



Samspel för stabilitet

- en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik

Lars Calmfors, IIES, Stockholms universitet, och IFN

John Hassler, IIES, Stockholms universitet

Anna Seim, Nationalekonomiska institutionen, Stockholms universitet



Utgångspunkter för stabiliseringspolitiken

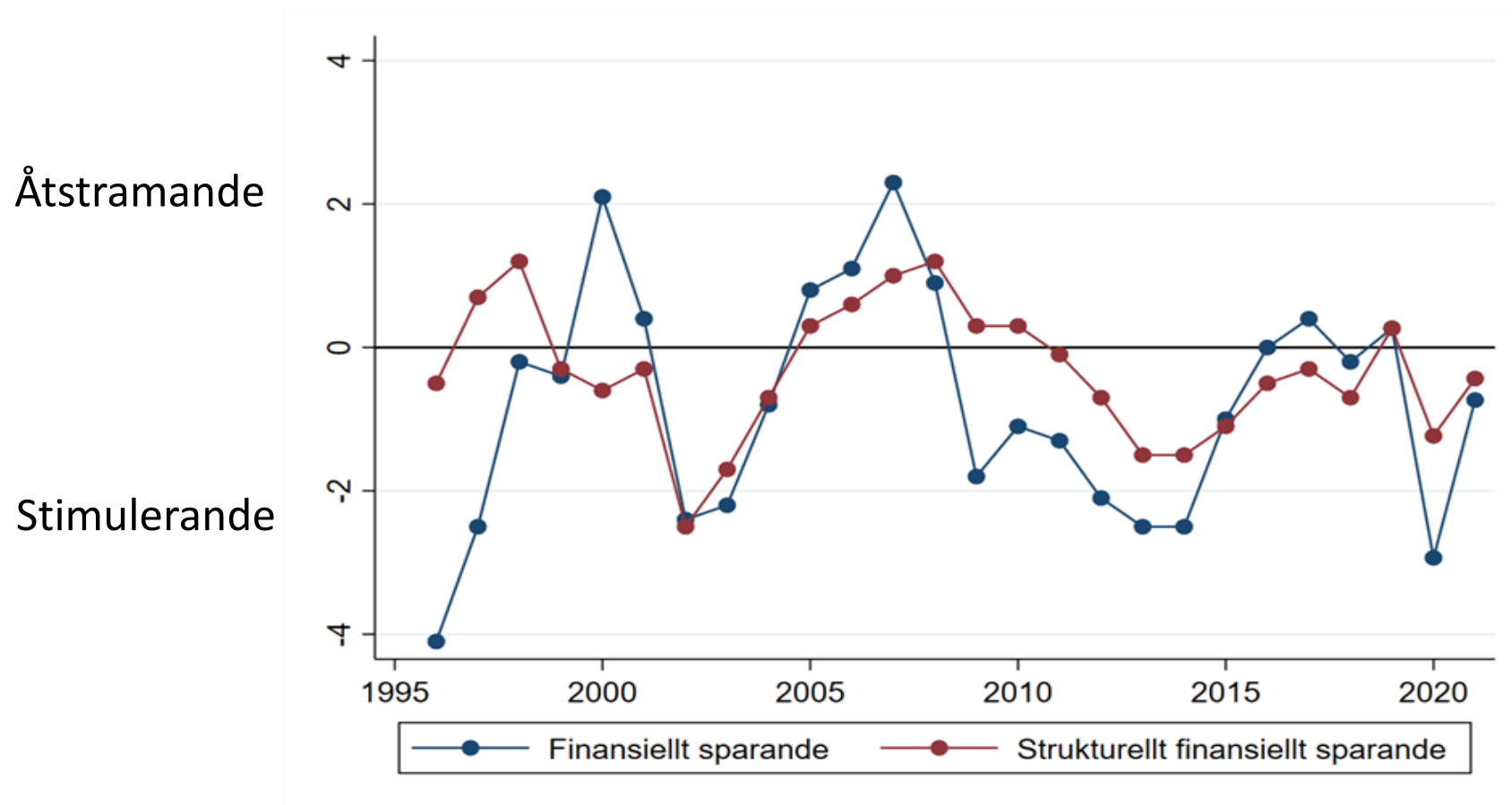
- Vad ska stabiliseras?
 - BNP-gap: skillnad mellan faktisk och potentiell BNP (vad ekonomin kan producera om produktionsresurserna är lagom utnyttjade).
- Varför?
 - Efterfrågan inte alltid i paritet med potentiell BNP, då uppstår ett BNP-gap (arbetslöshet eller överhettning).
- Hur?
 - Genom att påverka efterfrågan med finans- och penningpolitik. Stimulera (strama åt) om BNP-gapet är negativt (positivt). För finanspolitiken sker en hel del per automatik – automatiska stabilisatorer.
- Fall i BNP motverkas med stimulanser, eller?
 - Oftast uppstår BNP-gap genom variationer i efterfrågan, men ibland är det potentiell BNP som förändras – en utbudsstörning. En negativ sådan får inte mötas med expansiv stimulanspolitik.



