Roger Wessman
är fristående skribent,
föreläsare och konsult.

Stigande räntor tynger statsfinanserna, men realräntan avgör

Den branta uppgången i räntorna ger extra tyngd åt Finansministeriets budskap till nästa regering att snabba åtgärder krävs för att få statsbudgeten under kontroll. I den utsträckning ränteuppgången bara avspeglar en högre inflation finns det dock mindre skäl till oro: realräntan var kraftigt negativ år 2022.

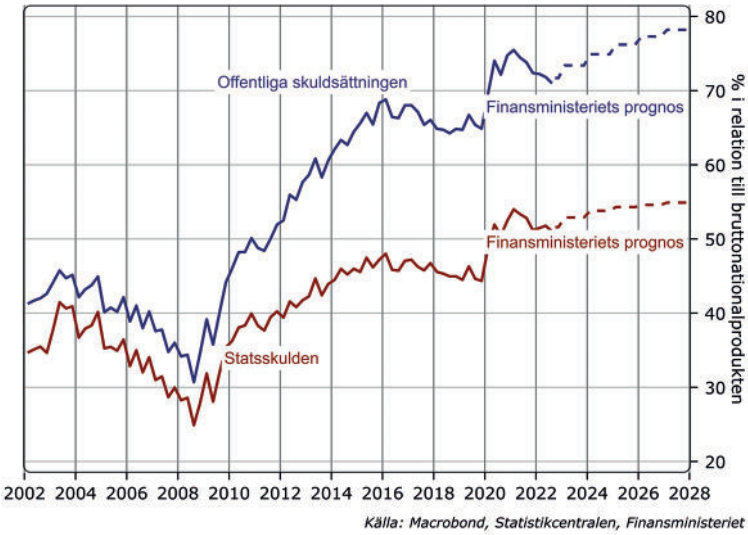
Finansministeriets tjänstemän kom i december ut med ett bistert budskap till nästa regering: under nästa regeringsperiod måste statens finanser balanseras med 6 miljarder euro för att den offentliga skuldsättningen skall fås under kontroll. [1] Summan är över 2 procent av bruttonationalprodukten eller drygt 7 procent av statens totala budgeterade utgifter för 2023.

Finansministeriet förutspår att den offentliga skulden kommer att stiga till nya toppnivåer på över 78 procent i relation till bnp om inga åtgärder vidtas. Den föreslagna åtstramningen förutspås räcka för att hålla skuldkvoten på nuvarande nivåer på drygt 70 procent.

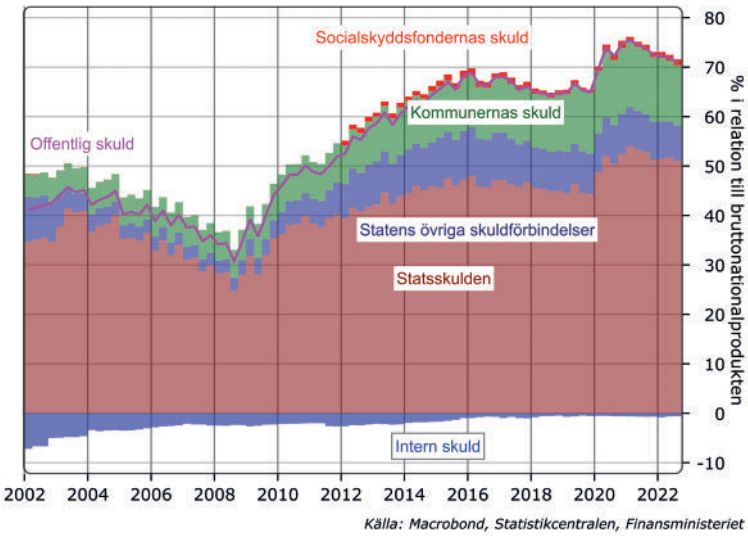
Offentlig skuld och statsskuld

Inom EU är det mest använda måttet på den offentliga skuldsättningen den så kallade konsoliderade offentliga skulden. Denna innefattar i princip alla statens, kommunernas och andra offentliga institutioners skulder, förutom skulder mellan olika finländska offentliga institutioner.

