



# **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*



## Inledning

- Samspelet mellan finans- och penningpolitik centralt för en effektiv stabiliseringspolitik
- *Conventional wisdom:*
  - Penningpolitiken bör ha huvudansvaret för att stabilisera ekonomin
  - Diskretionär finanspolitik bör användas med försiktighet
- De senaste 15 åren
  - Fallande neutrala realräntor
  - Stora negativa störningar: GFC 2008-10, pandemin 2020-21
  - Styrräntor begränsade av den nedre ränterestriktionen
  - I nuläget helt annan problematik: stagflation



## Centrala frågor

1. Behöver de ekonomisk-politiska ramverken förändras?
2. Riktlinjer för rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik?
  - Fanns i 2011 års ramverksskrivelse
  - Saknas i 2018 års ramverksskrivelse och i propositionen om ny riksbankslag
  - Internationell trend mot starkare betoning av finanspolitikens konjunkturstabiliserande roll



## Disposition

1. Hur har finans- och penningpolitik bedrivits?
2. Penningpolitik vid den nedre ränterestriktionen
3. Krispolitik
4. Större roll för finanspolitiken?
5. Spärrar mot fel- och överanvändning av finanspolitiken
6. Inflationsmålet
7. Slutsatser



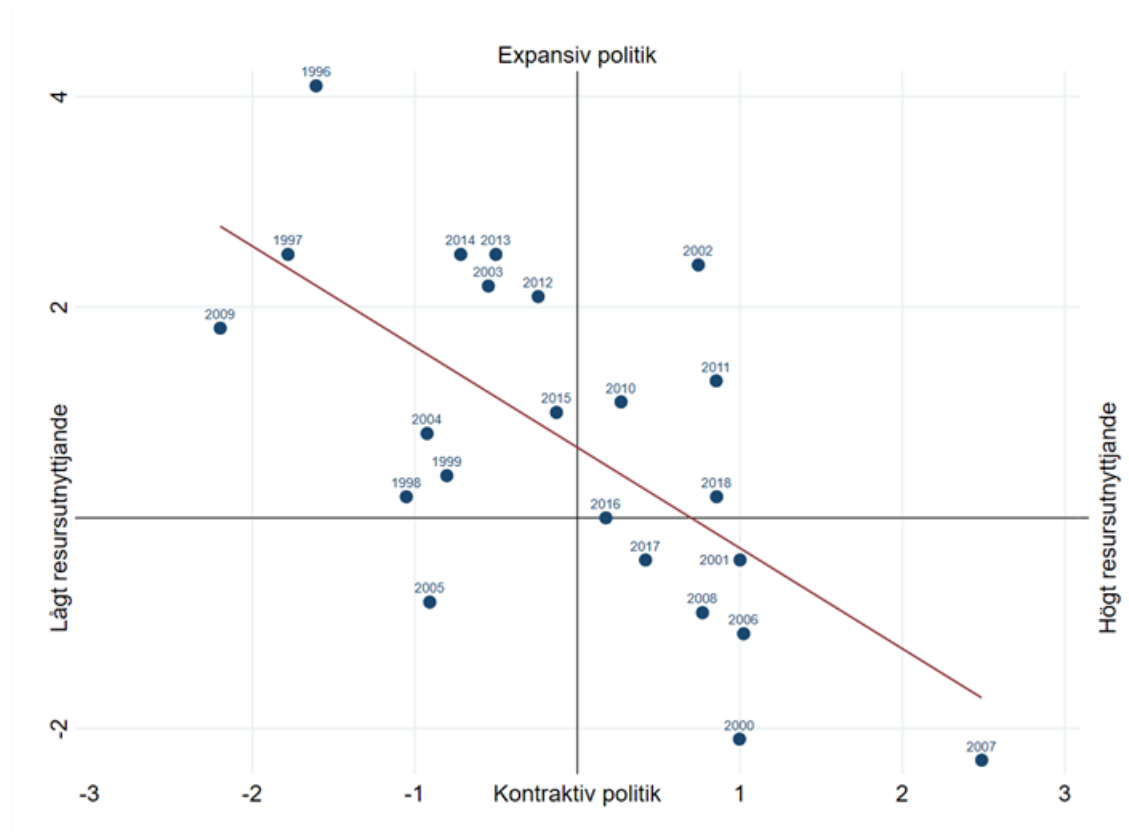
# 1. Hur har finans- och penningpolitiken bedrivits?