Expertgruppen för
Studier i Offentlig ekonomi

Finanspolitik

Avvikelse från överskottsmålet



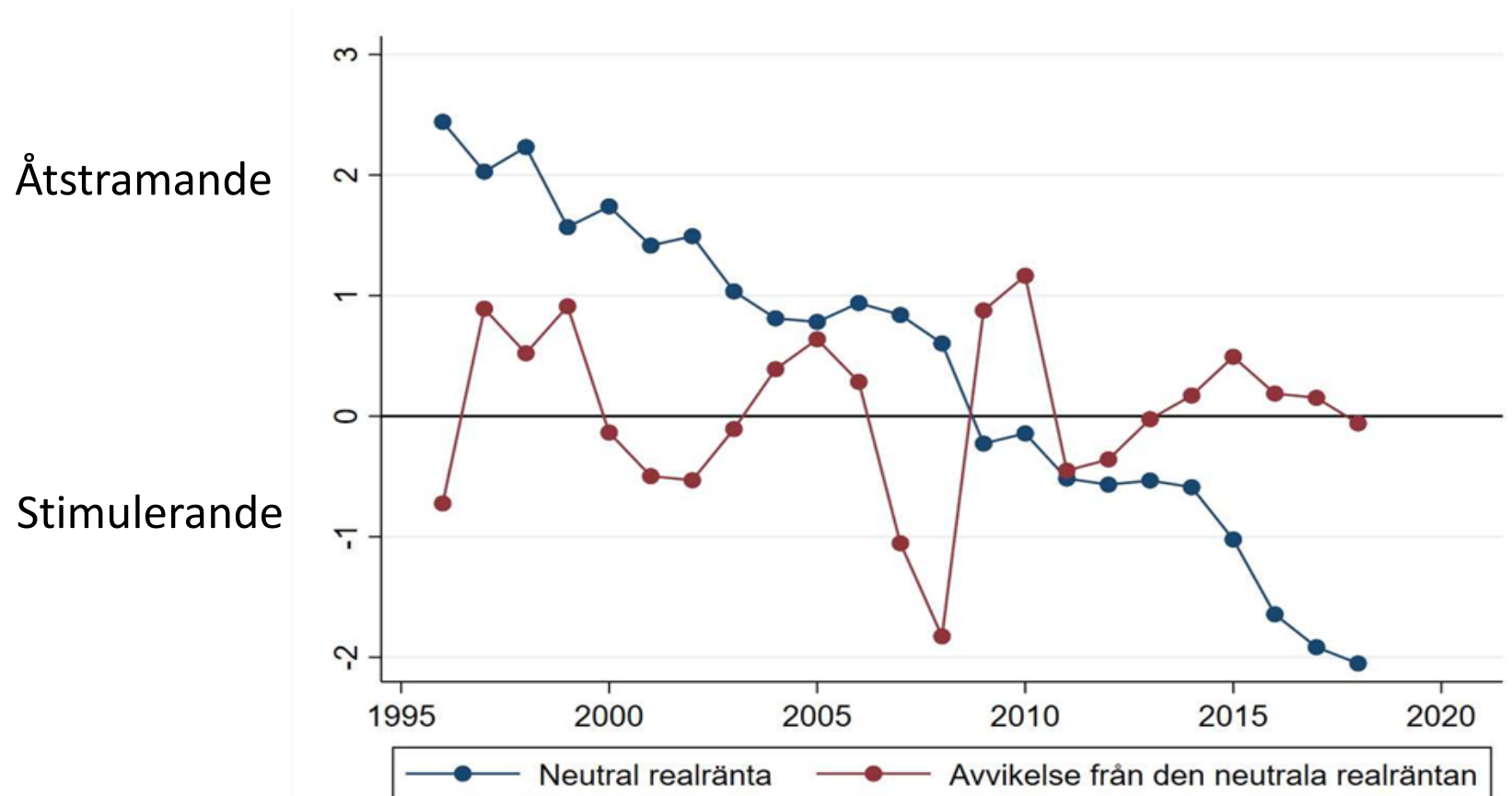
Källa: Konjunkturinstitutet.