Merparten av den offentliga skulden utgörs av statsskulden: finska statens lån



Figur 1: Finansministeriets prognos: Den offentliga skulden är på väg mot nya toppnivåer.



Figur 2: Statsskulden utgör största delen av den offentliga skulden.

i form av långfristiga statsobligationer. Därtill kommer statens andra skuldförbindelser. Dessa består bland annat av Finlands andel av de lån EU:s stabiliseringsfond tagit för att finansiera lån till andra EU-länder. Även lån tagna av huvudsakligen skattefinansierade statliga institutioner, som till exempel universiteten, ingår. Statligt ägda bolags skulder räknas däremot inte med.

De lagstadgade pensionsfondernas innehav av finländska statsobligationer subtraheras bort från den offentliga skulden, eftersom dessa räknas som en intern skuld. Vid början av millenniet var detta en betydande faktor. Sedan dess har de finländska pensionsfonderna flyttat över sina placeringar i statsobligationer till andra länders lån.

Ränteutgifterna historiskt låga

Hittills har den ökande skuldsättningen inte utgjort något stort problem. Ränteutgifterna har tvärtom utgjort en allt mindre börda för den finländska offentliga sektorn, trots att den offentliga sektorns skuldsättning mer än fördubblats under de senaste dryga decenniets återkommande ekonomiska kriser.

De totala ränteutgifterna uppgick till nära tre procent i relation till bruttonationalprodukten vid millennieskiftet. Förra året hade kvoten sjunkit till bara en halv procent.

Förklaringen till de sjunkande ränteutgifterna är förstås att den allmänna räntenivån har sjunkit. Marknadsräntan på finska statens 10-åriga obligationer sjönk från över fem procent vid millennieskiftet till under noll, då pandemin slog till.

Situationen har drastiskt förändrats under det senaste året, då räntorna stigit brant. Finska statens 10-åriga lån betingar redan en ränta på nästan 3 procent.

Med en skuldkvot på 70 procent stiger de to-

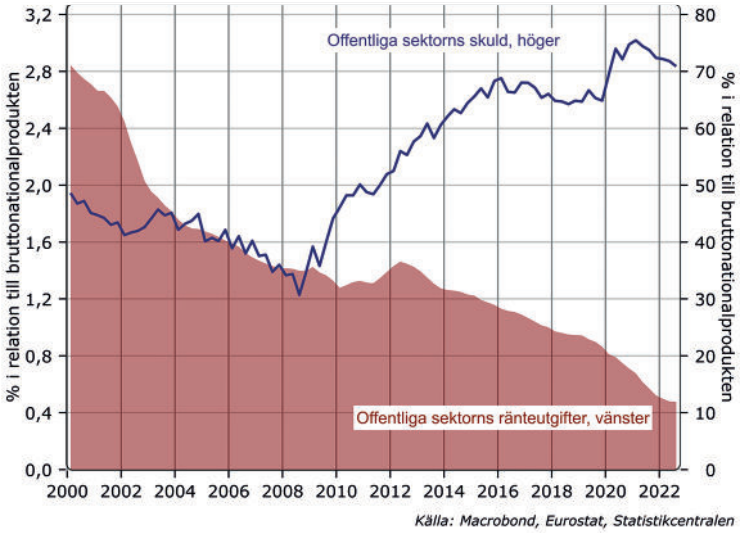
tala ränteutgifterna till över 2 procent i relation till bnp om räntan är 3 procent. Det är en summa i samma storleksordning som till exempel de totala utgifterna för landets försvar. Nästan 5 procent av de totala skatteintäkterna krävs bara för att betala låneräntorna.

Ränteuppgången slår lyckligtvis inte till på en gång. Merparten av den finska statsskulden utgörs av långfristiga lån till fast ränta. Räntan stiger därmed gradvis under de kommande åren.