## Hur har finans- och penningpolitiken bedrivits?

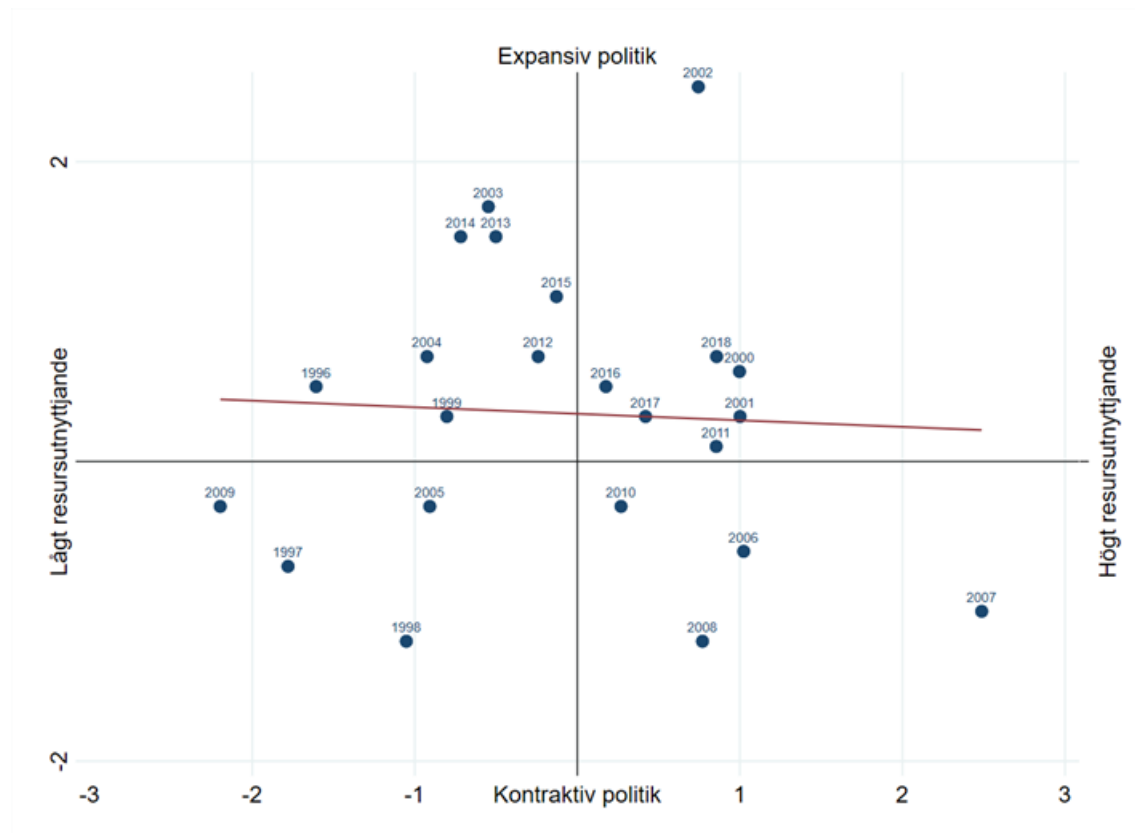
- Mått på finanspolitiken 1: överskottsmålet minus det finansiella sparandet (inkluderar de automatiska stabilisatorerna)
- Mått på finanspolitiken 2: överskottsmålet minus det strukturella finansiella sparandet (mäter aktiv finanspolitik)
- Mått på penningpolitiken: neutral realränta minus real styrränta
- Positiva värden indikerar expansiv politik

## Finansiellt sparande och resursutnyttjande 1996–2018



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.

