

Sammanfattning

Finans- och penningpolitik är båda centrala för en effektiv konjunkturstabilisering. Erfarenheterna från 1970- och 1980-talens makroekonomiska problem med hög inflation, låg tillväxt och återkommande devalveringar ledde till att penningpolitiken i Sverige delegerades till en oberoende Riksbank och att ett finanspolitiskt ramverk infördes. Det senare bestämmer villkoren för finanspolitiken, medan Riksbanken för en flexibel inflationsmålspolitik enligt vilken det också är ett mål att stabilisera resursutnyttjandet. Sedan mitten av 1990-talet har det varit en utbredd uppfattning att konjunktursvängningar under en flytande växelkurs i första hand bör motverkas av penningpolitiken. Finanspolitiken ska enligt denna syn främst bestå i att de **automatiska stabilisatorerna** tillåts verka, medan **diskretionära** (aktiva) finanspolitiska åtgärder bör användas sparsamt.

Under de senaste 15 åren har kraftiga makroekonomiska störningar – den globala finanskrisen och den ”stora recessionen” 2008–10 samt pandemin 2020–21 – visat att kraftfulla finanspolitiska åtgärder ibland kan behövas. Den traditionella penningpolitiken, i form av styrränteförändringar, har samtidigt blivit alltmer begränsad av *den nedre ränterestriktionen*. Strukturella faktorer i världsekonomin har fått den neutrala realräntan, alltså den realränta som är förenlig med normalt kapacitetsutnyttjande och stabil inflation, att trendmässigt sjunka under flera decennier. Givet en låg inflation och att den nominella styrräntan bara kan sättas marginellt under noll förmår inte räntepolitiken alltid ge tillräcklig stimulans till ekonomin i djupa lågkonjunkturer. För att nå uppsatta inflationsmål har därför centralbanker världen över under senare år använt sig av okonventionella medel som framåtblickande vägledning (*forward guidance*) och stora värdepappersköp, så kallade balansräkningsoperationer eller kvantitativa lättnader (*quantitative easing*).

Kunskapen om dessa åtgärders effekter på kort och lång sikt är begränsad och det finns en oro för negativa biverkningar på ekonomin. Sammantaget har detta lett till att det vedertagna paradigmet där det huvudsakliga ansvaret för konjunkturstabilisering ligger på penningpolitiken alltmer har ifrågasatts.

Mycket har alltså hänt sedan de nuvarande ramverken för finans- och penningpolitiken infördes under 1990-talet. Därmed uppkommer frågan om de behöver förändras – i grunden eller på marginalen. Eftersom finanspolitik och penningpolitik båda påverkar den allmänna efterfrågan i ekonomin är det viktigt att diskutera samspelen dem emellan i olika situationer. Syftet med denna rapport är att analysera hur förutsättningarna för stabiliseringspolitiken förändrats och om detta föranleder förändringar av de svenska ramverken.

Stabiliseringspolitikens grunder

Konjunkturedgångar beror oftast på att *efterfrågan* faller och inte räcker till för att upprätthålla en normal användning av produktionsresurserna. I högkonjunkturer stiger efterfrågan så mycket att resurserna överutnyttjas. För att stabilisera konjunkturen bör såväl finans- som penningpolitik vara *kontracyklisk*, det vill säga stimulerande i lågkonjunkturer och åtstramande i högkonjunkturer.

Ekonomin kan också drabbas av *utbudsstörningar*, ibland mycket kraftiga, som under pandemin och i samband med Ukrainakriget. En sådan störning kan inte hanteras genom efterfrågestimulans. Tvärtom kan efterfrågan bli för hög så att inflationen ökar kraftigt. Vilken politik som är lämplig efter en stor utbudsstörning beror i hög grad på om den är *permanent* eller *temporär* och vilka branscher som omfattas. En temporär utbudsstörning kan behöva mötas med *överbrygningspolitik*. Vid en permanent utbudsstörning är i stället sådan politik skadlig. Så var till exempel fallet vid oljekriserna på 1970-talet.

