda sig på att ECB förr eller senare börjar avyttra de tillgångar man köpt under mer än ett decennium av okonventionell politik.

Om inflationen faller under målet den närmaste tiden ser det värre ut. Då finns det en risk att vi står inför en ny period av exceptionellt låga räntor.

Mikael Juselius

Forskningsrådgivare

Finlands Bank

Januari 2024