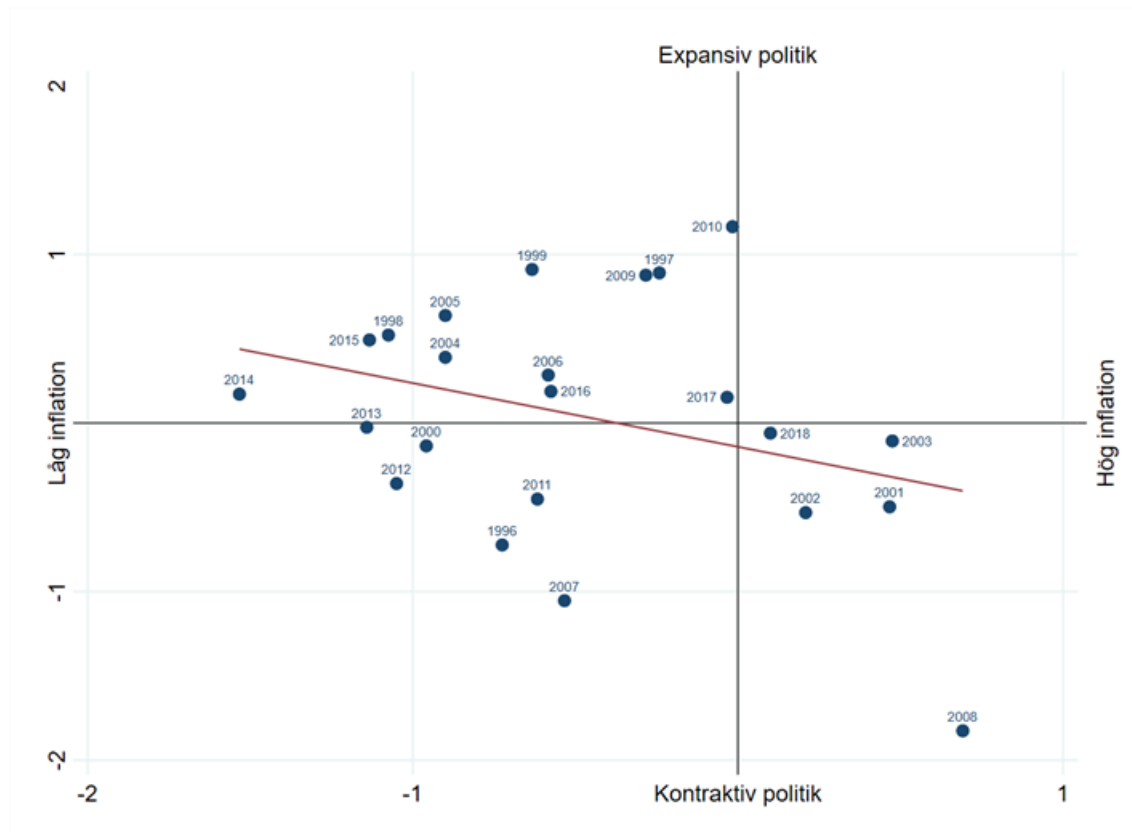
## Strukturellt finansiellt sparande och resursutnyttjande 1996–2018



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.