Acyklisk diskretionär finanspolitik men kongruent finans- och penningpolitik

Vi bedömer finanspolitikens inriktning från 1996 och framåt genom att jämföra den offentliga sektorns finansiella sparande (skillnaden mellan intäkter och utgifter) med överskottsmålet. Mätt på detta sätt har finanspolitiken i sin helhet, inklusive de automatiska stabilisatorerna, i allmänhet varit kontracyklisk. Den *diskretionära* finanspolitiken framstår däremot i genomsnitt som *acyklisk*, det vill säga den uppvisar ingen samvariation med resursutnyttjandet. Det finns också flera exempel på *procyklisk* diskretionär finanspolitik som förstärkt obalanserna i konjunkturen under år då dessa varit stora.

Vi definierar penningpolitikens inriktning under samma period genom att jämföra realräntan med den neutrala realräntan. Penningpolitiken framstår då i genomsnitt som kontracyklisk.

Finans- och penningpolitiken bör normalt dra åt samma håll, det vill säga vara *kongruent*. Skillnaden mellan det finansiella sparandet och överskottsmålet har samvarierat positivt med skillnaden mellan realräntan och den neutrala realräntan. Det har alltså förelegat kongruens: när finanspolitiken i sin helhet varit expansiv (kontraktiv) har i regel också penningpolitiken varit det.

Den neutrala realräntan förblir troligen låg även framöver

Prognoser för den neutrala realräntan är osäkra. Den vanligaste bedömningen är dock att grundläggande strukturella faktorer talar för att den kommer att förbli låg också framöver, om än förmodligen inte så låg som under det senaste decenniet. Det bör därför finnas en stabiliseringspolitisk beredskap för att hantera situationer där en *nedre ränterestriktion* binder även i kommande lågkonjunkturer. Det är möjligt att centralbankerna i sådana situationer skulle kunna sätta mer *negativa styrräntor* än som tidigare gjorts, men vår bedömning är att det kan vara svårt att få legitimitet för en sådan politik och att den därför inte är sannolik.

Skäl att undvika balansräkningsoperationer

Balansräkningsoperationer i en lågkonjunktur innebär att centralbanken köper statsobligationer och andra mer långfristiga värdepapper. Den betalar genom att skapa centralbankspengar som blir till bankernas reserver i centralbanken. Räntan på dessa följer styrrentan. Värdepappersköpen verkar visserligen ha haft avsedd effekt i bemärkelsen att de sänkt de långa obligationsräntorna men effekterna på inflation och aktivitetsnivå är svåra att skatta och därmed osäkra.

Värdepappersköp innebär att lång upplåning för den konsoliderade staten (inklusive centralbanken) ersätts av kort upplåning i form av centralbankspengar, så kallad *löptidsomvandling*. Det innebär en ränterisk. Om centralbanken handlar i andra finansiella instrument än statspapper skapas större finansiella risker och kredit- och resursallokeringen i samhällsekonomin påverkas i högre grad. Detta är problematiskt eftersom beslut som normalt tagits av det politiska systemet därmed flyttas över till opolitiska tjänstemän i centralbankens direktion. Det finns därför starka argument för att undvika balansräkningsoperationer i stor skala annat än om de, som under våren 2020, bedöms vara nödvändiga för att vidmakthålla det finansiella systemets funktion.

Riksbankens obligationsinnehav bör avvecklas

Riksbanken bör avveckla sina stora värdepappersinnehav. Eftersom en politik som påverkar riskpremierna på de finansiella marknaderna sätter *marknadssignaler* ur spel, är det särskilt viktigt att innehaven av bostads- och företagsobligationer avvecklas. Riksbanken har indikerat att innehavet av värdepapper ska minskas i takt med att de förfaller. Vi är kritiska till denna strategi. Det är osannolikt att den optimala neddragningstakten skulle sammanfalla med hur innehaven förfaller.