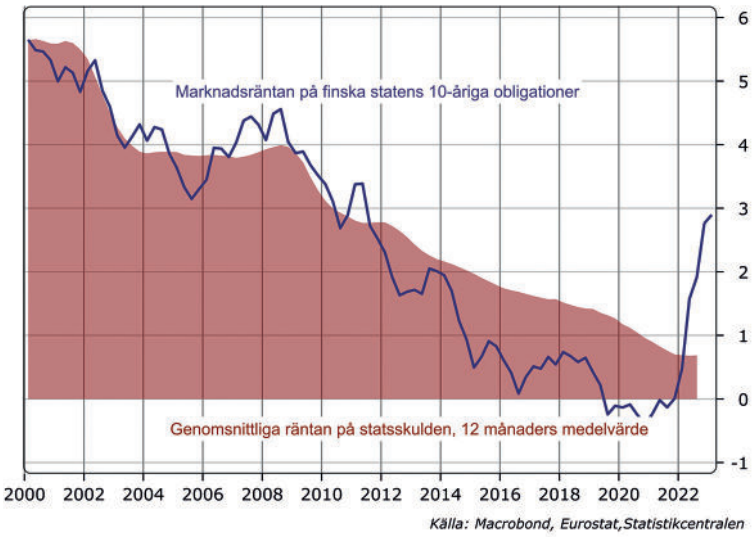
Räntan på en betydande del av lånen justeras dock redan i år. Staten budgeterar [2)] en ökning i ränteutgifterna till 2,6 miljarder euro, cirka en procent i relation till bnp.

Uppgången i räntorna är således ett betydande skäl till att det finns ett tryck på nästa regering att ta till snabba åtgärder för att balansera statsfinanserna.

Finansministeriets uppskattning är bara en prognos över framtiden. Om antagandena om till exempel den framtida räntenivån, tillväxten eller inflationen slår fel kan det krävas mer eller mindre åtgärder än uppskattat för att balansera skuldnivån.



Figur 3. Den finländska offentliga sektorns räntebörda har sjunkit trots ökad skuldsättning.



Figur 4. Stigande marknadsräntor höjer statens räntekostnader.

Dröjsmål ökar på trycket

Kostnaden av att inte balansera statsfinanserna är att ännu mer drastiska sparåtgärder kommer att krävas senare. Om skulden tillåtas stiga till 78 procent i relation till bnp år 2027 som Finansministeriet förutspår, kommer ränteutgifterna att stiga med 0,2 procent i relation till bnp, eller cirka 500 miljoner euro. I stället för en 6 miljarders nedskärning i de offentliga utgifterna krävs det 6,5 miljarder om fyra år.

Finansministeriet räknar dessutom med att 3 miljarder i ytterligare åtgärder kommer att krävas 2027–2031, då den åldrande befolkningen

"Med en skuldkvot på 70 procent stiger de totala ränteutgifterna till över 2 procent i relation till bnp om räntan är 3 procent. Det är en summa i samma storleksordning som till exempel de totala utgifterna för landets försvar. Nästan 5 procent av de totala skatteintäkterna krävs bara för att betala låneräntorna. Ränteuppgången slår lyckligtvis inte till på en gång. Merparten av den finska statsskulden utgörs av långfristiga lån till fast ränta. Räntan stiger därmed gradvis under de kommande åren."

tynger på de offentliga finanserna. Om ingenting görs under den kommande regeringsperioden, skulle det således krävas åtgärder på nästan 10 miljarder euro under följande regeringsperiod.

Dessa summor är alltså inte engångskostnader, utan de årliga utgifterna kommer permanent att måsta vara lägre, eller skatteintäkterna högre.

Kostnaden kan bli ännu större, om den ökade skuldsättningen leder till att långivarna kräver en högre ränta. För euroländernas del finns det ett klart samband att länder med högre offentlig skuldsättning i regel är tvungna att betala en högre ränta.

Även om Finlands offentliga skuld skulle stiga till 78 procent i relation till bnp skulle den ännu vara relativt låg jämfört med de andra euroländerna. På basis av det observerade sambandet mellan skuldsättning och räntorna på statsobligationer, skulle inverkan på räntorna vara någon tiondels procent. Även en tiondels procentenhet i högre ränta skulle dock betyda över 200 miljoner euro per år i extra ränteutgifter.

Att skjuta upp balanseringen av de offentliga finanserna skulle alltså knappast innebära en omedelbar katastrof. Det skulle dock innebära att en ökad börda vältras över till kommande regeringar och generationer.