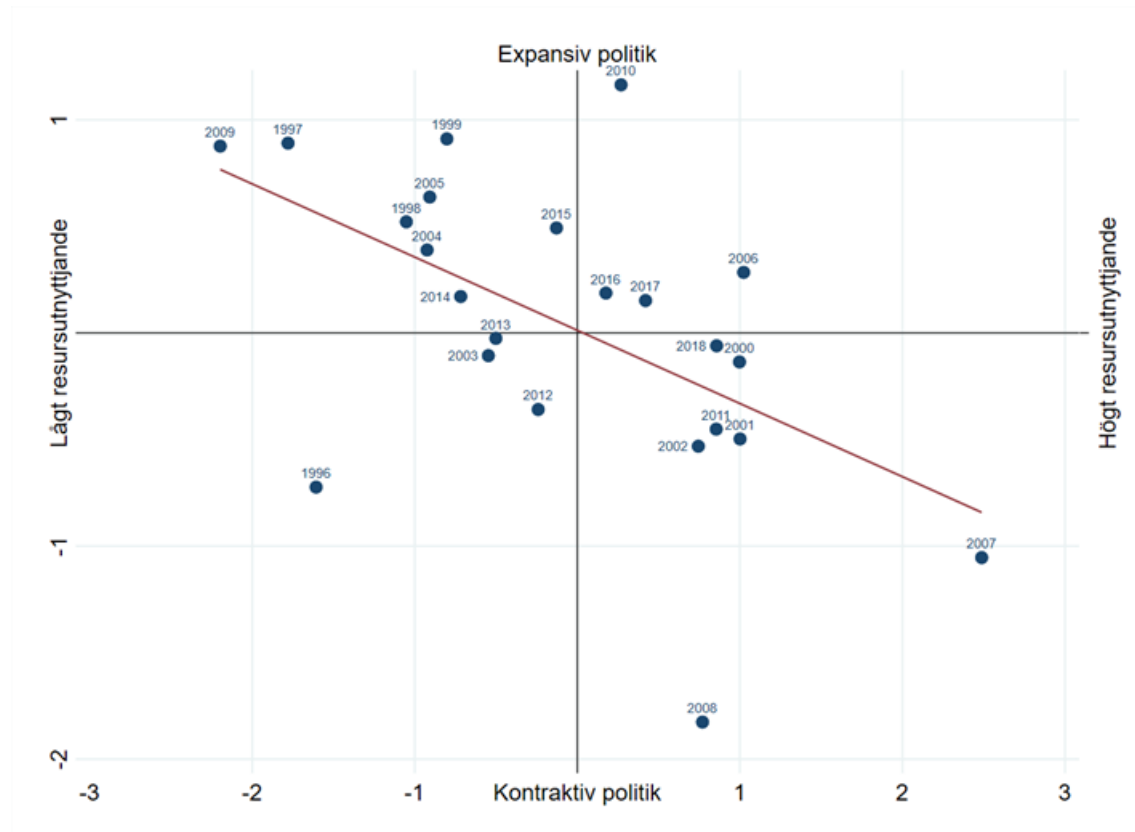


## Real styrränta och avvikelse från inflationsmålet 1996–2018



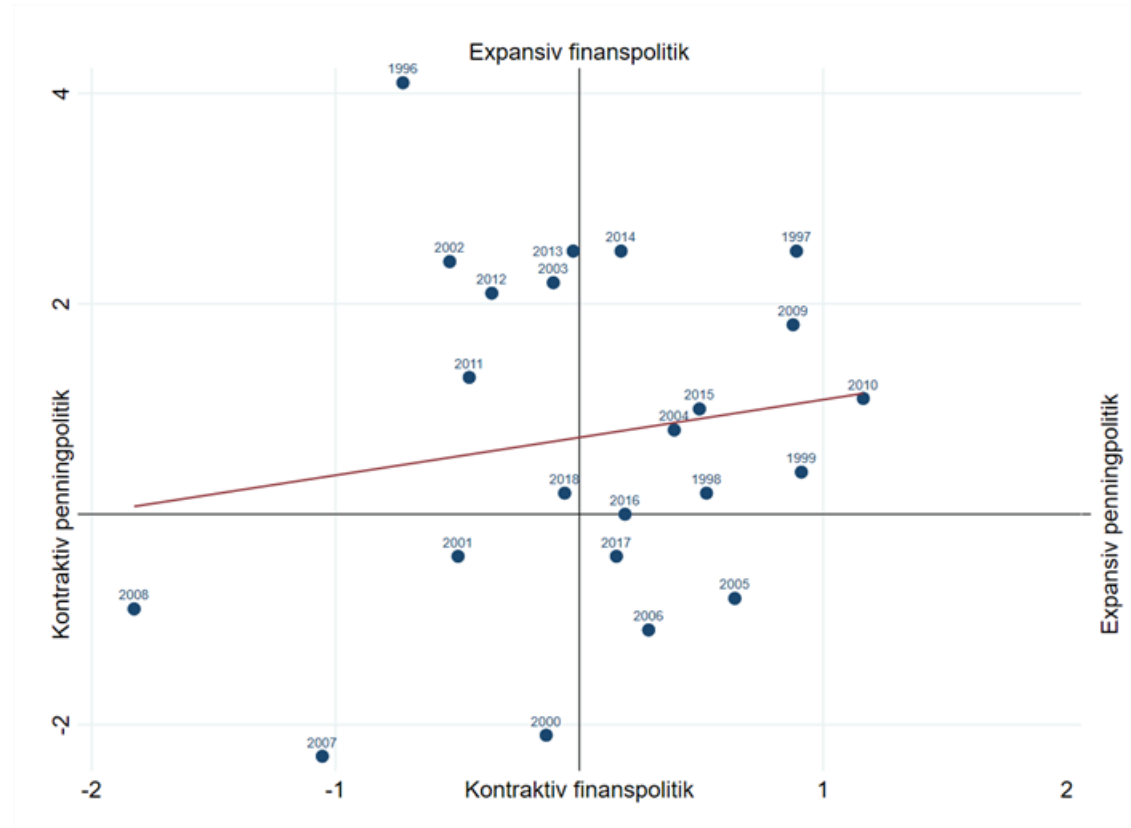
Anm.: X-axeln visar skillnaden mellan inflationsmålet och inflationen. Y-axeln visar skillnaden mellan den neutrala realräntan och den reala styrräntan när dessa baseras på Armelius med flera (2018). Linjen visar det skattade linjära sambandet.