Högre inflationsmål skapar bättre förutsättningar för penningpolitiken men inte läge nu

Om man vill undvika negativa räntor och balansräkningsoperationer är ett alternativ att skapa bättre förutsättningar för penningpolitiken genom ett *högre inflationsmål*. För en given neutral realränta innebär ett högre mål en normalt högre nominell räntenivå. Därmed skulle det finnas större utrymme för *styrrentesänkningar* i lågkonjunkturer så att penningpolitikens möjligheter att då stimulera efterfrågan blir bättre.

Det skulle dock vara riskabelt att höja inflationsmålet i en situation som den nuvarande (augusti 2022) då inflationen ligger högt över målet: det kan skapa en bild av att det anpassas till misslyckanden att hålla inflationen nere och därför leda till förväntningar om ytterligare höjningar som bidrar till ännu högre inflation. En höjning av inflationsmålet förutsätter att inflationen först har pressats ner igen så att det finns *trovärdighet* för det mål som väljs.

Det finns argument för en större roll för finanspolitiken

Risken att penningpolitiken i lågkonjunkturer ska begränsas av en nedre ränterestriktion stärker argumenten för att finanspolitiken bör spela en *större roll* för att stabilisera konjunkturen. En fördel med finanspolitiska åtgärder i en lågkonjunktur är att de kan hålla nere arbetslösheten utan att få icke avsedda effekter på förmögensfördelningen och den finansiella stabiliteten. Finanspolitiken har också särskilt stora effekter på efterfrågan när ekonomin befinner sig i närheten av den nedre ränterestriktionen eftersom det då inte blir några räntereaktioner. Låga realräntor betyder också att de offentligfinansiella riskerna med högre statsupplåning i ekonomiska nedgångar är små.

De automatiska stabilisatorerna bör stärkas

Ett sätt att öka finanspolitikens betydelse i konjunkturstabiliseringen är att stärka de automatiska stabilisatorerna. De har fördelen att innebära en expansiv politik i lågkonjunktur och en kontraktiv sådan i högkonjunktur utan att diskretionära beslut behöver tas. Det

minskar risken för att finanspolitiken ska felanvändas och för att en större stabiliseringspolitisk roll för finanspolitiken ska leda till alltför stor offentlig upplåning.

En möjlighet är *automatiska variationer i statsbidragen* till kommunerna för att minska risken för att de ska agera procykliskt på grund av det kommunala balanskravet. Reglerna för statsbidragen skulle kunna utformas så att dessa automatiskt kompenserar för avvikelser i tillväxten av kommunsektorns skatteunderlag från ett genomsnitt för tidigare år. En *konjunkturberoende arbetslöshetsförsäkring*, som i lågkonjunktur görs mer generös i termer av högre ersättningsnivå eller längre maximal ersättningsperiod, är ett annat alternativ.

En nackdel med starka automatiska stabilisatorer är att de kan verka destabiliserande vid utbudsstörningar. Detta problem måste beaktas men vår uppfattning är ändå att det vore värdefullt med starkare automatiska stabilisatorer.

Viktigt att finanspolitiken inte felanvänds

Eftersom det inte finns något kontracykliskt mönster för den diskretionära finanspolitik som tidigare förts i Sverige, är det inte självklart att en mer aktiv finanspolitik skulle innebära mer av konjunkturstabilisering. Det kan rentav tänkas att den praxis som etablerades under pandemin 2020–21, med återkommande nya beslut om stimulansåtgärder i ändringsbudgetar under löpande budgetår, kan ha förskjutit normerna för beslutsfattandet så att politikerna blivit mer villiga att tillfredsställa krav på selektiva stöd till grupper som fått vidkännas realinkomstminskningar. Detta innebär risker för att den diskretionära finanspolitiken i själva verket kan komma att destabilisera konjunkturen.