Realräntan sjönk 2022

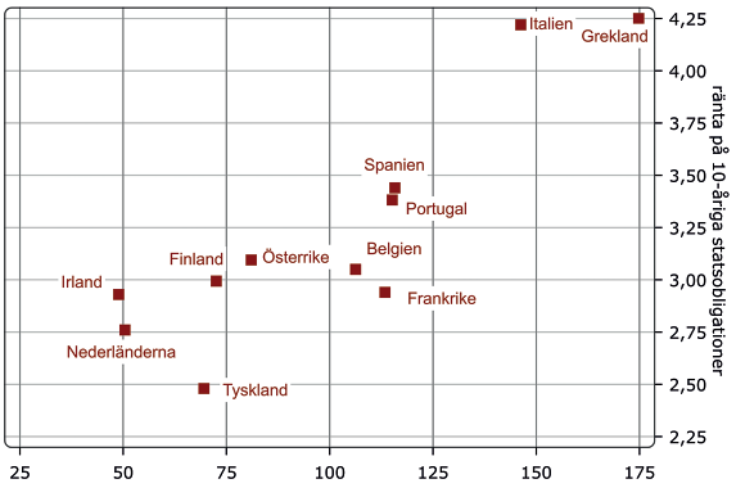
Den omedelbara orsaken till de stigande räntorna är att inflationen accelererat dramatiskt. Konsumentpriserna har även i Finland under det senaste året stigit med nästan tio procent.

En inflation som är högre än väntat utgör i allmänhet en lättnad för skuldsatta, då inflationen äter upp lånens värde. Lånen amorteras de facto i snabbare takt än planerat.

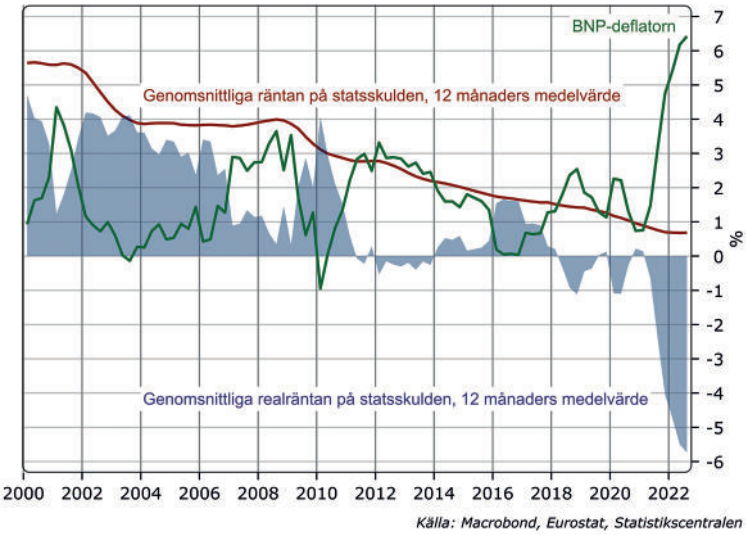
Det avgörande för vilken börda en skuld utgör är realräntan. Då inflationen gått upp snabbare än räntorna har realräntan till och med sjunkit.

Den största enskilda orsaken till att konsumentpriserna skjutit i höjden är dock uppgången i priset på energi. Det att vi är tvungna att betala mer för vår import av el eller olja gör det inte lättare för finska staten att betala ränta på sina skulder, snarare tvärtom.

En högre inflation gör



Figur 5. Stigande marknadsräntor höjer statens räntekostnader.



Figur 6. Realräntan blev kraftigt negativ 2022, då inflationen skjutit i höjden.

det lättare att hantera skulderna endast om gäldenärens inkomster stiger snabbare. Det väsentliga är inte uppgången i priset på de varor och tjänster vi finländare köper, utan uppgången i priset på det vi producerar.

Hur priset utvecklas för den finländska produktionen mäts med bnp-deflatorn. Bnp-deflatorn är ett prisindex på de varor och tjänster finländska producenter säljer, borträknat kostnaderna för inköpta produktionsfaktorer, som till exempel importerad energi. Till skillnad från konsumentprisindexet innefattar bnp-deflatorn exportvaror men inte importvaror.

