

Mot en ny finanspolitisk konsensus?

Lars Calmfors

Katalys

7/3-2022

Tidigare konsensus om finanspolitiken

Långsiktig budgetdisciplin

- Överskottsmål för det finansiella sparandet
- Positiv finansiell nettoställning
- Låg konsoliderad bruttoskuld: skuldankare på 35 % av BNP

Motiv

- Intergenerationell fördelning
- Handlingsutrymme vid kriser

Ingen aktiv konjunkturstabilisering

- Stabilisering främst genom penningpolitiken
- Finanspolitik via de automatiska stabilisatorerna
- Undvik aktiva finanspolitiska beslut

Motiv

- Ineffektiv finanspolitik
- Beslutsfördröjningar
- Risk för skulduppbyggnad

Finansiellt sparande och Primärt finansiellt sparande

Finansiellt sparande = Primärt finansiellt sparande + Kapitalnetto

Finansiellt sparande = Intäkter – Utgifter

Primärt finansiellt sparande = Vanliga intäkter – Vanliga utgifter

Kapitalnetto = Kapitalinkomster – Ränteutgifter

Budgetmålet avser det finansiella sparande, men vår välfärd påverkas främst av det primära finansiella sparandet.

Primärt finansiellt sparande = Finansiellt sparande – Kapitalnetto

*Primärt finansiellt sparande = Finansiellt sparande – Nominell ränta x
Finansiell nettoförmögenhet*

Ett lägre budgetmål (för det finansiella sparandet)

Primärt finansiellt sparande = Finansiellt sparande – Nominell ränta x Finansiell nettoförmögenhet

- På kort sikt kan det primära finansiella sparandet minska lika mycket som budgetmålet
- På lång sikt minskar den finansiella nettoförmögenheten och därmed kapitalnettot

Sambandet mellan finansiellt sparande och finansiell nettoförmögenhet (andelar av BNP)

Förändring i finansiell nettoförmögenhet \approx Finansiellt sparande – (Nominell tillväxttakt \times Finansiell nettoförmögenhet)

Med givet finansiellt sparande och given tillväxttakt konvergerar finansiell nettoförmögenhet alltid mot något stabilt värde, det vill säga förändringen i finansiell nettoförmögenhet blir noll.

Då gäller:

Finansiell nettoförmögenhet \approx Finansiellt sparande / Nominell tillväxttakt

Det primära finansiella sparandet på lång sikt och ränte-tillväxtdifferensen

Primärt finansiellt sparande \approx Finansiellt sparande \times (Nominell tillväxttakt – Nominell ränta)/Nominell tillväxttakt

Ränta > Tillväxttakt

- Lägre finansiellt sparande kräver högre primärt sparande på sikt
- Intertemporal målkonflikt: ingen gratislunch

Ränta < Tillväxttakt

- Lägre finansiellt sparande innebär lägre primärt sparande på sikt
- Ingen intertemporal målkonflikt: gratislunch

Långsiktig förändring av primärt sparande om budgetmålet sänks med 1 procent av BNP

