

Rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik

Lars Calmfors

Finansutskottet, Sveriges riksdag

8/6-2023

Tack först för möjligheten att tala om *rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik*. Det är en högst relevant fråga eftersom båda påverkar den *allmänna efterfrågan*.

Det finns bara *en* allmän efterfrågan, så penningpolitiken kan inte bestämma en och finanspolitiken en annan. Det behövs principer för hur de två typerna av politik ska samspela.

Varierande syn

Synen på samspelet har varierat. När den keynesianska revolutionen slog ut i full blom på 1950- och 1960-talen, var det främst *finanspolitiken* som skulle stabilisera konjunkturen. Det gällde internationellt och det gällde i Sverige. Ekonomer som Erik Lundberg, Bent Hansen och Assar Lindbeck intresserade sig mest för finanspolitiken.

Sedan ändrades detta under 1970-talet. Förändringen var i hög grad knuten till *monetarismen* och Milton Friedman. Han visade att den stora depressionen i USA på 1930-talet främst berodde på en alldeles för stram penningpolitik.

Penningpolitiken spelade sedan huvudrollen när inflationen bekämpades på 1980-talet i USA och Storbritannien. Det gjordes genom kraftigt kontraktiv penningpolitik som ledde till en brant uppgång i arbetslösheten.

Från slutet av 1990-talet blev så *conventional wisdom* att konjunkturstabiliseringen skulle skötas av penningpolitiken och i viss mån av finanspolitikens automatiska stabilisatorer, alltså de automatiska variationerna i främst skatteintäkter över konjunkturen. Däremot borde enligt den här synen inte aktiva finanspolitiska åtgärder användas.

Det fanns flera skäl till skepsisen mot aktiv finanspolitik:

- Många ekonomer började tro på så kallad *ricardiansk ekvivalens*. Enligt den har individer lång planeringshorisont och är superrationella. När skatter sänks eller transfereringar höjs, så förstår man att det kommer att betalas genom åtstramningar i framtiden. Därför ökar inte konsumtionen utan hushållen sparar inkomsttillskotten för att klara av dem.
- Med *rörlig växelkurs* motverkas finanspolitiska stimulanser av högre räntor. Då stiger valutans värde och nettoexporten faller, så att det netto inte blir så mycket stimulans.

- En tredje invändning var att finanspolitik lätt blir *feltajmad* därför att den politiska beslutsprocessen är långsam. Och det kan vara svårt att ändra till exempel skatter under löpande budgetår. Centralbankerna kan däremot fatta snabba beslut.
- Finanspolitiken blir också lätt konjunktorellt *feldoerad* därför att den påverkas många andra överväganden än till konjunkturen – inte minst till fördelning.
- Slutligen är det politiskt lättare att besluta om stimulanser i lågkonjunkturer än om åtstramningar i högkonjunkturer. Följden kan bli alldeles för hög offentlig skuldsättning.

Allt fler ekonomer har under de senaste 10–15 åren börjat överge den här synen och velat ge finanspolitiken en större roll stabiliseringsroll. Skälen är flera:

- *Ricardiansk ekvivalens* en dålig verklighetsbeskrivning. Många hushåll är *likviditetsbegränsade* och konsumerar så att säga *ur hand i mun*. De kan inte fritt variera konsumtionen över tiden ens om de skulle vara så rationella som ricardiansk ekvivalens förutsätter utan har en hög marginell konsumtionsbenägenhet, så att de använder i stort sett alla inkomstökningar till ökad konsumtion. Det behöver inte bara gälla låginkomsthushåll utan kan också gälla många höginkomsthushåll med sina tillgångar bundna i bostäder.
- Ny forskning finner också förhållandevis *höga finanspolitiska multiplikatorer*, alltså att variationer i skatter och offentliga utgifter har stora effekter på efterfrågan.
- Men det viktigaste har varit erfarenheterna av *styrräntor vid noll eller strax under* som centralbankerna känt sig förhindrade att sänka mer. Det har man försökt kompensera främst genom stora värdepappersköp, *kvantitativa lättnader*, men det finns en rad problem med dem. Effekterna är osäkra och sannolikt mindre än av vanlig räntepolitik, centralbanken ådrar sig förluster när den höjer räntorna igen, det blir opolitiska centralbankstjänstemän som tar över genuint politiska beslut om löptiden för den upplåning som den konsoliderade staten (inkluderande centralbanken) har och kredit- och resursallokeringen i ekonomin störs när det köps bostads- och företagsobligationer.
- Med de här problemen kan det vara bättre att använda finans- än penningpolitik när man uppfattar sig vara vid en nedre räntegräns. Då är också finanspolitiken särskilt effektiv: multiplikatorerna är större än annars om det inte blir några räntereaktioner. Dessutom är kostnaderna för större offentlig upplåning små om räntorna är låga.

