



ANFÖRANDE

DATUM: 2021-12-08
TALARE: Vice riksbankschef Per Jansson
PLATS: Sveriges riksbank

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

Är det dags att se över rollfördelningen i den makroekonomiska politiken?*

Ibland kan utvecklingen få en att börja fundera på lite större och mer grundläggande frågor än man kanske vanligtvis gör. Så har det varit för mig den senaste tiden. Den fråga som jag skulle vilja ta upp idag är om det kan vara dags att vi modifierar synen på rollfördelningen i den makroekonomiska politiken, i meningen den samlade finans- och penningpolitiken. Jag är själv inte helt säker på svaret, även om jag lutar åt att det är något som vi nog borde göra. I det här talet ska jag försöka presentera mina preliminära och säkert rätt så ofärdiga tankar.

Vad jag däremot *är* helt säker på är att vi har nått ett läge då det är dags att vi börjar diskutera hur en lämplig makroekonomisk rollfördelning bör se ut. Glädjande nog så har antalet debattinlägg som har med temat att göra också ökat under senare tid och det är min förhoppning att jag med det här talet kan bidra till denna diskussion.

Men låt mig ta ett steg tillbaka och börja från grunden.

Devalveringspolitiken når vägs ände i början av 1990-talet

För trettio år sedan befann sig svensk ekonomi i en synnerligen allvarlig situation. Problemen var ett resultat av en utveckling som hade pågått under lång tid, och även om den nästan lika länge hade utgjort ett orosmoment så hade vi inte förmått att komma till rätta med den. Det kanske främsta bekymret var den starka inhemska inflationstrenden med pris- och lönespiraler som krockade med försöken att hålla en fast växelkurs, och därför ledde till återkommande kostnadskriser

*Jag vill tacka Mikael Apel för arbetet med detta tal, Eric Leeper för givande diskussioner, Johan Almenberg, Roberto Billi, Charlotta Edler, Bul Ekici, Mattias Erlandsson, Jesper Hansson, Åsa Olli Segendorf, Marianne Sterner och Anders Vredin för värdefulla synpunkter och Calum McDonald för översättning. De åsikter jag för fram är mina egna och delas inte nödvändigtvis av övriga direktionsledamöter.

och devalveringar. Ett annat skäl, som delvis hängde ihop med detta, var att finanspolitiken ofta var alltför expansiv, med snabbt stigande offentliga utgifter och tendenser till strukturella underskott som följd. Till detta kom dessutom den avreglering av kreditmarknaden som gjordes i mitten av 1980-talet, och som skulle komma att medföra betydligt större problem än vad som förutspåddes när reformen genomfördes.¹

I början av 1990-talet bidrog dessa och andra ingredienser till ännu en inhemsk kostnadskris, som dessutom sammanföll med en finanskris, till stor del orsakad av alltför vidlyftig utlåning till hushåll och företag. Arbetslösheten steg kraftigt och de offentliga finanserna försämrades dramatiskt. Kronan sattes under stark press av placerare som räknade med att Sverige snart skulle devalvera igen, och i november 1992 tvingades Riksbanken ge upp försvaret av den fasta växelkursen.

Ny politik med betoning på långsiktiga ankare

Konsekvenserna av krisen underströk med all önskvärd tydlighet att den typ av politik Sverige hade fört under ett antal decennier hade nått vägs ände och behövde omformas i grunden. I stället för att försvara en fast växelkurs skulle penningpolitikens uppgift från och med nu vara att hålla inflationen låg och stabil. Finanspolitiken skulle å sin sida i betydligt större utsträckning än tidigare inriktas på att hålla de offentliga finanserna i gott skick, för att upprätthålla marknadens förtroende.

Efter hand stadfästes den nya ordningen genom förändringar i de finans- och penningpolitiska ramverken. Prisstabilitetsmålet, som i praktiken hade införts 1993 i form av ett inflationsmål, skrevs in i lagen 1999 samtidigt som de penningpolitiska besluten delegerades till en självständigt arbetande direktion. Inom finanspolitiken förändrades budgetprocessen så att det skulle gå lättare att få kontroll över utgiftsutvecklingen, samtidigt som det offentliga sparandet i genomsnitt skulle vara positivt. Syftet med det senare var förstås till stor del att få bukt med den skenande statsskulden och återställa förtroendet för de offentliga finanserna. Men det fanns också andra skäl som angavs när överskottsmålet infördes, nämligen att goda offentliga finanser skapar utrymme för stabiliseringspolitik och att en allt äldre befolkning innebär utmaningar som måste hanteras.² Överskottsmålet sågs alltså inte bara som ett mål i sig, utan också som ett medel för att med tiden öka det finanspolitiska handlingsutrymmet.

Det här var förstås ett klokt sätt att ta itu med de problem som den svenska ekonomin hade dragits med under så lång tid. För att penningpolitiken och finanspolitiken – och därmed den makroekonomiska politiken i stort – ska kunna bedrivas på ett effektivt sätt måste en del grundläggande förutsättningar vara uppfyllda. En sådan är att de har en långsiktig förankring, och det var framför allt det man ville åstadkomma.

¹ Den alltför kanske bästa redogörelsen för 1990-talskrisen och den utveckling som föregick den är Ekonomikommissionen (1993), det vill säga den så kallade Lindbeckkommissionens rapport.

² Regeringen (1997).

Långsiktigt hållbara finanser är ankaret för finanspolitiken...

För finanspolitiken är det centralt att ekonomins aktörer har *förtroende för de offentliga finanserna* och ser dem som *långsiktigt hållbara* eller annorlunda uttryckt, att *den offentliga skulden på lång sikt är stabil*, uttryckt som andel av BNP. Om förtroendet för de offentliga finanserna börjar luckras upp så kommer många som i vanliga fall gärna lånar ut till staten, det vill säga köper statspapper, att vara ovilliga att göra detta eftersom de oroar sig för att inte få tillbaka sina pengar. När färre är villiga att låna ut och man kräver en högre avkastning för risken man tar så stiger räntorna. Det gör i sin tur att statens utgifter ökar, situationen förvärras och man kan hamna i en negativ spiral med ökande utgifter och stigande underskott och räntor. I värsta fall kan det krävas en finanspolitisk åtstramning i ett redan dåligt konjunkturläge för att förtroendet ska återupprättas. Att lyckas med detta är förstås väldigt svårt, eftersom åtstramningen samtidigt gör att ekonomin på kort sikt krymper ytterligare. Det minskar i sin tur skatteunderlaget och ökar samtidigt behovet av stöd till utsatta grupper.