## Real styrränta och resursutnyttjande 1996–2018



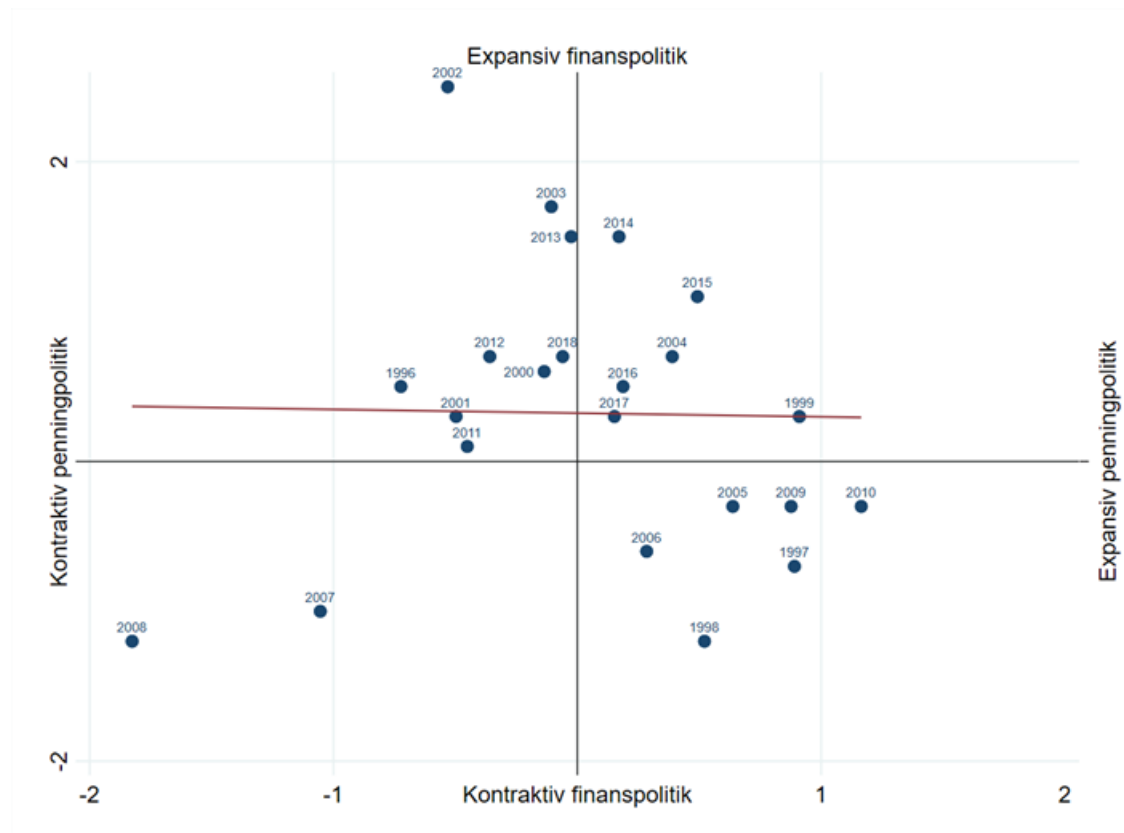
Anm.: X-axeln visar BNP-gapet enligt Armelius med flera (2018). Y-axeln visar skillnaden mellan den neutrala realräntan och den reala styrräntan när de senare baseras på samma källa. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

## Finansiellt sparande och avvikelse från den neutrala räntan 1996–2018



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.