Expertgruppen för
Studier i Offentlig ekonomi

Penningpolitik

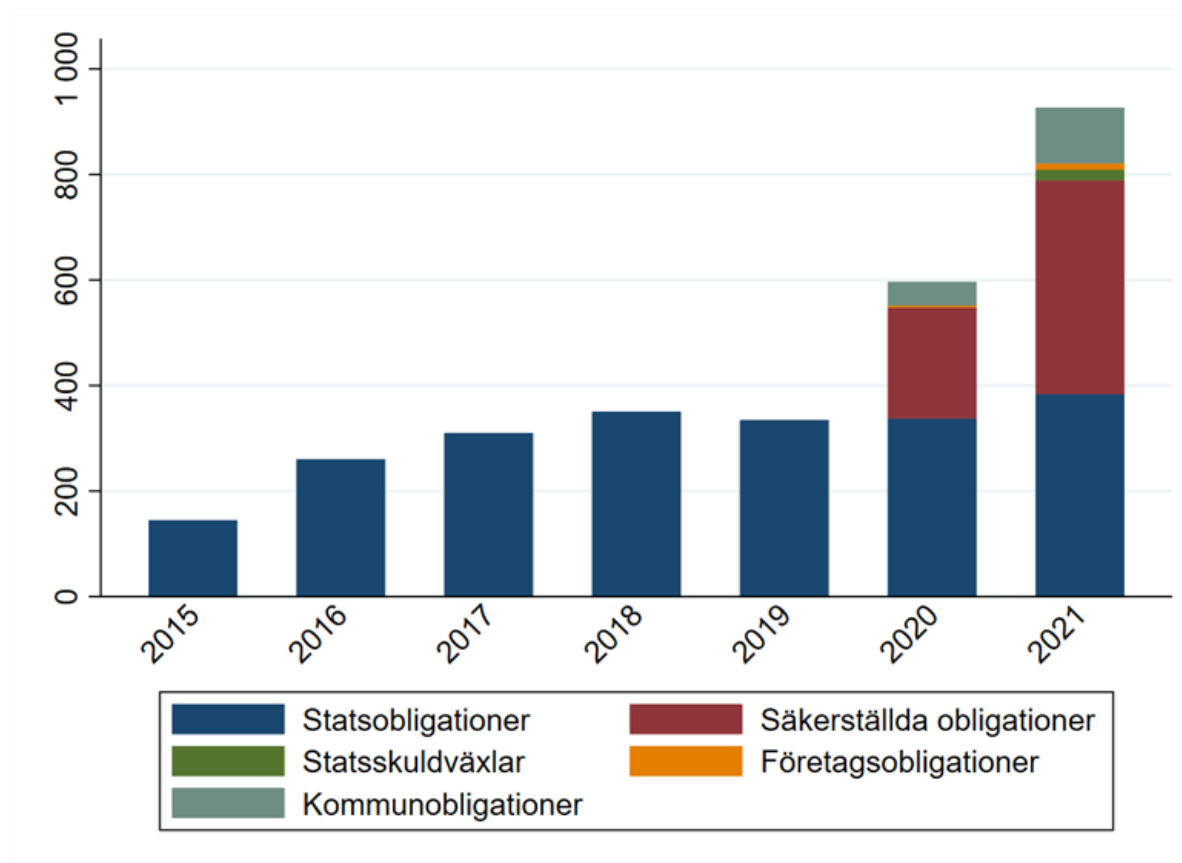
Avvikelse från neutral ränta (och neutral realränta)



Anm: Samtliga variabler är hämtade från Armelius med flera (2018). Avvikelsen mäter den neutrala realräntan minus realräntan.