Givet att det finns förtroende för hållbarheten i de offentliga finanserna finns det också utrymme att använda finanspolitiken för att motverka lågkonjunkturer och åtgärda strukturella problem i ekonomin. Till stor del sker den finanspolitiska stabiliseringen av konjunkturen via så kallade automatiska stabilisatorer, utan att några politiska beslut behöver fattas.³ Men om förtroendet finns så är det också möjligt att fatta beslut om utgiftsökningar eller skattesänkningar, så kallad diskretionär finanspolitik, utan att detta ger upphov till tvivel på hållbarheten i finanserna. En god långsiktig förankring är alltså en förutsättning för att finanspolitiken ska kunna användas för att stabilisera konjunkturen eller för att komma till rätta med strukturella problem i ekonomin.

Att förankringen skapar ett sådant utrymme verkar faktiskt ha hamnat lite i skymundan de senaste decennierna. Som jag nyss konstaterade motiverades det finanspolitiska regelverk som sattes efter 90-talskrisen inte enbart med att en lägre offentlig skuld skulle skapa förtroende för att de offentliga finanserna är under kontroll, utan också med att det skulle skapa större möjligheter att använda finanspolitiken till annat. Jag kommer att återkomma till det.

...och inflationsmålet är ankaret för penningpolitiken

För penningpolitiken ser mekanismerna ut på ett liknande sätt. Det som förankrar penningpolitiken på lång sikt är att det finns *förtroende för att centralbanken kan hålla inflationen låg och stabil*. För de flesta centralbanker innebär detta en inflation på 2 procent. Till dem hör numera även den europeiska centralbanken, ECB, som i juli i år övergick till ett symmetriskt mål på 2 procent, i stället för den tidigare formuleringen där inflationen skulle vara under, men nära, 2 procent.

På samma sätt som förtroendet för de offentliga finanserna ger finanspolitiken flexibilitet, får penningpolitiken handlingsutrymme att motverka lågkonjunkturer om det finns förtroende för centralbankens förmåga att hålla inflationen låg och

³ Exempel på automatiska stabilisatorer är inkomstberoende skatter och arbetslöshetsunderstöd som jämnar ut hushållens disponibla inkomster över konjunkturcykeln.

stabil. Om penningpolitiken kan göras expansiv utan att detta får ekonomins aktörer att befara att inflationen kommer att öka kraftigt, så påverkas inte heller deras förväntningar på vad inflationen kommer att bli på längre sikt. Men om den expansiva politiken skapar farhågor för att inflationen ska stiga mycket kan också de långsiktiga inflationsförväntningarna börja leta sig uppåt. Följden kan då i förlängningen bli, om ankaret till slut helt släpper, att inflationen fortsätter att stiga i en pris- och lönespiral. Och på samma sätt som det kan krävas stora ansträngningar för att återupprätta förtroendet för offentliga finanser som har börjat urholkas, kan det vara svårt och kostsamt att få inflationen under kontroll igen. Den här typen av pris- och lönespiraler har vi ju, som jag var inne på inledningsvis, en del erfarenhet av i Sverige, även om de ligger ett antal decennier bakåt i tiden vid det här laget.

Alltför låg inflation är också ett problem...

Men det är inte enbart om ankaret släpper ”uppåt” som det blir bekymmersamt. Penningpolitiken kan även få stora problem om det släpper ”nedåt” och inflationen mer varaktigt blir mycket låg. I det fallet blir penningpolitiken mindre verkningsfull eftersom det huvudsakliga instrumentet, styrräntan, blir svårare att använda. Varför det blir så har jag pratat om många gånger de senaste åren och jag tänkte därför inte gå in på det mer i detalj här idag.⁴ Men vad det i korta drag handlar om är detta: Eftersom nominella räntor inbegriper en kompensation för inflationen, så kommer dessa räntor i genomsnitt att vara lägre i en låginflationsökonomi. Det finns dessutom en effektiv nedre gräns för styrräntan, där de positiva effekterna av ytterligare sänkningar upphör och de negativa börjar väga över.⁵

Detta innebär att det finns mindre utrymme att sänka räntan för att stimulera efterfrågan i lågkonjunkturer. Och eftersom den förväntade inflationen är lägre är det dessutom svårare att åstadkomma så låg kortsiktig *real* ränta som skulle behövas för att få tillräcklig effekt.

En konsekvens av detta som är värd att notera är att med en inflation som mer varaktigt är lägre än 2 procent så skulle det bli vanligare med negativa styrräntor. De som är kritiska till en styrränta under noll bör alltså se förtroendet för inflationsmålet som mycket viktigt och därmed också stödja en penningpolitik som strävar efter att målet uppnås.

...vilket avspeglas i Federal Reserves och ECB:s strategiöversyner

Problemen med alltför låg inflation under lång tid spelar en central roll i både ECB:s strategiöversyn från juli i år och den amerikanska centralbanken Federal Reserves översyn från augusti i fjol. De förändringar man har gjort visar tydligt att man vill undvika dessa problem. Federal Reserve skriver i motiveringen för sin nya

⁴ För en mer utförlig redogörelse, se till exempel Jansson (2020).

⁵ Det är svårt att veta exakt var denna gräns ligger, men gissningsvis ligger den i Sverige något lägre än $-0,5$ procent som ju Riksbankens reporänta var under en period och den beror sannolikt också på hur länge reporäntan ligger kvar på negativa nivåer.

strategi att man räknar med att den nivå på styrräntan som är förenlig med maximal sysselsättning och långsiktig prisstabilitet har sjunkit relativt sitt historiska genomsnitt. Styrräntan kommer därför framöver att begränsas av sin nedre gräns oftare än vad som varit fallet under tidigare perioder. För att förankra de långsiktiga inflationsförväntningarna vid 2 procent och förhindra att de faller under den nivå – vilket alltså skulle göra att nedre gränsen binder *ännu* oftare – har man valt att specificera målet som ett *genomsnitt* på 2 procent. Det klargörs därmed att ”bygones” inte är ”bygones”: Om inflationen legat under målet en period så ska detta kompenseras med att den under en period ligger över det.⁶