- Slutligen visar erfarenheterna från pandemin att det går att fatta snabba finanspolitiska beslut.

Rollfördelningen i Sverige

2011 års finanspolitiska ramverksskrivelse präglades av den tidigare skeptiska synen på finanspolitiken som stabiliseringspolitiskt medel. Men den innehöll en utförlig diskussion om när finanspolitiken borde komplettera penningpolitiken.

Gällande ramverksskrivelse saknar däremot nästan helt riktlinjer om rollfördelningen mellan penning- och finanspolitik. Det sägs bara att det *kan* vara motiverat med en aktiv finanspolitik som försvagar det strukturella sparandet utan att det förklaras närmare. Och det finns resonemang om att konjunkturen och penningpolitiken ska beaktas när avvikelser från överskotts målet korrigeras. Men inget mer.

Det står inte heller något om rollfördelningen i den nya riksbankslagen eller i propositionen om den. Det finns lite i Riksbankskommitténs betänkande. Där sägs att penningpolitiken ska ha *huvudansvaret* för stabiliseringspolitiken men att det inte *utesluter* att finanspolitiken kan behöva *hjälpa till* vid stora konjunktursvängningar.

Hur bör man då tänka? Mycket talar för att finanspolitiken bör spela en större roll i konjunkturstabilisering än man tidigare tänkt. Det kan ske genom *de automatiska stabilisatorerna* eller genom mer av *aktiv finanspolitik*.

Automatiska stabilisatorer

De *automatiska stabilisatorernas* styrka brukar mätas med den så kallade *budgetelasticiteten*. Den anger med hur många procent av BNP som det finansiella sparandet försvagas om BNP (eller om man så vill BNP-gapet) faller med 1 procent.

De automatiska stabilisatorerna har traditionellt setts som starka i Sverige. Det speglar en hög skatte- och offentlig utgiftskvot. Men stabilisatorerna har försvagats över tid. Enligt Konjunkturinstitutet föll elasticiteten från 0,55 år 1998 till 0,47 år 2019. Det beror på lägre skattekvot och att den genomsnittliga ersättningsgraden vid arbetslöshet sjunkit.

Men viktigare är att siffrorna överskattar budgetelasticiteten därför att de inte tar hänsyn till det *kommunala balanskravet*. Kommuner och regioner är skyldiga att anpassa sina utgifter

(eller skattesatser) till minskade skatteintäkter. Tar man hänsyn till det faller budgetelasticiteten till mellan 0,3 och 0,4.

Det *stödsystem för korttidsarbete* som infördes under pandemin, och som är en rättighet för arbetsgivare som uppfyller kraven, är en ny automatisk stabilisator som ökar budgetelasticiteten något. Men det finns andra och bättre sätt att öka den.

Ett sätt vore att låta *statsbidragen till kommunerna* automatiskt kompensera för avvikelser, både uppåt och nedåt, i tillväxten av kommunsektorns reala skatteunderlag från ett genomsnitt för tidigare år. Ett mindre ambitiöst alternativ vore att via statsbidragen garantera kommunsektorn en lägsta real ökningstakt för intäkterna som motsvarar utvecklingen vid oförändrad genomsnittlig skattesats om skatteunderlaget ökar i en viss minimitakt.

En annan möjlighet är en konjunkturberoende arbetslöshetsförsäkring så att den regelmässigt blir mer generös – högre ersättningsgrad, längre maximal ersättningsperiod och lägre kvalificeringskrav – om arbetslösheten ökar mer än ett förutbestämt tal i förhållande till genomsnittet för en tidigare period.

Om man i förväg gör arbetslöshetsförsäringen automatiskt konjunkturberoende bör det bli lättare att skala upp och ner generositeten än med aktiva beslut. Under pandemin var tanken att det bara skulle vara en temporär förändring, men i efterhand verkar den ha blivit permanent.

Starkare automatiska stabilisatorer är önskvärda när konjunktursvängningarna drivs av efterfrågan. Det gör de för det mesta. Men stabilisatorerna är mer problematiska vid utbudsstörningar som nu. De motverkar ett BNP-fall men kan samtidigt ge ett större positivt BNP-gap – en utbudsschock kan sänka potentiell BNP mer än faktisk BNP och därför leda till ett positivt gap som är inflationsdrivande. Det är kontraproduktivt om man prioriterar lägre inflation. Då måste det göras aktiva penning- eller finanspolitiska åtstramningar.

Aktiv finanspolitik

Det leder mig över till frågan om *aktiv finanspolitik* för att stabilisera konjunkturen. Med aktiv menar jag då att låta det strukturella finansiella sparandet avvika från överskottsmålet.

Eftersom det finns de risker med aktiv finanspolitik som jag nämnde, så tycker jag fortfarande att penningpolitiken ska sköta stabiliseringen i normala konjunktursvängningar.