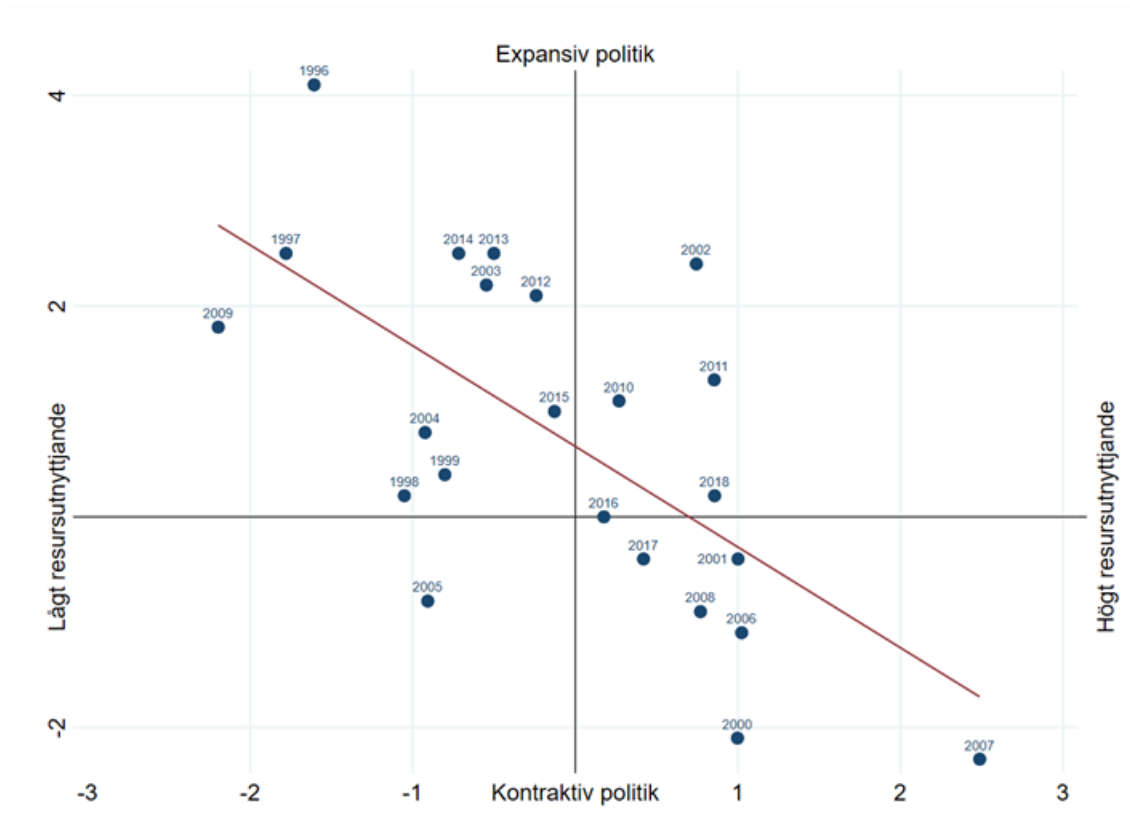
Riksbankens värdepappersinnehav vid slutet av året uppdelat i olika kategorier 2015–21



Anm: Volymer anges i miljarder kronor och avser det sista kvartalet varje år.