## Strukturellt finansiellt sparande och avvikelse från den neutrala räntan 1996–2018



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 strukturella finansiella sparandet. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

## **2. Penningpolitik vid den nedre ränterestriktionen**



## Okonventionell penningpolitik

- Negativa styrräntor, framåtblickande vägledning (*forward guidance*), balansräkningsoperationer (kvantitativa lättnader, QE)
- Balansräkningsoperationer:
  - Främst statsobligationer men även säkerställda obligationer och företagsobligationer
  - Håller nere de långa räntorna (Sims och Wu 2021)
  - Möjliga effekter på aktivitetsnivå och inflation men svåra att identifiera (Gertler och Karadi 2013, Weale och Wieladek 2016)
  - Störst effekter i kristider (Hesse m fl 2018)



## Balansräkningsoperationer

- Nackdelar
  - Högre tillgångspriser (Di Casola och Stockhammar 2021, Flug och Honohan 2022)
  - Sämre likviditet på obligationsmarknaden (Blix Grimaldi m fl 2021)
  - Ränterisk för centralbanken (Kjellberg och Åhl 2022)
  - Löptidsomvandling för den konsoliderade statens upplåning
- Avvecklingen av innehaven
  - Inte troligt att den optimala avvecklingstakten skulle sammanfalla med hur innehaven förfaller

## **3. Krispolitik**





## Finans- och penningpolitik i kristider

- *Finansmarknaderna* viktiga för ekonomin men kan också förstärka normala konjunkturedgångar och leda till finanskriser med potentiellt katastrofala konsekvenser – *depressioner*
- Taxonomi enligt Blanchard för konjunkturrella förstärkningsmekanismer via finansmarknaderna
- Analysen användbar i utformningen av förebyggande politik (*macro-prudential*) och i kristider



# Finanskristaxonomi: Förstärkning av första graden

Låntagares balansräkningar försämras av *fall i tillgångspriser*

- Lägre värden minskar lånemöjligheter
- Lägre efterfrågan. Påverkar både konsumtion och tillgångsefterfrågan
- Väl beskrivet i litteraturen – en normal del av konjunkturförloppet
- Måttlig förstärkning – beror på initial skuld i relation till långsiktigt ränteläge
- Relativt linjär effekt – Styrkan proportionell mot den initiala chocken. Går att modellera med standardmodeller
- Policy: Traditionell stabiliseringspolitik kanske kompletterad med kontracykliska amorteringsregler

## Förstärkning av andra graden

Långivares och intermediärers balansräkningar försvagas

- Fallande tillgångsvärden och kreditförluster påverkar bankers balansräkningar
- Sämre balansräkningar hos intermediärer – mindre vilja och förmåga att ge kredit. Riskpremier stiger. *Credit crunch*
- Mer kraftfull förstärkning – väl beskriven i litteraturen (teoretiskt och empiriskt). Styrkan beror på hur solida intermediärerna är (eget kapital i förhållande till kreditgivning)
- I måttlig styrka en normal del av konjunkturförloppet
- Policy: Traditionell stabiliseringspolitik, särskilt penningpolitik. Kapitalkrav och stresstester i förebyggande syfte

## Förstärkning av tredje graden

Anstormning mot banker och andra finansinstitut – finanskris

- Osäkerhet om soliditet och likviditet kan leda till anstormningar. *Fire sales*. Fallande tillgångspriser gör att tidigare säkra och likvida tillgångar blir osäkra och illikvida. Interbank-marknaden fryser
- Mycket kraftfull förstärkning. Hopp mellan multipla jämvikter möjliga. Kan göra en depression av en recession
- På grund av multiplicitet och icke-linjäritet svårt att bygga kvantitativa modeller
- Policy: staten kan utfärda bankgarantier, agera *lender of last resort* och köpa *troubled assets*. Kräver kloka (välutbildade) beslutsfattare med mandat att agera samt förtroende för penningvärde och statsfinanser