Finanspolitikens stabiliseringspolitiska uppgift skulle kunna formuleras som att *understödja* penningpolitiken. Principen bör vara att göra det på ett sådant sätt att penningpolitiken inte behöver bli extrem.

I en *efterfrågedriven lågkonjunktur* bör det innebära aktiva finanspolitiska stimulanser om Riksbanken annars skulle behöva ta till kraftigt negativa räntor eller kvantitativa lättnader. En lämplig handlingsregel kunde vara att finanspolitiken då ska ge den stimulans som Riksbankens räntepolitik hade kunnat göra om den inte begränsades av en uppfattad nedre räntegräns.

I utländsk debatt har det föreslagits att det skulle åligga centralbanken i ett sådant läge att vända sig till regeringen med en hemställan om finanspolitisk stimulans.

Finanspolitik som understödjer penningpolitiken kan förstås också vara önskvärd i en kraftig efterfrågedriven *högkonjunktur*, så att man kan undvika onödigt stora räntehöjningar som kan slå hårt mot hushåll och företag och skapa finansiella stabilitetsrisker.

Samma princip om understödjande finanspolitik bör gälla också vid utbudsstörningar av det slag som vi nu upplever. Men i sådana stagflationssituationer bör finanspolitiken också ha andra uppgifter. En är att spela en *försäkringsroll* genom *riktade* stöd till låginkomsthushåll som har små möjligheter att hålla uppe sin konsumtion genom att ta av sparande.

En annan uppgift bör vara att *motverka negativa långsiktseffekter på sysselsättningen* genom arbetsmarknads- och utbildningsprogram och eventuellt också tillfälliga jobbskatteavdrag eller jobbpremier för dem som går från försörjning genom sociala ersättningar till försörjning genom arbete.

Halvautomatiska stabilisatorer

Nu har jag diskuterat automatiska stabilisatorer och aktiva finanspolitiska åtgärder. Men det finns också ett mellanting *halvautomatiska stabilisatorer*, alltså förberedda åtgärder men som ändå kräver aktiva beslut för att sjösättas.

Halvautomatiska stabilisatorer har uppmärksammats i amerikansk ekonomisk-politisk debatt under senare år. De är inte heller obekanta för oss. Arbetsmarknadsprogrammen har traditionellt spelat den rollen, även om de gjort det mindre under senare år.

Ett annat exempel är det stöd för korttidsarbete som infördes 2014 men som aldrig använts. För att aktiveras krävs ett regeringsbeslut som ska grundas på en bedömning av Konjunkturinstitutet. Nu finns ett utredningsförslag om att skrota det systemet. Det tycker jag är ett dåligt förslag.

Jag ser risker att det parallella system som infördes under pandemin – som är i kontinuerlig drift – kan bromsa önskvärd strukturomvandling. Det vore bättre att skrota det systemet och i stället bygga vidare på det tidigare systemet som ska användas bara i krissituationer.

Förr hade vi också listor på offentliga investeringsprojekt att dra igång i lågkonjunkturer. Men även om offentliga investeringar har stora multiplikatorer är de nog mindre lämpliga som konjunkturregulator eftersom de tar tid att både dra igång och avsluta.

Däremot tycker jag man kan fungera över en annan typ av halvautomatisk stabilisator som diskuterats i USA, nämligen förberedda inkomstskatterabatter eller bidragsutbetalningar i kraftiga lågkonjunkturer: eventuellt generella men ännu hellre riktade mot låginkomsttagare.

En invändning mot sådana förberedda stöd kan vara att det i förväg är svårt att veta hur framtida konjunkturstörningar ser ut. Men det kan man också se som en fördel.

Senaste året har det betalats ut stöd för att kompensera för olika prisökningar. Jag tänker förstås på sänkta drivmedelsskatter och elprisstöd. Och när vi får stora matprishöjningar så kan det ligga nära till hands att temporärt sänka livsmedelsmomsen.

Det finns flera problem med det.

- Subventionerar man konsumtionen av de produkter som det är brist på sätter det delvis marknadens prissignaler ur spel.
- Det kan ta tid att få ut stöden när man snabbt ska yxa till mekanismer för det. Förseningarna av elprisstöden är ett exempel. Ett annat var Tillväxtverkets problem att hantera korttidsstödet under pandemin.
- För det tredje blir sådana här tillfälliga åtgärder lätt permanenta med långsiktiga störningar av marknadernas prissignaler.

Förberedda insatser i form av tillfälliga skatterabatter eller transfereringsökningar i krissituationer, borde minska sannolikheten för åtgärder som urholkar prissignaler på olika marknader. Samtidigt kan stödbehoven tillgodoses på ett mer effektivt och träffsäkert sätt.