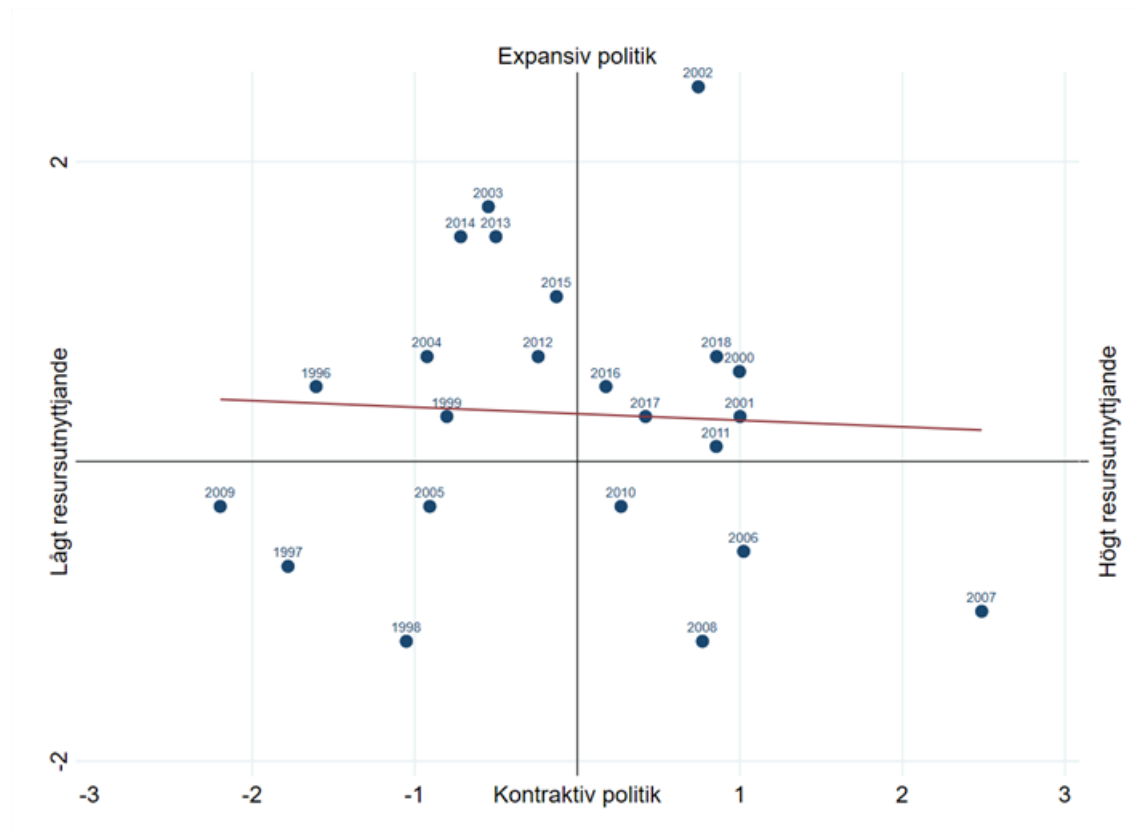
Källa: Riksbanken (2022).

Finanspolitik och BNP-gap



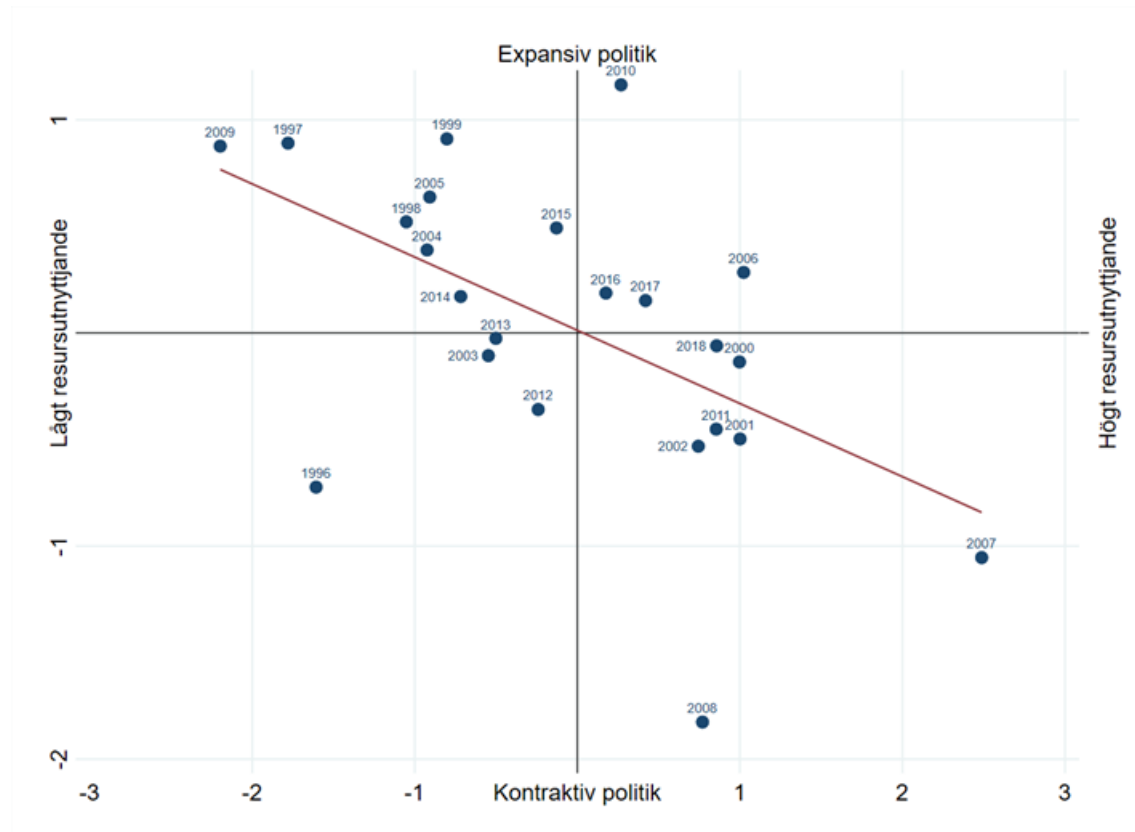
Anm: X-axeln visar BNP-gapet enligt Armelius med flera (2018). Y-axeln visar skillnaden mellan överskottsmålet och det finansiella sparandet. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