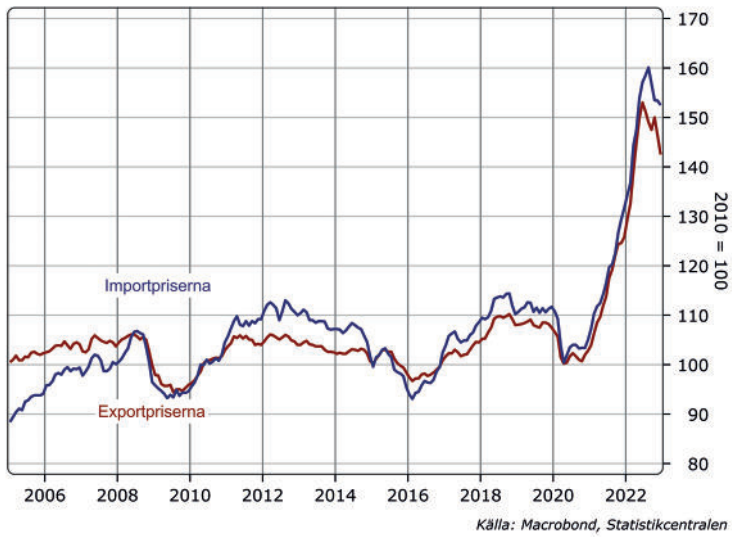
Även med detta mått har inflationen accelererat till över sex procent. Denna uppgång har också avspeglats i ökande skatteintäkter.

Den förverkligade realräntan på statsskulden sjönk till minus fem procent förra året, räknad med bnp-deflatorn. De stigande räntorna hade ännu inte hunnit slå ut i ränteutgifterna, samtidigt som inflationen sänkte skuldens värde.

En inflation på sex procent minskar en offentlig skuld på 70 procent i relation till bnp med drygt fyra procentenheter. Detta förklarar varför den offentliga skuldkvoten sjönk förra året, trots att staten och kommunerna uppvisade stora budgetunderskott.

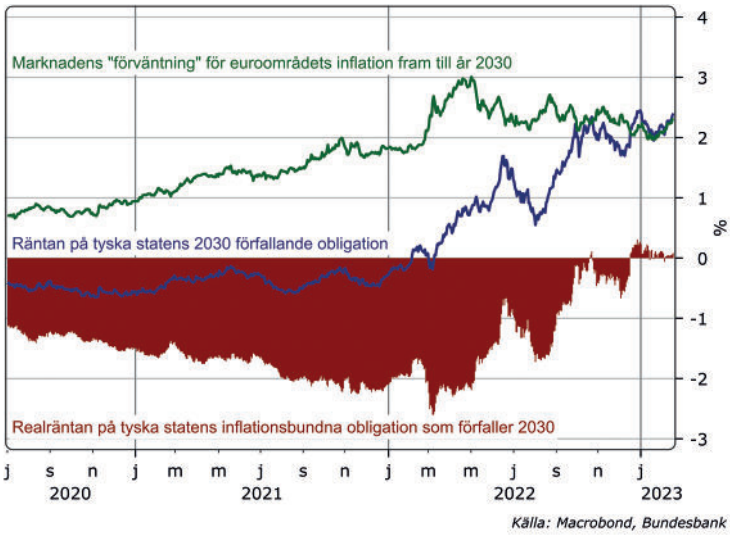
Högre räntor ökar de uppmätta budgetunderskotten, även om inflationen och räntorna stiger lika mycket och realräntorna därmed hålls oförändrade. De högre räntorna höjer de offentliga utgifterna, men den högre inflationens negativa inverkan på skuldernas realvärde som uppväger denna uppgång i räntorna tas inte i betraktande som en intäkt.

En högre inflation med högre nominella räntor gör det därmed svårare för Finland och de andra euroländerna att uppnå det överenskomna målet att hålla budgetunderskottet mindre än 3 procent i



Figur 7. Priset på Finlands exportvaror har redan sjunkit kraftigt från toppnivåerna.

relation till bnp. Om man vill uppnå målet kan högre räntor kräva nedskärningar eller skattehöjningar, även om realräntorna inte stigit.



Figur 8. Både den förväntade inflationen och realräntan har stigit.

Realräntan stiger drastiskt 2023

De senaste årens nedgång i skuldkvoten är förmodligen bara en tillfällig lättnad. Vi kan förvänta oss att realräntan stiger märkbart redan i år då låneräntorna justeras uppåt samtidigt som inflationen redan börjat avta.