ECB har i sin tur, som jag just var inne på, övergått till ett *symmetriskt* mål på 2 procent på medellång sikt. Det innebär att man i praktiken har höjt målet en aning eftersom inflationen tidigare skulle vara ”under, men nära, 2 procent”. Symmetrin innebär att negativa och positiva avvikelser från målet är lika oönskade. Även ECB lyfter fram att den markanta nedgången i jämviktsrealräntan har gjort att den effektiva nedre gränsen för nominella räntor sannolikt allt oftare kommer att begränsa penningpolitiken. Man framhåller också att en konsekvens av detta är att kraftfulla eller ihållande penningpolitiska åtgärder behövs när räntan är nära den nedre gränsen för att undvika att negativa avvikelser från inflationsmålet blir permanenta. Vidare konstateras det att den nya strategin kan medföra att inflationen periodvis kommer att ligga över målet, men till skillnad från Federal Reserve har man alltså valt att inte införa ett genomsnittsmål.⁷

Ett ömsesidigt beroende

Vi har alltså sett att en förutsättning för att finanspolitiken och penningpolitiken ska vara effektiva är att de har en stabil långsiktig förankring. För finanspolitiken gäller att det måste finnas ett förtroende för att den offentliga skulden är långsiktigt stabil och för penningpolitiken att det finns ett förtroende för att centralbanken kan hålla inflationen låg och stabil. För att penningpolitiken ska kunna använda styrräntan för att motverka konjunkturedgångar och ökad arbetslöshet krävs dessutom att den genomsnittliga inflationen inte blir *alltför* låg. Det är därför naturligt att finanspolitiska ramverk inriktas på att upprätthålla långsiktigt stabila offentliga finanser och penningpolitiska ramverk på att hålla inflationen på 2 procent.⁸

Även om det i praktiken är smidigt, och förmodligen nödvändigt, att ha separata ramverk för finanspolitiken och penningpolitiken är det viktigt att inse att det finns ett ömsesidigt beroende mellan de båda politikområdena. Förtroendet för det ena är avhängigt av att det samtidigt finns förtroende för det andra. Om till exempel de offentliga finanserna upplevs som ohållbara uppstår lätt en förväntan om att penningpolitiken förr eller senare ska släppa upp inflationen för att minska det reala värdet på den offentliga skulden, det vill säga inflatera ned den. Det kan göra att även penningpolitikens ankare släpper. Om inflationen å sin sida stiger för att förtroendet för inflationsmålet har urholkats kan det på motsvarande sätt leda

⁶ För en beskrivning av Feds förändringar i strategin och bakgrunden till dessa, se till exempel Powell (2020).

⁷ Se ECB (2021).

⁸ Att siffran ska vara just 2 är förstås inte självklart. Ett högre mål skulle, i enlighet med resonemangen tidigare, ge mer utrymme att sänka räntan i dåliga tider och jag har själv lyft frågan om inte ett mål på 3 procent borde övervägas, se Jansson (2020).

till kraftigt högre räntor, som i sin tur gör att statens ränteutgifter ökar och hållbarheten i de offentliga finanserna börjar ifrågasättas.

Vanligt att se det som att penningpolitiken sitter i förarsätet

Den praktiska tillämpningen av den makroekonomiska politiken under den här policyregimen beskrivs ofta som att det är penningpolitiken som sitter i förarsätet och förväntas vara den aktiva parten i stabiliseringspolitiken. Det är den som förmodas hålla ekonomin i balans och inflationen stabil. Finanspolitiken uppfattas ha en mer passiv roll, som i princip är avgränsad till att anpassa skatter och utgifter när detta krävs för att hålla den offentliga skulden långsiktigt stabil.⁹ Däremot anses finanspolitiken inte ha någon uttalad stabiliseringspolitisk uppgift, utöver den som följer av de automatiska stabilisatorerna, förutom möjligen vid djupa recessioner eller kriser.

Det här synsättet har fått ett stort genomslag världen över, både i den akademiska forskningen och på policyavdelningar på finansdepartement och centralbanker. Att bedriva makroekonomisk politik med denna rollfördelning har också fungerat relativt väl på de flesta håll, inte minst i Sverige. Det har således varit en ordning som de flesta har varit nöjda med.

Rollfördelningen kanske inte längre är så självklar

Men kanske är det ändå dags att vi nu börjar ställa oss frågan om den här uppdelningen i en aktiv penningpolitik och en mer passiv finanspolitik verkligen i alla lägen är det bästa sättet att åstadkomma en gynnsam makroekonomisk utveckling. Kanske har uppdelningen trots allt drivits ett steg för långt med tanke på att vissa omständigheter faktiskt har förändrats.

Det finns åtminstone ett par skäl till att jag menar att detta är något som vi nu kan behöva fundera ytterligare ett varv kring. Det handlar dels om att penningpolitiken och finanspolitiken sannolikt är mer beroende av varandra än vi hittills har utgått ifrån, dels om att detta beroende har blivit ännu tydligare i och med att den makroekonomiska miljön har förändrats ganska mycket under de senaste decennierna.

Under ganska långa perioder kan det mycket väl fungera bra om penningpolitiken inriktas på att upprätthålla inflationsmålet och finanspolitiken på att hålla koll på de offentliga finanserna – om var och en, så att säga, sköter sitt. Indirekt ger de två politikområdena då ändå ett värdefullt understöd till varandra.

Anta till exempel att inflationen börjar stiga snabbt och riskerar att varaktigt bli för hög, och att centralbanken därför höjer räntan för att dämpa efterfrågan i ekonomin. Då ökar statens ränteutgifter och de offentliga finanserna försvagas. Hur mycket beror förstås bland annat på hur stor skulden är från början och hur mycket centralbanken höjer räntan. Om ekonomins aktörer litar på att finanspolitiken stabiliserar den offentliga skulden, så räknar de med att skatterna kommer

⁹ En policyregim med aktiv penningpolitik och mer passiv finanspolitik kallas ibland för en regim med "monetary dominance", monetär dominans, se till exempel Leeper (2018, 2021).

att höjas eller att staten drar ned på sina utgifter, eller både och. De anpassar sitt beteende därefter och håller tillbaka sin konsumtion och sina investeringar, för att ta höjd för den väntade åtstramningen. Finanspolitikens stabilisering av den offentliga skulden ger på detta sätt stöd till den penningpolitiska åtstramningen – finans- och penningpolitiken drar åt samma håll.

Större beroende än vi hittills utgått ifrån...

Men om budgetprocessen fungerar dåligt och högre offentliga utgifter slentrianmässigt finansieras genom att staten tar upp ännu mer lån, så förväntar sig aktörerna i ekonomin *inte* en stramare finanspolitik, i alla fall inte förrän staten någon gång i framtiden kanske ser sig absolut tvungen att bedriva en sådan politik. Det bidrar i sin tur till att hålla uppe efterfrågan och det blir svårare för centralbanken att med sin räntehöjning motverka uppgången i inflationen, eftersom finanspolitiken och penningpolitiken drar åt olika håll.¹⁰

Åt det här hållet är sambandet mellan penningpolitiken och finanspolitiken rättframt och intuitivt. Men mekanismerna verkar faktiskt också på ungefär samma sätt åt andra hållet och det är något som jag menar att vi kan behöva uppmärksamma och diskutera mer.