Finanspolitik utöver automatiska stabilisatorer och BNP-gap



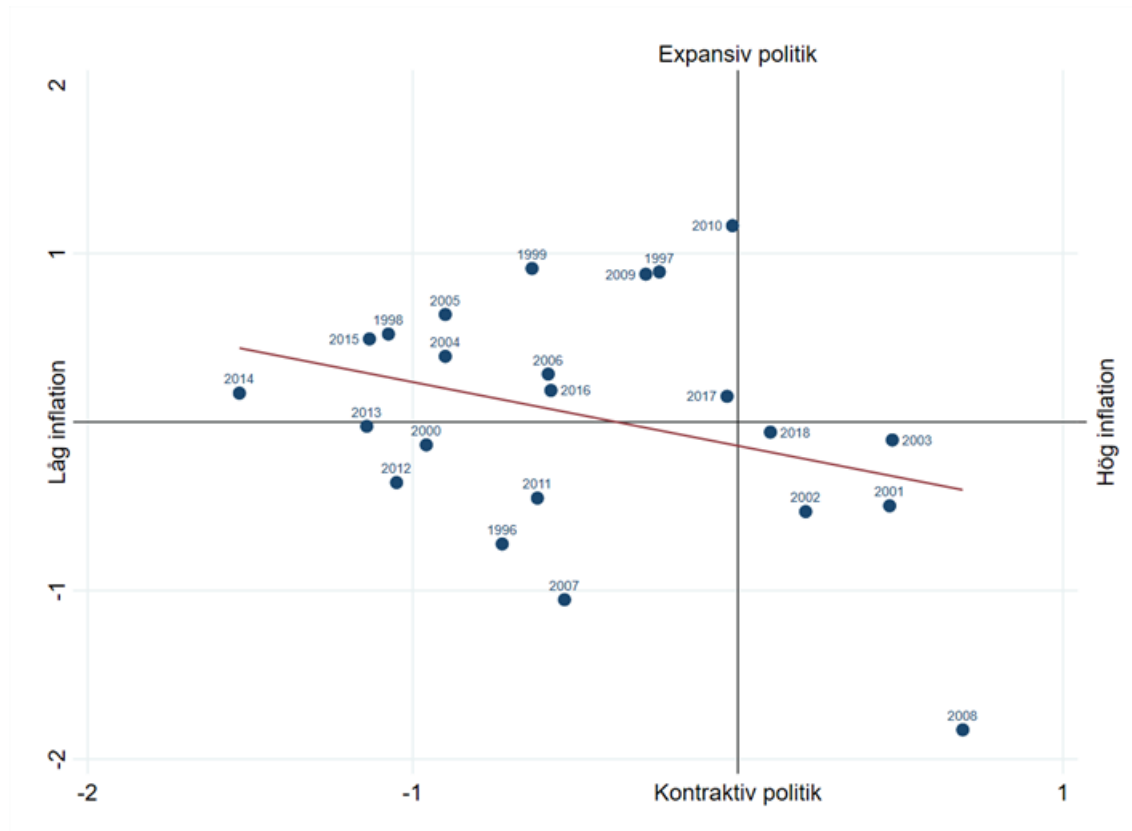
Anm: X-axeln visar BNP-gapet enligt Armelius med flera (2018). Y-axeln visar skillnaden mellan överskottsmålet och det strukturella finansiella sparandet. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