Det är inte bara priset på el och annan energi som kommit ner från sina toppnivåer. Även exportpriserna sjönk klart mot slutet av förra året.

Priserna på Finlands exportvaror, speciellt skogsindustrins produkter, fluktuerar starkt med de internationella konjunkturerna. Då centralbankerna nu bromsar upp tillväxten för att få ner inflationen drabbas vår konjunkturkänsliga exportindustri speciellt mycket.

Samtidigt som räntehöjningarna dämpar efterfrågan verkar de flaskhalsar i den globala ekonomin som uppkom under pandemin nu hålla på att lösas upp. Kinas produktion normaliseras igen, efter att landet gett upp försöken att eliminera spridningen av coronaviruset.

En kombination av avtagande efterfrågan och stigande utbud kan väl leda till att inflationen mätt med bnp-deflatorn sjunker mot noll, eller till och med under noll, i år. Realräntan för 2023 kan mycket väl bli redan klart positiv, och skuldkvoten stiga märkbart.

Placerarna förväntar sig en inflation på två procent

Den förverkligade realräntan kan fluktuera kraftigt beroende på oförväntade förändringar i inflationen. På längre sikt bestäms realräntan av det krav på avkastning långivarna ställer. Om långivarna förväntar sig en högre inflation kan man förmoda att de i motsvarande grad kräver högre räntor som kompensation för nedgången i penningvärdet.

Placerarnas inflationsförväntningar kan vi utläsa med hjälp av inflationsbundna så kallade realränteobligationer. Till exempel tyska staten har gett ut obligationer vars avkastning är bunden till inflationen i euroområdet.

Realräntan på den tyska statens inflationsbundna obligationer som förfaller år 2030 är nu kring noll procent. Räntan på vanliga obligationer som förfaller samma år är ungefär två procent. Skillnaden mellan dessa kan ses som ett mått på den förväntade inflationen. Om man till exempel förväntade sig en klart högre inflation skulle det löna sig att flytta sina pengar från vanliga obligationer till realränteobligationer som då skulle ge en högre avkastning.

"De senaste årens nedgång i skuldkvoten är förmodligen bara en tillfällig lättnad. Vi kan förvänta oss att realräntan stiger märkbart redan i år då låneräntorna justeras uppåt samtidigt som inflationen redan börjat avta."

Europeiska centralbanken har tvingats att febrilt pressa ner räntorna för att uppmuntra till att ta lån, konsumera och spendera. För att stävja inflationen har ECB sedan tvingats pressa upp räntorna.

Det förefaller således som om placerarna nu förväntar sig en inflation som motsvarar centralbankens målsättning på två procent. För två år sedan förväntade sig placerarna att inflationen skulle bli klart lägre, cirka en procent, under resten av det här årtiondet.

Största delen av uppgången i räntorna förklaras dock inte av de ökade inflationsförväntningarna. Realräntan har stigit kraftigt, från att som lägst ha varit minus två procent.

Med en förväntad inflation på två procent skulle en tre procents nominell ränta innebära en realränta på cirka en procent. I reella termer skulle räntekostnaden för den finländska offentliga sektorn med nuvarande skuldnivå då bli ungefär 0,7 procent i relation till bruttonationalprodukten.

Om inflationen skulle bli märkbart lägre än två procent skulle realräntan stiga märkbart högre. I det fallet kan vi dock förvänta oss att även de nominella räntorna skulle komma märkbart ner. ECB skulle sänka räntorna, om inflationen klart underskred dess målsättning, och placerarna skulle nöja sig med en lägre ränta.

En inflation som konstant överskred två procent skulle på motsvarande sätt leda till en ytterligare höjning av den nominella räntan och därmed knappast utgöra någon bestående lättnad för de offentliga finanserna.

Är uppgången i realräntan tillfällig?

Den centrala frågan är huruvida den uppgång i realräntan vi sett är tillfällig. Är ränteuppgången ett tillfälligt resultat av de senaste årens exceptionella kriser: pandemin och kriget i Ukraina eller normaliseras räntorna nu efter den exceptionella tiden med negativa realräntor?