Om inflationen är låg under en period så kommer även centralbankens styrränta att vara låg. På samma sätt som tidigare kommer därför statens ränteutgifter att påverkas. Men i detta fall kommer de att minska, vilket innebär att de offentliga finanserna förbättras. Om finanspolitikens uppgift är att hålla den offentliga skulden stabil finns det alltså utrymme att bedriva en mer expansiv finanspolitik än vad som annars vore fallet.

På motsvarande sätt som i exemplet nyss så blir det svårare för penningpolitiken att klara sin uppgift – i det här fallet att *höja* inflationen till målet – utan stöd av en mer expansiv finanspolitik. Om finanspolitikens uppgift är att *stabilisera* den offentliga skulden så kommer penningpolitiken att få ett sådant stöd. När statens räntekostnader minskar kommer skatterna att sänkas eller utgifterna att ökas, och detta är också något som ekonomins aktörer räknar med. Finans- och penningpolitiken drar då återigen åt samma håll genom att samspela för att höja efterfrågan och inflationen.¹¹

Men som regimen med en aktiv penningpolitik och en mer passiv finanspolitik i praktiken har kommit att tillämpas de senaste decennierna är det inte uppenbart att så blir fallet. Att "hålla statsfinanserna i god ordning" har ofta likställts med att "se till så att skulden inte *ökar*". En krympande statskund uppfattas därmed i allmänhet som något som alltid är positivt och inte som något som skapar utrymme för en mer expansiv finanspolitik. Men ur ett makroekonomiskt perspektiv är det

¹⁰ I ett extremfall kan det inte bara bli svårt utan omöjligt. Räntehöjningar blir kontraproduktiva och bidrar till att inflationen i stället *stiger*. Ett exempel som brukar nämnas är Brasilien på 1980-talet, då inflationen steg i ett par års tid parallellt med att centralbanken höjde räntan eftersom det inte fanns några tecken på att finanspolitiken skulle komma att stramas åt, se till exempel Sims (2016).

¹¹ Leeper (2018) menar att stödet från finanspolitiken i längden är helt avgörande för att centralbanken ska kunna uppnå inflationsmålet.

inte helt oproblematiskt med en sådan asymmetri i synen på finanspolitikens uppgift.¹²

...särskilt i rådande makroekonomiska miljö

Problemen har dessutom skärpts i och med att den makroekonomiska miljön har förändrats ganska mycket de senaste decennierna. Den viktigaste förändringen är att den globala reala jämviktsräntan har fallit och idag är historiskt låg. Det har gjort att många centralbankers styrräntor nu är på eller nära sin nedre gräns (diagram 1). Det finns alltså inte något större utrymme att sänka dem ytterligare. I de flesta länder förväntas de dessutom ligga kvar på låga nivåer under lång tid och efter hand höjas ganska blygsamt.

Samtidigt som det låga ränteläget har gjort det svårare att bedriva en expansiv penningpolitik har det gjort det lättare att bedriva en expansiv finanspolitik. Det handlar dels om att räntekostnaderna för de lån som staten tar upp är mycket låga. Jag nämnde tidigare att en expansiv penningpolitik sänker statens räntekostnader. Men den största effekten på räntekostnaderna kommer från den här trendmässiga nedgången i det reala ränteläget. Det är ju också den som har drivit centralbankernas styrräntor nedåt. En annan viktig effekt av det låga ränteläget, som också talar till finanspolitikens fördel, är att fler offentliga investeringar blir lönsamma.

Förnyad diskussion kring finanspolitikens möjligheter

Den låga räntan har under senare år gett upphov till en förnyad diskussion kring finanspolitiken i forskarvärlden. Bakgrunden till den är observationen att räntan är lägre än tillväxten i ekonomin.¹³ När staten kan ta upp lån till en mycket låg ränta så behöver inte skuldbördan som andel av BNP öka om ekonomin växer i en tillräcklig takt. De offentliga finanserna kan med andra ord gå med underskott under en period utan att man för den skull behöver höja skatterna. Tillväxten är ju tillräcklig för att se till att skuldkvoten förbättras utan någon åtstramning.

Det är inte bara förhållandet mellan räntan och tillväxttakten i ekonomin som är av betydelse i detta sammanhang, utan förstås även nivån på räntan som sådan. I flera utvecklade länder ligger långa räntor idag nära noll eller är till och med negativa, eller har nyligen varit det. Det innebär att privata aktörer är villiga att låna ut långsiktigt till staten utan någon nämnvärd ersättning, eller till och med är villiga att betala för att få låna ut. Det kan, utan att överdriva, betecknas som ett ganska generöst erbjudande. Det är inte särskilt svårt att föreställa sig att det går att hitta områden där offentliga satsningar kan behövas och där de medel man lånar upp för att genomföra dem gott och väl "ger pengarna tillbaka", eftersom kostnaden är mycket låg eller negativ.

¹² Sveriges offentliga bruttoskuld är förvisso relativt låg. Men i kronor och ören räknat är den ändå cirka 2000 miljarder. Det betyder att ränteförändringar definitivt inte är oviktiga för statens finanser, särskilt inte om räntan varierar så mycket som den gjort under senare år.

¹³ Se till exempel Blanchard (2019), som också noterar att det – möjligen något överraskande – inte är något nytt fenomen att tillväxten tenderar att överstiga den riskfria räntan. En sammanfattning av den förändrade synen på finanspolitikens roll finns i Lagerwall (2019).

Varför detta inte har skett i större utsträckning än vad som varit fallet är inte helt lätt att förstå. En förklaring är förmodligen att många länder har satt upp regelverk som hindrar eller motverkar ökad upplåning. Skälen till detta är goda om man ser till tidigare negativa erfarenheter. Men om det är förklaringen är det naturligt att samtidigt börja fundera över om dessa regler verkligen är anpassade till de förändringar som skett i den makroekonomiska miljön sedan de infördes, främst att ränteläget blivit historiskt lågt. Om offentliga satsningar, som kanske förr eller senare ändå behöver göras, kan finansieras till en historiskt låg kostnad så framstår det som ett bra tillfälle att genomföra dem.