Finanspolitiska rådet

Jag ska säga något om *Finanspolitiska rådet* som ligger mig varmt om hjärtat, eftersom jag var en av dem som från början föreslog det och jag var rådets första ordförande.

Det ingår i rådets uppgifter att utvärdera finanspolitikens inriktning i förhållande till konjunkturen, men fokus ligger framför allt på efterlevnaden av överskottsmål, skuldankare, utgiftstak och så vidare. Jag skulle vilja se mer inriktning på konjunkturstabilisering, inte minst samspelet mellan finans- och penningpolitik.

Rådets uppgift är att utvärdera finanspolitiken *i efterhand*. Jag tycker rådet borde utnyttjas också för att ge rekommendationer om finanspolitiken *i förhand*. Det var förslaget från STEMU-utredningen 2002 - som utredde finanspolitiken vid ett eventuellt EMU-medlemskap.

STEMU-utredningens tanke var också två rapporter per år: inte bara på våren utan också i anslutning till budgetpropositionen. Det tror jag också vore bra.

Finansutskottet borde också kunna dra mer nytta av rådet genom fler löpande kontakter under året. Värdet av kontinuerliga kontakter mellan ett finanspolitiskt råd och parlamentets finansutskott är något som brukar lyftas fram i den internationella diskussionen, inte minst av IMF och OECD.

En invändning mot att rådet skulle ge rekommendationer är att de skulle kunna komma i konflikt med utvärderingarna i efterhand. Jag ser problemet men tycker ändå att fördelarna med rekommendationer skulle överväga.

Sedan får man väl granska att rådet sköter sig i efterhand. Det saknas idag. OECD:s rekommendationer om oberoende finanspolitiska institutioner betonar behovet av sådana granskningar. De borde vara lätta att få till eftersom det finns motsvarigheter till Finanspolitiska rådet i ett 50-tal länder, så det är gott om internationell expertis som kan utnyttjas.

Avslutningsvis ska jag kort beröra två saker som jag inte tagit upp: *överskottsmålet* och *inflationsmålet*.

Överskottsmålet

Det finns en internationell diskussion – initierad av tidigare amerikanske finansministern Larry Summers – om *sekulär stagnation*, alltså om strukturell efterfrågebrist och att den skulle kunna

åtgärdas genom en generellt mer expansiv finanspolitik. I Sveriges fall skulle det innebära en sänkning av överskottsmålet.

Jag ser goda skäl för att sänka *överskottsmålet* till ett balansmål eller rentav ett mål om ett mindre underskott. Men jag tror inte att det långsiktigt skulle ge högre efterfrågan. Mer expansiv finanspolitik i världen som helhet skulle kanske göra det, men en permanent sänkning av saldomålet i en liten öppen ekonomi som den svenska skulle enligt vedertagen teori inte fungera, eftersom räntan på sikt bestäms av räntorna utomlands. Den expansiva effekten skulle raderas ut av en motverkande förstärkning av kronan.

Inflationsmålet

Min andra avslutande synpunkt gäller *inflationsmålet*. Diskussionen tar i regel för givet att vi ska tillbaka till 2 procents inflation. Men det är högst tveksamt om det verkligen är optimalt.

Med en något högre genomsnittlig inflation kommer den nominella räntan normalt att ligga högre och därmed risken att slå i en nedre ränterestriktion i lågkonjunkturer mindre. Då blir penningpolitiken mer effektiv och behovet av finanspolitiska stimulanser i efterfrågedrivna lågkonjunkturer minskar.

Det här är skälet till att många ledande ekonomer – som Olivier Blanchard, Larry Summers och Lawrence Ball – förespråkar ett högre inflationsmål. Modellberäkningar hamnar ofta i intervallet 2–4 procent, så 3 vore kanske bra. Det bygger då på förutsättningen att den neutrala realräntan, alltså den realränta som varken stramar åt eller stimulerar, kommer att fortsätta vara låg framöver när vi kommer tillbaka till mer normala förhållanden.

Ett problem är hur man i så fall förflyttar sig till ett något högre inflationsmål. Det hade inte gått under åren före pandemin när vi hade svårt att nå upp till 2 procent, eftersom det då inte hade varit trovärdigt. Det kan inte göras med nuvarande höga inflation, därför att det då kan tolkas som en kapitulation för hög inflation och leda till destabiliserande höga inflationsförväntningar.

Kanske skulle den optimala tidpunkten för en höjning vara när inflationen kommer ner mot 2 procent igen. Men det kräver i så fall en omfattande diskussion dessförinnan. Jag skulle vilja se en sådan både i Sverige och i andra länder.

Det här var en snabböversikt över olika aspekter på samspelet mellan finans- och penningpolitik. Jag ska inte försöka sammanfatta det på annat än att säga att det finns mycket att reflektera omkring. Tack!