Sist och slutligen beror svaret på de här frågorna på hur utbudet och efterfrågan på kapital utvecklas. Hur stor andel av inkomsterna vill hushåll, företag och andra institutioner lägga undan i ränteplaceringar och hur stor är villigheten att ta lån för att finansiera investeringar?

Under det senaste årtiondet har euroområdets kroniska problem varit ett sparandeöverskott. Speciellt efter finanskrisen har villigheten att ta lån för att finansiera investeringar har varit låg och många hushåll och företag har velat

"Den centrala frågan är huruvida den uppgång i realräntan vi sett är tillfällig. Är ränteuppgången ett tillfälligt resultat av de senaste årens exceptionella kriser: pandemin och kriget i Ukraina eller normaliseras räntorna nu efter den exceptionella tiden med negativa realräntor?"

sätta undan pengar, för att vara förberedda för alla eventualiteter. En åldrande befolkning och ökade inkomstskillnader har också angetts som skäl för sparandeöverskottet. [3)]

Centralbanken har tvingats att febrilt pressa ner räntorna för att uppmuntra till att ta lån, konsumera och spendera och därmed hålla ekonomins hjul i rullning. Även med nollränta har statsobligationer av många upplevts som ett attraktivt, tryggt alternativ.

Frågan är således i vilken utsträckning situationen förändrats.

Sparandeöverskottet försvann med energikrisen – tillfälligt

Euroområdets sparandeöverskott smalt bort förra året. Många hushåll och företag tog av sina besparingar, eller till och med lyfte lån, för att betala skyhöga energiräkningar. Staterna tog mera lån för att finansiera stödpaket till de drabbade.

Sparandeöverskottet har avspeglats i euroområdets kroniska överskott i bytesbalansen. Detta förvandlades på ett drygt år till ett lika stort underskott. Eurons värde rasade som en följd av detta med nästan 20 procent i förhållande till dollarn, vilket hjälpte till att spä på inflationen bland annat genom att höja priset på importvaror.

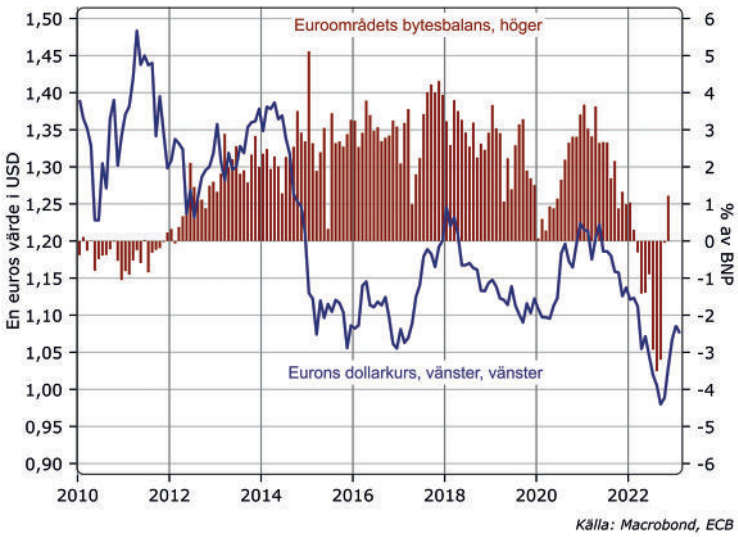
Nedgången i sparandet på grund av energikrisen är förmodligen till största delen en tillfällig störning. Energipriserna har redan kommit ner betydligt från fjolårets toppnivåer och bytesbalansen återgick till ett överskott redan under slutet av 2022. Även eurons dollarkurs har återhämtat sig, vilket dämpar inflationen.

Även om energipriserna inte sjunker tillbaka till nivåerna före krisen, kan man förvänta sig att sparandet med tiden återhämtar sig. Att använda besparingar eller låntagning för att finansiera energiräkningar kan inte vara en permanent lösning. Förr eller senare är de flesta tvungna att anpassa sig till högre energikostnader genom att skära ner på andra utgifter.

