

# Budgetunderskott, tillgångs- marknader och investeringar\*

*Budgetunderskottens inverkan på tillgångsmarknaderna har tidigare försumrats i den svenska debatten. Men diskussionen blir ofullständig om man bortser från hur budgetunderskotten finansieras, skriver Peter Englund i denna kommentar till Werins artikel.*

Lars Werin diskuterar budgetunderskottens inverkan på avkastningsförhållandena på olika slags tillgångar. Denna aspekt av underskottsproblemen har tidigare varit i skymundan i den svenska debatten, och det är därför värdefullt att den dras fram. Diskussionen blir emellertid ofullständig om man bortser från frågan om hur underskotten finansieras. Det är denna fråga jag ska koncentrera mina kommentarer till.

## Budgetunderskottens finansiering

När Werin talar om effekterna av att pressa in statspapper i olika subjektsportföljer, talar han genomgående som om statspapper vore ett enhetligt begrepp. I själva verket har riksgäldskontoret en ganska rik flora av instrument att välja emellan, en flora som har utökats på senare år: direkta lån i riksbanken, utlandsupplåning, premie- och sparobligationer (d v s instrument specialdestinerade till hushållen), vanliga

prioriterade obligationer (som fortfarande måste köpas av försäkringsbolagen), statsskuldväxlar och riksobligationer.

Hur riksgälden avväger dessa instrument och hur riksbanken genom marknadsoperationer väljer att påverka sammansättningen av papper i marknaden måste naturligtvis ha konsekvenser. För att någorlunda koncist kunna analysera dessa ska jag göra ett antal drastiskt förenklande förutsättningar. För det första uppfattar jag, liksom Werin, möjligheten till riksbanksfinansiering som i stort sett given. För det andra håller jag utlandsupplåningen utanför resonemanget och förutsätter att den motsvarar summan av bytesbalansens och den privata kapitalbalansens underskott, d v s att man strävar efter att hålla valutareserven konstant. För det tredje bortser jag från premie- och sparobligationerna, som ändå står för ganska små belopp. För det fjärde kommer jag inte att särskilja de prioriterade obligationerna från de nya instrumenten, statsskuldväxlar och riksobligationer.

Dessa förenklingar renodlar problemet till en fråga om kort kontra lång finansiering av statsskulden. Som stöd

*Ekonom dr PETER ENGLUND är forskare vid Institutet för internationell ekonomi vid Stockholms universitet. Han var sekreterare i Kreditpolitiska utredningen.*

\* Artikeln bygger på ett föredrag som hölls vid Nationalekonomiska foreningens möte den 3 april 1984.

för resonemanget kan vi ta en stiliserad tillgångssida av balansräkningen för den privata sektorn i ekonomin. Med begränsning till den finansiella förmögenheten finns det i huvudsak fyra tillgångar:

Pengar (bankmedel och sedlar)  
Korta obligationer (statsskuldväxlar och bankcertifikat)  
Långa obligationer (riksobligationer m m)  
Aktier

Riksgäldskontoret och riksbanken kan påverka det relativa utbudet av korta och långa obligationer. För att kunna bedöma vilka konsekvenser detta val kan få måste man ha en uppfattning om hur benägna placerarna är att ändra sammansättningen på sina portföljer. Här är jag lite oenig med Lars Werin. Han ser en betydande stelhet i placeringsmönstret och tror därför att det krävs stora avkastningsdifferenser för att få hushåll och företag att ändra sina placeringsmönster. Jag tycker det är svårt att finna något stöd för den hypotesen. Werin pekar på att portföljsammansättningen faktiskt inte ändrades särskilt mycket mellan 1977 och 1980. Men det är inget riktigt hållbart stöd. Det är nämligen självklart att — när vi ser i efterhand på den historiska utvecklingen — sammansättningen inte kan ha ändrats mer än vad som har bestämts från utbudssidan.

Detta säger dock i sig inget om de underliggande beteendesambanden. Att säga något om dessa är förvisso ingen lätt uppgift, men jag tycker ändå att amerikanska undersökningar — se t ex referenserna i Friedman [1978] — indikerar en inte obetydlig substituerbarhet mellan obligationer med olika löptid samt mellan obligationer och aktier. Mot den bakgrunden delar jag inte heller den förvåning som Werin uttrycker över att det tycks ha gått så pass

smärtfritt att placera den mycket snabbt ökande svenska statsskulden. Det är för mig en större gåta att de danska räntorna periodvis varit så höga än att de svenska räntorna har hållit sig på en förhållandevis låg nivå.

## Räntebestämning och utlandsberoende

En annan fråga som man måste ta ställning till för att kunna bedöma effekterna av lång kontra kort finansiering är graden av utlandsberoende. Där är min premis att den *korta* räntan är ganska fullständigt bestämd av internationella förhållanden, åtminstone på några månaders eller ett halvårs sikt. Denna syn är ju omtvistad. Mitt starkaste stöd för den är att man kan se att den kurssäkrade eurodollarräntan, s k externa kronor, följer nära de svenska korta räntorna. Däremot är det osäkrare hur nära sambandet är beträffande de långa räntorna, där det inte finns några kurssäkringsmöjligheter. Vad gäller aktiekurserna är det nog ganska klart att vi har en betydande autonomi.