En större roll för finanspolitiken kräver därför ett starkare finanspolitiskt ramverk. *Finanspolitiska rådet* skulle kunna ges i uppdrag att i *förväg* rekommendera hur finanspolitiken bör utformas med hänsyn till konjunkturläget. *Riksbanken* borde också informera regering och riksdag om den bedömer att de penningpolitiska medel som står till dess förfogande inte räcker till för att stabilisera ekonomin och uppnå inflationsmålet utan stora negativa sidoeffekter och därför behöver understöd av finanspolitiken.

Tydligare riktlinjer för balansen mellan finans- och penningpolitiken

Idag saknas *tydliga riktlinjer* – som tidigare fanns – för vilken roll finanspolitiken ska spela som medel för att stabilisera konjunkturen. Sådana riktlinjer bör klargöra att penningpolitiken och de automatiska stabilisatorerna normalt ska ha ansvaret för konjunktur-stabiliseringen men också att den diskretionära finanspolitiken – om inte offentligfinansiella hänsyn talar i annan riktning – bör *understöda* penningpolitiken vid kraftiga konjunkturstörningar så att inte denna då överbelastas. En sådan understödande roll bör inte bara gälla vid stora avvikelser från normalt resursutnyttjande utan också när inflationen avviker kraftigt från inflationsmålet.

Ett forum där företrädare för Riksbanken och regeringen kan träffas och diskutera samspelet mellan olika politikområden, ungefär som inom *Finansiella stabilitetsrådet*, bör också övervägas. En annan möjlighet vore att utvidga Finanspolitiska rådets uppgift till att också avse balansen mellan finans- och penningpolitiken.

Helhetsgrepp viktigt i den nuvarande stagflationssituationen

Efter en lång period av låg inflation har priserna nu (augusti 2022) stigit kraftigt i både Sverige och omvärlden. En lärdom av den *stagflation* som rådde på 1970-talet är att det är viktigt att den samlade stabiliseringspolitiken inte blir så expansiv att ett betydande positivt BNP-gap driver på inflationen.

Eftersom inflationen nu beror på utbudsstörningar, som påverkar potentiell BNP negativt, så kan ett positivt BNP-gap uppstå trots låg tillväxt. Om kraftiga finanspolitiska stimulanser då sätts in, till exempel för att försäkra hushållen mot den minskade köpkraft inflationen ger upphov till och för att motverka arbetslöshet, försvåras Riksbankens inflationsbekämpning. Det är viktigt att undvika en situation där finans- och penningpolitiken motarbetar varandra. Det skulle kunna leda till en så kontraktiv penningpolitik att det blir alltför stora påfrestningar för högt skuldsatta hushåll och företag med åtföljande finansiella stabilitetsrisker.

Relationen mellan olika förändringar av riktlinjerna för stabiliseringspolitiken

Eventuella förändringar på enskilda områden av stabiliseringspolitiken har konsekvenser för andra områden. Ju större utrymme man vill ge Riksbanken att göra omfattande värdepappersköp, desto mindre är behovet av förändringar.

Förstärkta automatiska stabilisatorer innebär mindre krav på diskretionär finanspolitik för att komplettera penningpolitiken vid efterfrågestörningar och därmed mindre behov av att bygga in spärrar mot felanvändning av finanspolitiska åtgärder. Samtidigt underlättar automatiska stabilisatorer stabiliseringspolitiken bara när det är fråga om efterfrågestörningar. Vid utbudsstörningar som innebär större effekter på potentiell än faktisk BNP, kan i stället de automatiska stabilisatorerna förstärka obalanserna och därmed öka behovet av diskretionära finanspolitiska beslut.

Ju mer man är beredd att förlita sig på finanspolitiken för att stabilisera konjunkturen, desto svagare är skälen för att ompröva inflationsmålet. Men ju mer skeptisk man är mot möjligheterna att föra en väl avvägd finanspolitik och ju större förtroendet är för räntepolitikens potentiella förmåga, desto större anledning finns det att vidga Riksbankens handlingsutrymme genom ett högre inflationsmål.