I slutänden syftar finanspolitiken till att öka medborgarnas välfärd. Utvecklingen av underskott och den offentliga skulden kan vara *medel* att uppnå detta, men det är i ekonomiskt perspektiv inte uppenbart att den ska ses som ett *mål i sig*. Här kan man göra en jämförelse med penningpolitiken: Där avser målet *utfallet*, det vill säga främst hur väl inflationsmålet uppnås, och inte *medlet*, det vill säga de penningpolitiska verktygen. Jag tror att det skulle vara bra om vi började tänka mer i de banorna även när det gäller finanspolitiken.¹⁴

Slutsatsen av de här resonemangen är *inte* att offentlig upplåning aldrig är problematisk. Exempelvis kan investerare ändå, om politiken blir alltför vidlyftig eller inte förklaras och följs upp tillräckligt, börja frukta att staten inte kommer att kunna hantera sina skulder och därför kräva en högre riskersättning för att låna ut. Detta kan i sin tur göra att åtagandena blir ännu svårare att klara – man riskerar att hamna i en dålig jämvikt, uttryckt med ekonomspråk. Men den diskussion som har uppstått pekar åtminstone på att det kan finnas skäl att inte per automatik se offentliga underskott som något negativt, vilket vi kanske har vant oss alltför mycket vid att göra.¹⁵

Trendmässigt lägre styrränta och offentlig skuld

För svenskt vidkommande blir de förändrade förutsättningarna för penningpolitiken och finanspolitiken ganska tydliga om man studerar hur reporäntan och de offentliga finanserna har utvecklats de senaste drygt tjugofem åren (diagram 2).

I takt med att det reala globala ränteläget har fallit har reporäntan behövt sänkas till allt lägre nivåer för varje konjunkturcykel. Trots detta har det alltså varit svårt att mer varaktigt hålla inflationen kring 2 procent. Under samma tid har den konsoliderade offentliga bruttoskulden, den så kallade Maastrichtskulden, fallit från strax under 70 procent av BNP till ungefär 40 procent. Trenden nedåt har visserligen bromsat upp då och då, nu senast i samband med coronapandemin, men är ändå väldigt tydlig.

¹⁴ Det förtjänar dock att noteras att det här problemet från tid till annan också förekommer när penningpolitiken diskuteras. Till exempel höjs röster om att räntan är för låg under för lång tid, eller att Riksbanken borde stänga ned sitt program för köp av finansiella tillgångar, utan hänvisning till om en penningpolitisk åtstramning är motiverad med hänsyn till inflationsutvecklingen. Det understryker vikten av att Riksbanken i sin kommunikation hela tiden måste vara noga med att förklara penningpolitiken i ljuset av inflationsbedömningen och inte "tappa blicken på bollen", se Jansson (2019).

¹⁵ För intressanta synpunkter kring denna aspekt och tankar kring finanspolitikens möjligheter i stort, se Regling (2021).

På ett mer allmänt plan och sett över perioden som helhet kan man säga att den här utvecklingen också avspeglar att den makroekonomiska politiken inte har bedrivits på ett sådant sätt att den offentliga skulden som andel av BNP hållits stabil. Detta har förstås varit en medveten strategi eftersom Sverige har velat minska skulden. Men det innebär samtidigt att det har blivit svårare att uppnå inflationsmålet.¹⁶

Det har alltså blivit svårare för penningpolitiken att motverka lågkonjunkturer. Ett förhållande som skulle ändra på detta är om den globala reala jämviktsräntan skulle stiga. Då skulle även centralbankernas styrräntor i genomsnitt vara högre – på motsvarande sätt som de nu sjunkit i takt med jämviktsräntan. Men någon märkbar ökning av den globala reala jämviktsräntan inom en snar framtid ligger inte i korten enligt de flesta bedömare.¹⁷ I alla händelser kommer det inte att inträffa så snart att min diskussion här idag blir onödig.

Ett annat förhållande som åtminstone skulle förbättra situationen är om den senaste tidens inflationsuppgång av olika skäl skulle leda till att vi framöver på ett lite mer bestående sätt hamnar närmare inflationsmålet. Men den prognos som Riksbanken och i stort sett alla svenska prognosmakare gör är att uppgången i inflationen är tillfällig och i huvudsak beror på olika obalanser mellan efterfrågan och utbud som har med pandemin att göra.¹⁸ Samma bedömning görs på många andra håll i världen, där man ser en liknande utveckling, även om inflationens varaktighet i framför allt USA diskuteras allt mer.

Men även om inflationsuppgången skulle medföra att vi efter pandemin hamnar lite närmare målet, så skulle en fortsatt låg global real jämviktsränta göra att centralbankernas styrräntor ändå då och då kommer att slå i den nedre gränsen. Problemet att det blir svårt att göra penningpolitiken så expansiv som den ibland skulle behöva vara skulle alltså kvarstå.

En ny policyregim med finanspolitiken i förarsätet?

Det faktum att penningpolitikens möjligheter har beskrivits har gjort att vi, enligt en del ekonomer, sedan en tid befinner oss i en annan regim där det i stället är finanspolitiken som har hamnat i förarsätet i den makroekonomiska politiken.¹⁹ Om så är fallet – och jag tycker att det ligger en hel del i det – så kommer det framöver att behövas en mer aktiv finanspolitik än vad vi har haft de senaste decennierna. Och vi hade förmodligen kunnat ha en bättre utveckling fram tills nu om finanspolitiken redan tidigare hade tagit denna mer aktiva roll.

Jag vill understryka att det jag pratar om här handlar om betydligt mer än att finanspolitiken ska ”hjälpa penningpolitiken att nå inflationsmålet”, även om detta i och för sig inte är oviktigt. Jag brukar ofta poängtera att inflationsmålet är ett

¹⁶ Leeper (2018) går ännu längre och frågar sig om det svenska penningpolitiska och finanspolitiska ramverken verkligen är inbördes konsistenta.

¹⁷ För en genomgång av forskningen om den globala realräntan och dess utveckling framöver, se fördjupningen ”Låga globala realräntor även framöver?” i Penningpolitisk rapport november 2021. En central uppsats är den av Auclert m.fl. (2021), som menar att den reala jämviktsräntan kan komma att falla ytterligare.

¹⁸ Högre energipriser har varit en viktig förklaring till den stigande inflationen. Dessa har också pressats upp av en del faktorer som inte har med pandemin att göra, till exempel vädereffekter.