Penningpolitik och BNP-gap



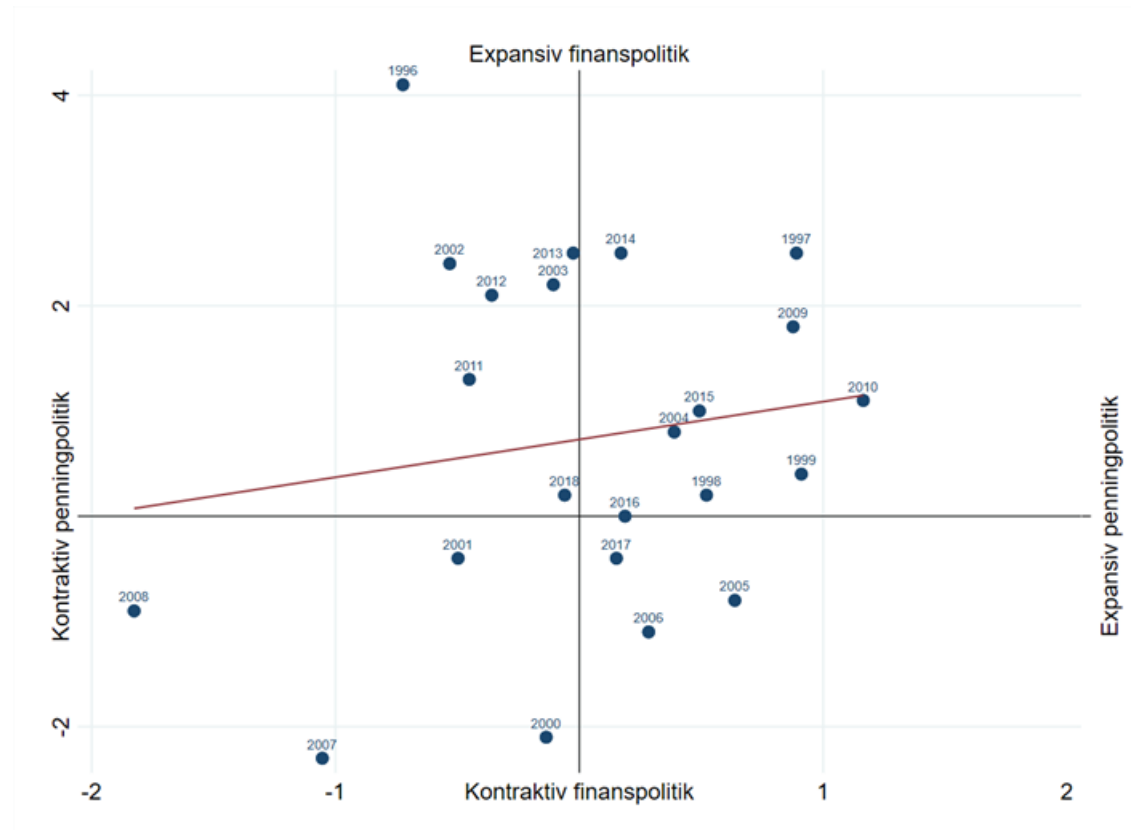
Anm.: X-axeln visar BNP-gapet enligt Armelius med flera (2018). Y-axeln visar skillnaden mellan den neutrala realräntan och den reala styrräntan när de senare baseras på samma källa. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

Penningpolitik och inflation



Anm.: X-axeln visar skillnaden mellan inflationsmålet och inflationen. Y-axeln visar skillnaden mellan den neutrala realräntan och den reala styrräntan när dessa baseras på Armelius med flera (2018). Linjen visar det skattade linjära sambandet.

Drar de åt samma håll?



Anm: X-axeln visar skillnaden mellan den neutrala realräntan och den reala styrräntan när realräntan när dessa baseras på Armelius med flera (2018). Y-axeln visar skillnaden mellan överskottsmålet och det finansiella sparandet. Linjen visar det skattade linjära sambandet.



Empiriska slutsatser

- Den neutrala styrräntan har trendmässigt fallit. Det som tidigare var en låg ränta är det inte längre. Gör det svårare för penningpolitiken att stimulera när så behövs.
- De automatiska delarna av finanspolitiken stimulerar (oftast) när BNP-gapet är negativt och tvärtom.
- Detta sker genom de automatiska stabilisatorerna, inte efter stabiliseringspolitiska beslut i realtid.
- Penningpolitiken stimulerar (oftast) när BNP-gapet är negativt och inflationen är låg och tvärtom.
- Tendens till att finanspolitik och penningpolitik oftast drar åt samma håll. Men nu riskerar vi se motsatsen.