Politik i akuta ekonomiska kriser

Denna rapport analyserar främst stabiliseringspolitiken under normala konjunktursvängningar. Detta betyder inte att krispolitik är oväsentlig – tvärtom. Särskilt *finanskriser* kan utvecklas till katastrofala ekonomiska förlopp – depressioner. En effektiv krispolitik kan förhindra en sådan utveckling. Ett exempel på detta är pandemin. Åtgärderna från regering, Riksbank och andra myndigheter i syfte att minska de ekonomiska konsekvenserna av pandemin var kraftfulla, snabba och involverade många nya verktyg. De samlade åtgärderna, i kombination med liknande insatser i omvärlden, var sannolikt avgörande för att de ekonomiska effekterna av pandemin blev avsevärt mindre än befarat.

De nuvarande finans- och penningpolitiska regelverken hindrade inte en snabb och kraftfull krishantering. Tvärtom var de avgörande för att *förtroendet* för de offentliga finanserna och för penningvärdet förblev starkt under hela krisen. Vi ser inte heller några betydande problem med koordineringen av de åtgärder som vidtogs under covidkrisen. Riksbanken genomförde dock åtgärder som gränsade till, eller överskred, gränsen för vad som bör betraktas som penningpolitik. Hit hör köpen av säkerställda obligationer (**bostadsobligationer**) och särskilt köpen av företagsobligationer. Behovet av ett snabbt och kraftfullt agerande i ett akut finansiellt krisläge talar tydligt för att Riksbanken även framöver ska ha möjligheter att genomföra sådana åtgärder. De bör dock endast tillgripas i synnerligen allvarliga kriser i syfte att värna det finansiella systemets funktion.

Övergripande slutsatser

Det finns goda skäl att undvika stora balansräkningsoperationer från Riksbankens sida förutom om en finanskris hotar bryta ut. Det vore värdefullt med en förstärkning av de automatiska stabilisatorerna, men det räcker sannolikt inte om man väsentligt vill vidga finanspolitikens möjligheter att stabilisera konjunkturen i kraftiga lågkonjunkturer. Betydande diskretionära finanspolitiska stimulanser kan då krävas om finanspolitiken ska ge ett effektivt bidrag till konjunkturstabiliseringen. Men detta innebär också större risker för att finanspolitiska stimulanser ska fel- och överanvändas. Dessa risker kan emellertid minskas om de finanspolitiska besluten i högre grad än idag baseras på *oberoende bedömningar*. Utan en större roll för sådana kan en mer aktiv användning av finanspolitiken syftande till att stabilisera konjunkturen vara riskabel.

Idag saknas *tydliga riktlinjer* för vilken roll finanspolitiken ska spela som medel för att stabilisera konjunkturen. Sådana behövs. Riktlinjerna bör klargöra att penningpolitiken och de automatiska stabilisatorerna normalt ska ha ansvaret för konjunkturstabiliseringen men också att den diskretionära finanspolitiken bör *understödja* penningpolitiken vid kraftiga konjunkturstörningar. Det innebär att finanspolitiken bör ha sådan efterfrågepåverkan att omfattande

värdepappersköp kan undvikas i lågkonjunkturer och att mycket höga räntor inte behöver tillgripas i högkonjunkturer.

Grunden för en ändamålsenlig finanspolitik måste vara en politisk vilja att *respektera de ekonomisk-politiska ramverken*. De gjorde det möjligt att bedriva en kraftfull politik under covidkrisen. Åtgärder som bedömdes nödvändiga i det akuta krisläget kunde genomföras utan att begränsas av deras konsekvenser för det finansiella sparandet och statsskulden. Men i normala tider kan politiken inte bedrivas som då. Helt centralt för den ekonomiska politikens framtida handlingsutrymme är att det sker en återgång till en sammanhållen budgetprocess där övergripande beslut tas om finanspolitikens utformning i stället för att den blir resultatet av en rad enskilda och okoordinerade beslut. Här ligger ett stort ansvar på alla de politiska partierna i riksdagen.