¹⁹ Denna regim benämns ibland ”fiscal dominance”, se till exempel Leeper (2018, 2021).

samhällsekoniskt mål och inte enbart Riksbankens mål. Det är visserligen Riksbanken som är satt att uppfylla det, men om detta verkligen lyckas eller inte har stor betydelse i ett mycket bredare samhällsekoniskt perspektiv. Det finns ett starkt politiskt stöd för inflationsmålet, som i sin tur baseras på övertygelsen om att ekonomin helt enkelt fungerar bättre med en viss, låg och stabil inflation. Som jag nyss noterade är det något som också präglar Federal Reserves och ECB:s nyligen genomförda ändringar i ramverken.

Som en liten utvikning kan det vara intressant att notera att benägenheten att se inflationsmålet som enbart Riksbankens angelägenhet inte är någon ny företeelse. Urban Bäckström, riksbankschef 1994–2002, påtalade problemet redan i februari 1995 vid Nationalekonomiska föreningens förhandlingar:

”[J]ag vänder mig mot rubriken på dagens diskussion som är ’Riksbankens inflationsmål’. Även om det är naturligt att en centralbank ska sträva efter prisstabilitet måste denna strävan ... genomsyra hela den ekonomiska politiken.”²⁰

Då var problemet visserligen det omvända, det vill säga att fler politikområden behövde bidra till att hålla *ned* inflationen. Men eftersom syftet med ett inflationsmål är att inflationen ska förankras vid en viss nivå, snarare än att den ska vara så låg som möjligt, så är argumentet rimligen giltigt även när inflationen riskerar att mer varaktigt bli för låg.

Flera goda skäl för en mer aktiv finanspolitik

Under senare år har strävan att upprätthålla inflationsmålet mycket kommit att handla om att det är ett sätt att försäkra sig om att penningpolitiken även i framtiden ska kunna användas för att motverka lågkonjunkturer och ökad arbetslöshet – och således kunna ge stöd till finanspolitiken i dåliga tider. Lite tillspetsat kan man säga att de uttalanden om att penningpolitiken inte kan vara ”the only game in town” som hörts ganska ofta under senare tid, kanske i synnerhet från centralbanksföreträdare, i grunden handlar om att vi inte ska hamna i ett läge där i stället *finanspolitiken* för överskådlig tid framåt kommer att vara ”the only game in town”. Båda kommer med all säkerhet att behövas.

Men det finns också andra goda skäl än inflationsutvecklingen till att finanspolitiken kan behöva spela en mer aktiv roll framöver. Ett sådant är att vi framför oss har stora strukturella utmaningar: Befolkningen blir allt äldre och det gör att vården behöver mer resurser, integrationen av olika grupper i det svenska samhället och i ekonomin behöver förbättras och klimatförändringarna kommer att kräva stora omställningar – för att nämna några. Här kan det vara värt att påminna om det jag tog upp tidigare om de ursprungliga motiven för att med hjälp av ett överskottsmål bringa ned den offentliga skulden. Det handlade inte bara om att återställa förtroendet för de offentliga finanserna, utan också om att skapa utrymme för stabiliseringspolitik och att hantera strukturella utmaningar.

Åtgärder inom dessa och andra områden syftar till att få den svenska ekonomin och det svenska samhället att fungera bättre på olika plan. Många av dem syftar också till att höja tillväxten och produktionskapaciteten på lång sikt – det man brukar kalla utbudspolitik. När det samlade utbudet och produktionskapaciteten

²⁰ Ekonomisk Debatt (1995), nr. 3, s. 268.

ökar så sätter det, enligt gängse ekonomiskt teori, en press nedåt på priserna för en given nivå på efterfrågan. Det tar dock ganska lång tid innan de här tillväxteffekterna slår igenom. På kortare sikt är effekten med stor sannolikhet att efterfrågan och inflationen ökar. Men som jag konstaterat kan även detta vara positivt i det läge som vi idag befinner oss.

Fördel att formalisera politiken?

Det är möjligt vi skulle kunna vinna på att formalisera en ordning där finanspolitiken spelar en mer aktiv roll inom makropolitiken och där spelreglerna tydligt läggs fast. En möjlighet är att politiken betingas på ett speciellt mätbart *mål* – att den görs vad som på ekonomspråk kallas situationsberoende, ”state contingent”. Tills detta mål har uppnåtts låter man budgeten gå med underskott.²¹

En annan möjlighet är att göra politiken tidsberoende, ”time contingent”. Finanspolitiska beslutsfattare kan exempelvis avisera att man avser att under, låt säga, en tioårsperiod låta budgeten gå med underskott enligt en på förhand angiven bana – ungefär på samma sätt som penningpolitiken signalerar sina ambitioner med styrräntan. Man specificerar också vad man vill åstadkomma med den mer expansiva finanspolitiken. Planen bör naturligtvis successivt uppdateras och göras mer detaljerad. Och under tiden som underskotten löper så utvärderas politiken kontinuerligt – hur den förhåller sig till den målsatta banan och hur effektiv den verkar vara.²²

Även om en tidsberoende strategi kan vara något mindre tilltalande för ekonomer än en situationsberoende så skulle en sådan kunna ha vissa fördelar: den är förmodligen enklare att genomföra och att hantera politiskt. Detta eftersom den har en på förhand angiven tydlig bortre gräns.

Eftersom långsiktigt hållbara offentliga finanser givetvis fortfarande är en grundförutsättning övergår man när perioden är slut, alternativt när man har nått det uppsatta målet, återigen till att hålla skulden stabil i förhållande till BNP.

Här finns förstas riskerna, även om man väljer en tidsberoende snarare än en situationsberoende strategi, att politikerna med tiden börjar uppleva att ”fördämningarna har släppt” eller att det blir alltför tungt att avsluta den expansiva politiken. Men om reglerna är angivna på förhand i ett formellt och tydligt ramverk borde dessa risker kunna vara hanterliga. Och vi i Sverige har ju trots allt nu under många år visat att vi är ganska duktiga på att löpande utvärdera och debattera vår ekonomiska politik och hålla oss till ramverk som vi har satt upp för att uppfylla långsiktiga ekonomiska syften.²³

²¹ En sådan politik skulle ha vissa likheter med automatiska stabilisatorer. Dessa är ju också situationsberoende i meningen att det börjar verka när något speciellt inträffar, exempelvis när arbetslösheten börjar öka.

²² Att utvärdera politiken och ställa krav på att den är effektiv är förstas helt avgörande oavsett om man väljer att göra den ”state contingent” eller ”time contingent”.