Behov av riktlinjer för samspelet mellan finans- och penningpolitiken

- Tidigare fanns tydliga riktlinjer
 - conventional wisdom: konjunkturstabilisering genom penningpolitiken och finanspolitikens automatiska stabilisatorer
 - aktiv finanspolitik bör helst undvikas
- Idag saknas tydliga riktlinjer
- Tidigare *conventional wisdom* bör gälla vid normala konjunkturvariationer
- Andra spelregler behövs i extrema situationer
 - främst om räntepolitiken begränsas av nedre ränterestriktion

Olika vägar

Mer effektiv penningpolitik

- Negativa räntor
- Framåtblickande vägledning
- Kvantitativa lättnader
- Högre inflationsmål

Större roll för finanspolitiken

- Starkare automatiska stabilisatorer
- Mer av aktiv finanspolitik



Penningpolitik

- Negativa styrräntor
 - tekniskt möjligt med mer negativa styrräntor men legitimitetsproblem
- Framåtblickande vägledning: *lower for longer*
 - bidragande orsak till alltför långsam reaktion på nuvarande inflation
- Kvantitativa lättnader
 - osäkra effekter
 - förlustrisker
 - Riksbanken tar över ansvaret för statsskuldpolitiken
 - köp av bostads- och andra företagsobligationer ingriper i kredit- och resursallokeringen
 - hur hantera kvantitativa åtstramningar



Högre inflationsmål

- Tre procent i stället för två procent?
- Motsvarande högre nominell neutral styrränta: större fallhöjd
- Potentiell vinst av högre mål sannolikt större än potentiell förlust
- Men inflationsmålet kan inte höjas nu
 - inflationen måste först komma ner igen



Starkare automatiska stabilisatorer

- De automatiska stabilisatorerna har försvagats över tid
- Statsbidragen till kommunerna bör automatiskt variera med konjunkturen
- Konjunkturberoende arbetslöshetsförsäkring
 - högre ersättning/längre maximal ersättningsperiod i lågkonjunkturer



Argument för mer av aktiv finanspolitik

- Mindre riskabelt än tidigare om låga realräntor
- Vid *efterfrågedrivna* konjunkturstörningar bör den aktiva finanspolitiken *understödj*a penningpolitiken så att den inte blir extrem
 - i lågkonjunkturer ska inte negativa räntor eller stora värdepappersköp behövas (annat än om akut finanskris hotar)
 - i högkonjunkturer ska inte mycket höga räntor behövas
- Finanspolitikens understödjande roll bör gälla också *vid stora avvikelser från inflationsmålet*



Aktiv finanspolitik vid utbudsstörningar

- Både faktisk och potentiell BNP faller – oklart vad som händer med BNP-gapet
- Argument för expansiva finanspolitiska insatser
 - försäkringsroll som under pandemin
 - stora köpkraftsindragningar av höjda elpriser och stora problem för många företag
 - finanspolitiken kan göra träffsäkra insatser: klumpsummestöd, inte sänka elkostnader på marginalen
 - motverka sysselsättningsfall: stöd för korttidsarbete
- Men finanspolitiken får inte bli för expansiv
 - då måste penningpolitiken bli ännu mer åtstramande

Behov av spärrar mot överdriven aktiv finanspolitik

- Normförskjutning mot kontinuerlig *mikrostabilisering* av ekonomin efter pandemin
- Behov av spärrar mot fel- och överanvändning av aktiv finanspolitik
 - internationell diskussion om att centralbanker ska "beställa" expansiv finanspolitik av viss storlek vid nedre ränterestriktion
- Förstärkt roll för Finanspolitiska rådet
 - rekommendationer i förväg
 - höras inför budgetproposition och större finanspolitiska beslut
 - samspelet mellan finans- och penningpolitik
- Tydligare kommunikation från Riksbanken om när penningpolitiken behöver understöd av finanspolitiken



Slutsatser

- Skäl att undvika omfattande balansräkningsoperationer från Riksbankens sida
- Värdefullt stärka de automatiska stabilisatorerna men troligen inte tillräckligt
- Mer av aktiv finanspolitik kan behövas men kräver spärrar mot felanvändning
- Behov av tydliga riktlinjer för finanspolitikens roll i konjunkturstabiliseringen
- Finanspolitiska rådet kan spela en större roll
- Viktigt med politisk respekt för de ekonomisk-politiska ramverken och en återgång till en sammanhållen budgetprocess
- God balans mellan finans- och penningpolitik nödvändig i den nuvarande stagflationssituationen