Det är därför naturligt att behandla effekterna av kort kontra lång finansiering under två olika antaganden. Låt oss först anta att *både den korta och långa obligationsräntan är i stort sett utlandsbestämda*. Då är effekten på aktiekurserna av ett budgetunderskott i själva verket ganska självklar, åtminstone om hushåll och företag upplever att underskottet har ökat deras förmögenhet.<sup>1</sup> Diversifieringsmotivet gör att de vill lägga en del av förmögenhetsökningen

<sup>1</sup> Det är ju som redan David Ricardo observerade fullt möjligt att rationella medborgare inser att de förr eller senare ska betala räntor och amorteringar på statsskulden via skattsedeln. I så fall skulle ingen förmögenhetsökning ha kommit till stånd. Detta diskuteras närmare i Werin [1983].

i aktier. Eftersom obligationsräntorna är givna utifrån och aktieutbudet är oförändrat, vilket också Werin förutsätter, får vi en övrefterfrågan på aktiemarknaden. Detta måste leda till att aktiekurserna drivs upp. I detta fall finns det inget utrymme för val av finansieringsform av statsskulden. Man måste anpassa sig till vad som efterfrågas vid de internationellt bestämda räntorna, så att kapitalflöden undviks.

Låt oss i stället anta att *den långa räntan* är *autonom*. Om man då väljer att huvudsakligen ge ut korta obligationer måste man för att kunna placera dessa göra båda de övriga tillgångarna — långa obligationer och aktier — mindre attraktiva. För att den ekvationen ska gå ihop måste såväl den långa räntan gå ner som aktiekurserna stiga. Om man i stället väljer att lägga tyngdpunkten i långa obligationer måste dessa bli mer attraktiva, och det kommer därför att finnas en tendens för den långa räntan att gå upp. Däremot kan man i detta fall *a priori* inte säga någonting om åt vilket håll aktiekurserna går. Här stiger ju räntan på långa obligationer, som utgör ganska nära substitut till aktier. Det är fullt möjligt att detta är tillräckligt för att aktiefterfrågan ska bibehållas oförändrad, och kurserna därmed inte påverkas.

Utvecklingen på senare år har kännetecknats av en stor andel kort finansiering. Det kanske inte ser så ut i och med att en stor andel relativt långa obligationer har sålts till banker och försäkringsbolag. Men en sekundär effekt av detta har varit att bankerna finansierat sig genom att ge ut bankcertifikat. Uppenbarligen finns det idag en strävan efter att förlänga de genomsnittliga löptiderna med en ökande andel riksobligationer. När man går in på den vägen, kommer uppenbarligen sannolikheten för en press nedåt på aktiekurserna att öka.

## Effekter på investeringarna

Avslutningsvis skulle jag vilja beröra effekterna på investeringarna. Det finns en risk att de resonemang som förts här tolkas som att problemen med sambanden mellan budgetunderskott och investeringsutveckling nog inte är så allvarliga. Det verkar som om budgetunderskott till och med, via höjda aktiekurser, kan stimulera investeringarna. Jag vill av två skäl utså skepsis mot en sådan tolkning. Det första är att både aktiekurser och obligations- och låneräntor påverkar investeringarna. Här spelar ju inte minst skattesystemet en roll för vilken som är den marginella finansieringskällan. Eftersom låneräntor är avdragsgilla för bolagsbeskattningen medan utdelningar dubbelbeskattas, ligger det nära till hands att se lån som den marginella källan.<sup>2</sup> Om så är fallet ter det sig mindre rimligt att budgetunderskott skulle kunna stimulera investeringarna.

Det andra, och starkare, skälet till skepsis är att det är svårt att få en investeringsökning att hänga ihop med en allmän jämviktsmodell för hela ekonomin. I en keynesiansk värld, där budgetunderskottet får en expansiv effekt på den ekonomiska utvecklingen, är det inget konstigt att tänka sig att det också skulle kunna stimulera investeringarna. Men det budgetunderskott vi har i Sverige idag är ju ett varaktigt underskott och måste rimligen analyseras med förutsättningen att vi ligger relativt nära fullt kapacitetsutnyttjande. Då blir det svårare att se hur ekvationen går ihop, särskilt om vi lägger på en bytesbalansrestriktion så att vi i praktiken resonerar som om vi hade en sluten ekonomi. I så fall måste ökade investeringar mot-

<sup>2</sup> Detta är dock en komplicerad och omtvistad fråga. Se Agell och Södersten [1983, 1984], Hansson [1984] och Södersten och Lindberg [1983].

svaras av ökat sparande. Frågan blir då: vad är det för mekanism som gör att ett budgetunderskott, som ökar den privata sektorns upplevda förmögenhet, skall kunna minska den privata konsumtionen? Om det finns något bra svar på den frågan, så känner jag inte till det.<sup>3</sup>

Med tanke på budgetunderskottens storlek och varaktighet är det generande hur lite vi vet om deras effekter. Lars Werins studie är ett välkommet bidrag, inte minst genom sammanställningen av detaljerade portföljer för flera kategorier av placerare. Jag hoppas att den kommer att få efterföljare.

#### Referenser

- Agell, J. och Södersten, J., [1982], "Skatteregler och realinvesteringar". *Ekonomisk Debatt*, årg 10, nr 8.  
 — [1983], "Att mäta effektiv skattebelastning — svar till Ingemar Hansson". *Ekonomisk Debatt*, årg 11, nr 4.  
 Friedman, B.M., [1978], "Crowding Out or Crowding In? Economic Consequences of Financing Government Deficits". *Brookings Papers on Economic Activity*, nr 3.  
 Hansson, I., [1983], "Skatter, realinvesteringar och verkligheten". *Ekonomisk Debatt*, årg 11, nr 4.  
 Persson, T., [1984], "Budgetunderskott, utlandsupplåning och framtida konsumtionsmöjligheter", i *Perspektiv på budgetunderskottet*, del 4, DsFi 1984:3.  
 Werin, L., [1983], "Budgetunderskott, portföljval och tillgångsmarknader" i *Perspektiv på budgetunderskottet*, del 3. Liber/Allmänna Förlaget.

<sup>3</sup> Persson [1984] behandlar budgetunderskottens effekter på sparande och investeringar inom en allmän jämviktsram.