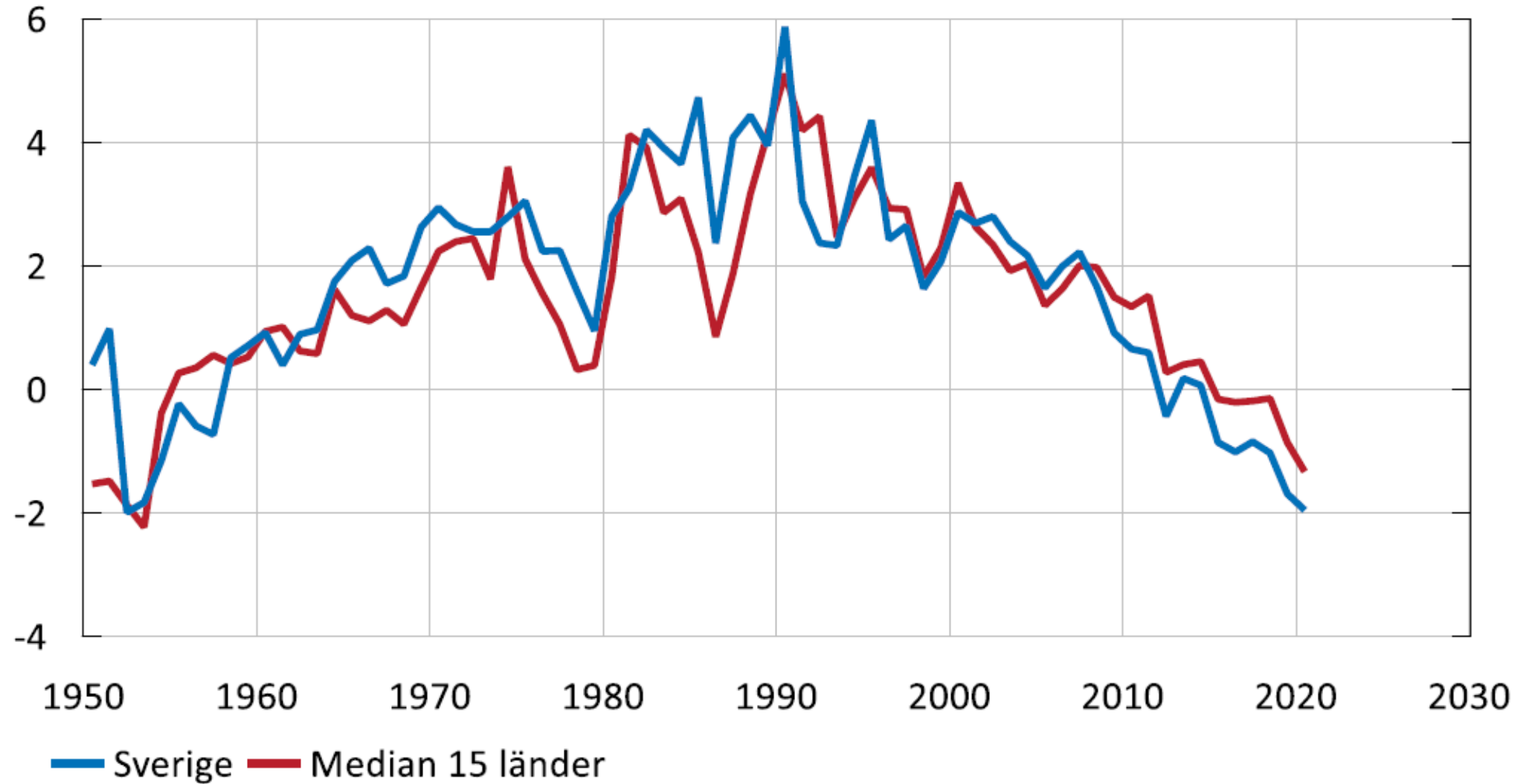
Inflationstakt: 2 procent

Real tillväxttakt: 2 procent

Nominell tillväxttakt: 4 procent

Nominell ränta (procent)	Realränta (procent)	Förändring av primärt sparande (procent av BNP)
0	-2	-1,00
1	-1	-0,75
2	0	-0,50
3	1	-0,25
4	2	0,00
5	3	+0,25
6	4	+0,50