²³ Mitt intryck är att frågan om huruvida finanspolitiken bör spela en mer aktiv roll och de finanspolitiska ramverken bör ses över börjar lyftas allt mer i den ekonomisk-politiska debatten: se till exempel Calmfors (2021) för Sverige och Ubide (2021) och Lane (2021) för euroområdet. Detta understryks också av att ESO, Expertgruppen för Studier i Offentlig ekonomi, planerar en studie på området, se <https://eso.expertgrupp.se/pagaende-projekt/>. Det bör dock poängteras att denna studie bara ska avse samspelet mellan penningpolitiken och finanspolitiken i kristider, vilket jag menar inte är tillräckligt. För en månad sedan argumenterade även företrädare för regeringspartierna i en debattartikel att den översyn av det finanspolitiska ramverket som är planerad till 2025 bör tidigareläggas (Svenska Dagbladet, 2021). I regeringsförklaringen den 30 november menade statsminister Magdalena

För att bli ännu mer konkret: En tanke skulle kunna vara att ge Finanspolitiska rådet, eller någon annan myndighet, uppdraget att löpande utvärdera om finanspolitiken håller sig till den plan man har aviserat och ger de resultat man räknat med. Man skulle också kunna överväga att bredda uppdraget till att gälla analyser av hur den *samlade* makroekonomiska politiken förs. Även penningpolitiken skulle alltså analyseras parallellt med finanspolitiken i ett övergripande ekonomisk-politiskt sammanhang. Som jag försökt förmedla har finans- och penningpolitiken blivit mer beroende av varandra än tidigare och det skulle vara värdefullt om en instans kontinuerligt belyser och uppmärksammar detta.

Sverige har goda förutsättningar

Förutsättningarna för att låta finanspolitiken spela en sådan här mer aktiv roll skiljer sig åt mellan olika länder. Men jag vill påstå att de är särskilt goda i Sveriges fall. En viktig omständighet är att den offentliga skulden idag är låg i ett internationellt perspektiv (Diagram 3).

Som jag konstaterade tidigare ligger den på ungefär 40 procent av BNP, och beräknas av prognosmakare dessutom falla under kommande år. I exempelvis Tyskland och Finland, länder som inte precis är kända för att äventyra sina offentliga finanser, ligger den på ungefär 70 procent, cirka 1500 miljarder kronor högre än i Sverige, i termer av den svenska skuldkvoten. Att skulden har minskat över tid visar i sig att vi klarar av att generera överskott när detta behövs. Det ramverk vi byggt upp med starka institutioner, en kontrollerad budgetprocess och noggranna granskningar och utvärderingar har spelat en stor roll i detta och är förstås en stor fördel. Jag menar att det därför finns goda möjligheter för finanspolitiken att spela den mer aktiva roll som behövs så länge penningpolitikens möjligheter är begränsade – utan att hållbarheten i de offentliga finanserna för den skull äventyras.

Viktigt med en öppen diskussion

Låt mig runda av. Min tanke med det jag har sagt är att skapa diskussion kring frågor som jag tycker är viktiga. Jag gör inte anspråk på att leverera förslag som är färdiga att "tas från hyllan", utan jag är medveten om att mycket ytterligare arbete krävs innan de här tankarna och idéerna kan omsättas i praktiken. Det finns säkert också flera aspekter och komplikationer som jag inte har tänkt på.

Men inga problem går att lösa genom att vi blundar för dem i stället för att ta tag i dem, även om lösningarna kan innebära jobbiga förändringar och krav på att vi börjar tänka på ett lite nytt sätt. Det underlättar då om vi kan ha en öppen, prövande diskussion där det övergripande målet är att få svensk ekonomi att fungera så bra det bara går. Jag är förstås också helt medveten om att detta är frågor som det politiska systemet måste hantera och besluta om. Men en debatt med många deltagare och synpunkter är alltid en bra början.

Andersson att de offentliga finanserna är så starka att det är motiverat att växla från överskottsmål till balansmål (Regeringen, 2021). Det finns givetvis också de som är skeptiska till ramverksändringar och till att finanspolitiken ska spela en mer aktiv roll, se till exempel Svensson (2021).

Referenser

- Auclert, Adrien, Hannes Malmberg, Frederic Mertenet och Matthew Rognlie (2021), "Demographics, wealth, and global imbalances in the twenty-first century", NBER Working Paper 29161.
- Blanchard, Olivier (2019), "Public Debt and Low Interest Rates", *American Economic Review* 109(4), s. 1197–1229.
- Calmfors, Lars (2021), "Det är kanske dags att ompröva det finanspolitiska ramverket", kolumn i Dagens Nyheter, 21 oktober.
- ECB (2021), "The ECB's monetary policy strategy statement", https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.en.html
- Ekonomikommisionen (1993), *Nya villkor för ekonomi och politik*, Ekonomikommisionens förslag, SOU 1993:16.
- Jansson, Per (2019), "En ränteduvast och inflationshöks betraktelser", anförande vid Danske Bank, 3 december.
- Jansson, Per (2020), "Tankar kring behovet av förändringar i inflationsmålpolitiken", anförande vid Handelsbanken, 16 december.
- Lane, Philip R. (2021), "The future of the EU fiscal governance framework: a macroeconomic perspective", anförande vid Europakommisionens webinarium om "The future of the EU fiscal governance framework", 12 november.
- Lagerwall, Björn (2019), "Finanspolitik i ett penningpolitiskt perspektiv", Ekonomisk kommentar Nr. 5 2019, Sveriges riksbank.
- Leeper, Eric M. (2018), "Sweden's fiscal framework and monetary policy", Penning- och valutapolitik 2018:2, Sveriges riksbank.
- Leeper, Eric M. (2021), "Shifting Policy Norms and Policy Interactions", uppsats presenterad vid paneldiskussionen "The Interaction of Fiscal and Monetary Policy" vid "Macroeconomic Policy in an Uneven Economy", an economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 8 september.
- Powell, Jerome H. (2020), "New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review", anförande den 27 augusti, 2020, Federal Reserve.
- Regeringen (1997), Regeringens proposition 1996/97:150, 1997 års vårproposition.
- Regeringen (2021), Regeringsförklaringen, 30 november.
- Regling, Klaus (2021), intervju i Der Spiegel, 15 oktober, European Stability Mechanism, <https://www.esm.europa.eu/interviews/klaus-regling-interview-der-spiegel-germany>
- Sims, Christopher A. (2016), "Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence", lunchanförande vid "Designing Resilient Monetary Policy Frameworks"

for the Future”, an economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 26 augusti.