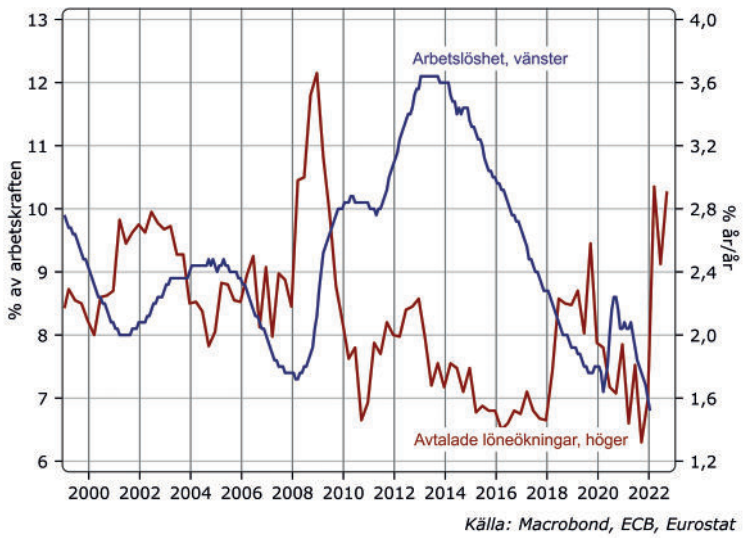
Det är också svårt att tro att pandemin och kriget i Ukraina skulle ha minskat på den allmänna osäkerheten om framtiden. Tvärtom har företag och hushåll ännu fler skäl att undvika risker och förbereda sig på det värsta.

Högre inflationspremium?

Ett möjligt skäl till att uppgången i räntan på statsobligationer kan bli mer permanent är att spararna nu påmints om risken för inflation. Långfristiga statsobligationer förefaller därmed inte längre som en lika trygg placering. Även om man vet hur många euro man får tillbaka på för-



Figur 9. Euroområdets bytesbalansöverskott kollapsade 2022.



Figur 10. Den låga arbetslösheten skapar ett tryck för löneökningar.

ka höja den ekonomiska aktiviteten.

En låg arbetslöshet förstärker arbetarnas förhandlingsposition och kan leda till högre löneförhöjningar. En snabbare ökning av lönekostnaderna kan spä på inflationen.

Högre löneförhöjningar innebär också en inkomstomfördelning från företagens ägare till löntagarna. En dylik utjämning av inkomstskillnaderna kan förväntas minska på sparandet, då löntagarna i regel konsumerar en större del av sin inkomst än mer välbeställda företagsägare.

Det finns således skäl att tro att uppgången i realräntorna inom euroområdet delvis beror på tillfälliga faktorer men också att en del av uppgången blir mera bestående. Den kommande regeringen kan därmed inte räkna med att en återgång till nollräntor skall trolla bort skuldproblemet.

"Ett möjligt skäl till att uppgången i räntan på statsobligationer kan bli mer permanent är att spararna nu påmints om risken för inflation. Långfristiga statsobligationer förefaller därmed inte längre som en lika trygg placering."

fallodagen finns det en osäkerhet om vad eurona kommer att vara värda.

Inflationsrisken talar för att inte placera alla pengarna i räntebärande placeringar utan även ha en del placerat i reella tillgångar som till exempel fastigheter eller aktier vars värde inte eroderas av inflationen.

Full sysselsättning äntligen uppnådd

En annan faktor som talar för att vi kan se en mer permanent uppgång i realräntan är att euroområdet efter en svacka på över ett decennium äntligen pressat ner arbetslösheten till den historiska lågpunkten från år 2008.

Då sysselsättningen således återställts har centralbanken mindre skäl att aggressivt försö-

Fotnoter

1) Valtiovarainministeriö: "Uudistuva ja kestävä Suomi. Valtiovarainministeriön virkamiespuheenvuoro 2022". Valtiovarainministeriön julkaisuja – 2022:77. Helsinki 2022.

2) Finansministeriet: "Statens Budgetproposition 2023. Tilläggsbudgetproposition". Anslag 36: Räntor på statsskulden. https://budjetti.vm.fi/indox/sisalto.jsp?year=2023&lang=sv&maindoc=/2023/ltae1/hallituksenEsitysRuotsi/hallituksenEsitysRuotsi.xml&opennode=0:1:49:353:355: 2.2.2023.

3) Wessman, Roger:" Sparandeöverskott bakom stigande skuldsättning". Ekonomiska Samfundets Tidskrift 2016