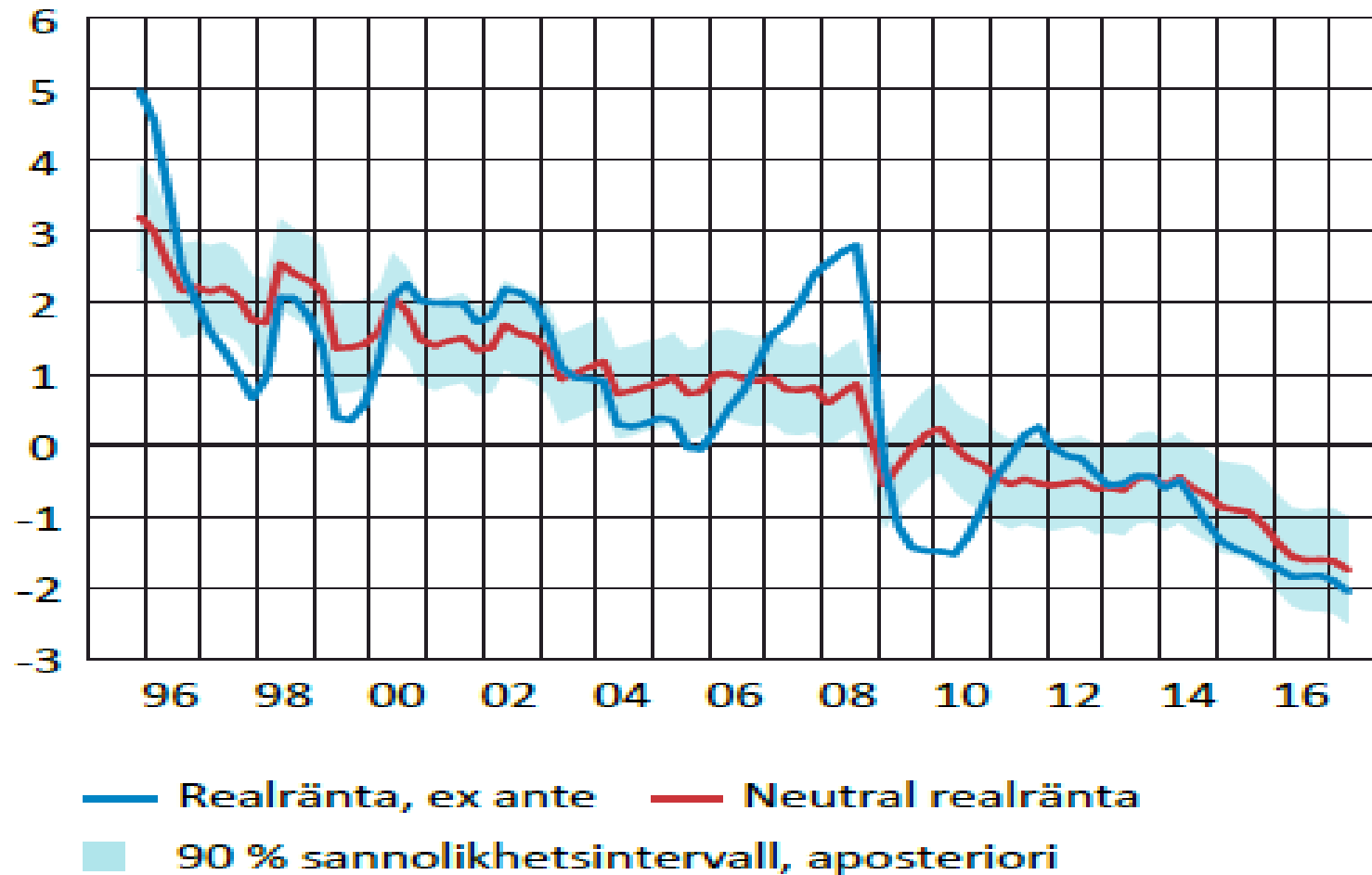
Realräntor, 1950-2020, procent



Den neutrala (naturliga) räntan

- Knut Wicksell
- Den riskfria *realränta* som håller produktionen vid sin potentiella nivå och inflationen konstant
- De låga räntorna beror främst på att den neutrala räntan fallit, inte på centralbankernas penningpolitik
- Den neutrala räntan bestäms på den internationella kapitalmarknaden av balansen mellan sparande investeringar
- Den neutrala realräntan har fallit från 3–4 procent till 0–1 procent enligt olika studier

Den neutrala realräntan i Sverige



Långsiktig förändring av primärt sparande om budgetmålet sänks med 1 procent av BNP

Inflationstakt: 2 procent

Real tillväxttakt: 2 procent

Nominell tillväxttakt: 4 procent

Nominell ränta (procent)	Realränta (procent)	Förändring av primärt sparande (procent av BNP)
0	-2	-1,00
1	-1	-0,75
2	0	-0,50
3	1	-0,25
4	2	0,00
5	3	+0,25
6	4	+0,50

Det globala fallet i den neutrala räntan

Högre sparbenägenhet

- Högre andel i yrkesverksam ålder
- Längre livslängd
- Större inkomstspridning
- Försiktighetssparande i tillväxtekonomier

Lägre investeringsbenägenhet

- Lägre priser på investeringsvaror
- Lägre offentliga investeringar

Fortsatt stora risker för länder med stora statsskulder

- Grekland, Italien, Belgien, Cypern, Frankrike, Spanien
- Tvivel på betalningsförmågan kan höja statsskuldräntorna långt över den riskfria realräntan
- Förväntningar kan bli självuppfyllande
- Risk för snöbollseffekter
 - högre ränta
 - lägre tillväxt
 - statsskulden växer snabbare
 - ännu högre ränta och så vidare

Bedömning för Sverige

- Budgetmålet kan sänkas till mål om balans eller litet underskott
- Svårt se problem med bruttoskuld på 50–60 procent av BNP
- Argument för att utnyttja gratislunch nu och inte senare
 - klimatinvesteringar
 - försvarsutgifter
- Men viktigt med budgetmål
- Större chans att mål som upplevs som rimligt respekteras

Stabiliseringspolitiken

- Låg neutral realränta begränsar penningpolitiken
 - svårt uppnå tillräckligt negativa korta realräntor i recession
 - kräver negativa nominella räntor
- I stället balansräkningsoperationer – QE – kvantitativa lättnader
 - risktagande för Riksbanken och staten
 - köp av bostads- och företagsobligationer påverkar resursfördelningen
 - risker för finansiell instabilitet
 - oönskade fördelningseffekter
- Rimligt med större roll för finanspolitiken
 - särskilt effektiv vid nedre räntegräns
 - pandemin har visat att finanspolitiska beslut kan tas snabbt

Risker med mer aktiv finanspolitik

- Överanvändning?
 - Har stöden under pandemin öppnat de finanspolitiska slussarna?
 - Generellt större risker med svaga regeringar
- Argument för starka automatiska stabilisatorer
 - Stödet för korttidsarbete
 - Konjunkturberoende arbetslöshetsförsäkring?
 - Statsbidrag till kommunerna som varierar automatiskt med skatteunderlaget
- Spärrar mot överanvändning?
 - Hörande av Finanspolitiska rådet?
 - Konsultation med Riksbanken?

Slutsatser

- Små offentligfinansiella risker med mindre ambitiöst budgetmål
 - balansmål eller mål om mindre underskott
- Större stabiliseringspolitisk roll för finanspolitiken än enligt tidigare syn
 - i första hand genom starkare automatiska stabilisatorer
 - men också mer aktiva beslut
 - spärrar mot överanvändning