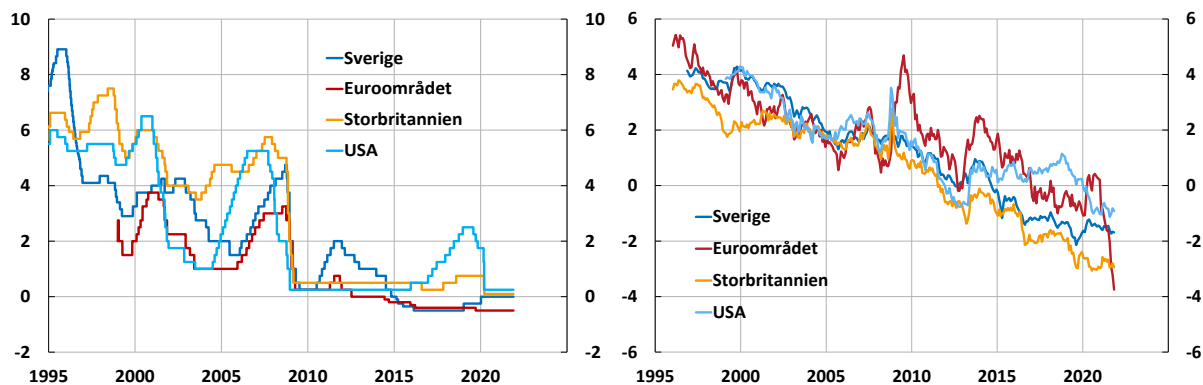
Svenska Dagbladet (2021), ”Ändra det finanspolitiska ramverket snabbare”, debattartikel av Magdalena Andersson (S) och Åsa Lindhagen (MP), 9 november.

Svensson, Mattias (2021), ”Spendergalna politiker tjänar på att du förlorar”, ledare i Svenska Dagbladet, 18 november.

Ubide, Ángel (2021), “An all-weather economic policy framework for the euro area”, kolumn, VoxEU, 8 oktober, <https://voxeu.org/article/all-weather-economic-policy-framework-euro-area>

Diagram 1. Styrrentorna låga till följd av lågt reallränteläge

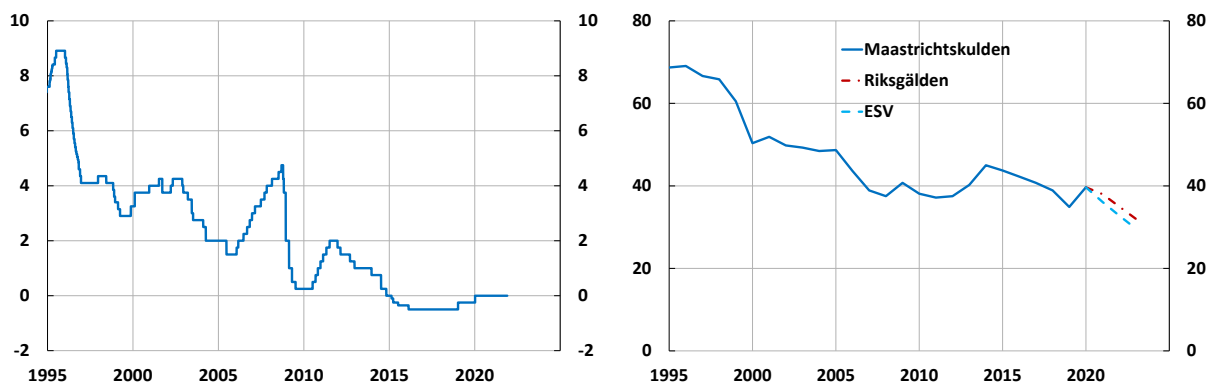
Styrräntor och långa realobligationsräntor i procent



Källor: Macrobond, nationella centralbanker och Riksbanken

Diagram 2. Fallande trend i reporäntan och skuldkvoten

Reporäntan i procent och Maastrichtskulden i procent av BNP

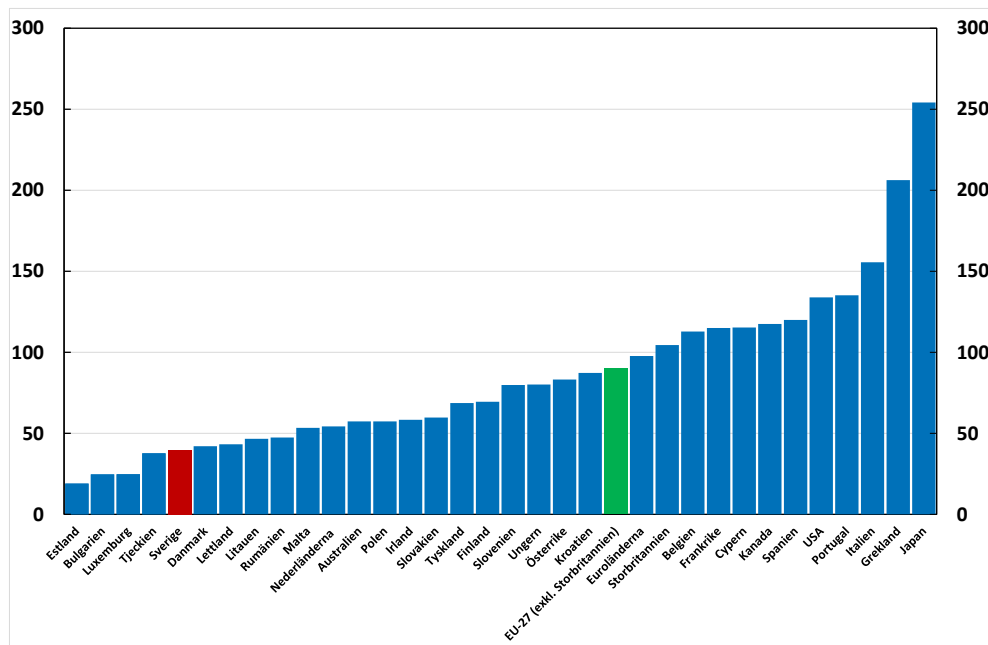


Anm. Streckade linjer avser Riksgäldens och Ekonomistyrningsverkets prognoser för Maastrichtskulden.

Källor: ESV, Riksgälden, SCB och Riksbanken

Diagram 3. Svensk offentlig skuldkvot låg i ett internationellt perspektiv

Offentlig skuld som procent av BNP, 2020



Anm. För länder inom EU visas Maastrichtskulden.

Källor: Eurostat, IMF och Riksbanken