## Förstärkning av fjärde graden

Kraftigt minskat förtroende för statens finanser och/eller penningvärdet

- Staten normalt en stabiliserande faktor. Kan bli motsatsen.
- Stark återkoppling: *doom loop*. Stora åtaganden (faktiska eller förväntade) t ex för fallerande banker, kan göra att statens kreditvärdighet snabbt urholkas
- Hög statsskuld kan leda till snabbt stigande räntor på statspapper. Om räntan är hög klarar inte staten att betala
- Policy: starkt finanspolitiskt ramverk och låg statsskuld i förebyggande syfte. Inte mycket att göra *ex post* med nationell policy. Egen valuta kanske en fördel. Internationell hjälp förmodligen nödvändig



## Slutsatser om krispolitik

- Viktigaste uppgiften för ekonomisk politik är att förhindra att förstärkningsmekanismer av grad 3 och 4 sätter in
- Kapitalkrav och andra åtgärder för att se till så att kreditrisker absorberas av institut som kan bära dem
- Förtroende för statsfinanserna och penningvärdet centralt för att förebygga kriser. Visade sig under pandemin
- Om bålverket mot förstärkningsmekanismer av grad 3 och 4 är starkt blir riskerna med förstärkningsmekanismerna 1 och 2 mindre. Behovet av amorteringskrav och *leaning against the wind* minskar då. Detta gäller troligen i Sverige



## Återstående punkter

- Större roll för finanspolitiken?
  - starkare automatiska stabilisatorer?
  - mer av diskretionär finanspolitik?
- Högre inflationsmål för att vidga utrymmet för räntepolitik?
- Slutsatser

## **4. Större roll för finanspolitiken?**





## Automatiska stabilisatorer

- *Budgetelasticiteten*: mäter hur många procentenheter den offentliga sektorns finansiella sparande som andel av BNP förändras när BNP-gapet ökar med en procentenhet
  - men ofullständigt mått eftersom den inte mäter effekten på aktivitetsnivån
- Lägre budgetelasticitet över tid
  - från 0,55 1998 till 0,47 2019 (Almenberg och Sigonius 2021)
  - i linje med Flodén (2009)
- Osäkerhet om *halvautomatiska stabilisatorer* (arbetsmarknadsprogram)



## De automatiska stabilisatorerna är överskattade

- Beräkningar tar inte hänsyn till det kommunala balanskravet
- Överslagskalkyl:

$$\frac{dF/Y}{dY/Y} = \frac{G}{Y}$$

$$\frac{G}{Y} = 0,48$$

$$\frac{dF/Y}{dY/Y} = \frac{B+G^S}{Y}$$

$$\frac{B+G^S}{Y} = 0,29$$

- Krav på god ekonomisk hushållning och resultatutjämningsreserver men ojämn fördelning mellan kommunerna



## Stärk de automatiska stabilisatorerna

- *Automatiska variationer* i statsbidragen till kommunerna
  - motverka avvikelser i tillväxten av kommunsektorns skatteunderlag från genomsnittlig tillväxt under tidigare period
  - garanti innebärande kompensation för om skatteunderlaget ökar mindre än i viss minimitakt
- Konjunkturberoende arbetslöshetsförsäkring
  - högre ersättning/längre maximal ersättningsperiod i lågkonjunkturer
  - stöd till hushåll med hög marginell konsumtionsbenägenhet
  - minskat försiktighetssparande för sysselsatta
- Stödet för korttidsarbete är en automatisk stabilisator
- Men potentiellt problem vid utbudsstörningar
  - automatiska stabilisatorer stabiliserar BNP men inte BNP-gapet



## Argument för mer av diskretionär finanspolitik

- Mindre riskabelt än tidigare om lägre neutral realränta
- Vid efterfrågedrivna konjunkturstörningar bör den diskretionära finanspolitiken *understödja* penningpolitiken så att den inte behöver bli extrem
  - i lågkonjunkturer ska inte negativa räntor och stora värdepappersköp behövas (annat än om akut finanskris hotar)
  - i högkonjunkturer ska inte mycket höga räntor behöva användas
- Finanspolitikens understödjande roll bör gälla också *vid stora avvikelser från inflationsmålet*



## Finanspolitiken och den neutrala realräntan

- Till exempel Blanchard (2021) har argumenterat för en mer expansiv finanspolitik för att höja den neutrala realräntan och därmed skapa större fallhöjd för styrräntan
- OK för världsekonomin och för stor ekonomi som USA
- Men gäller inte på samma sätt för liten öppen ekonomi (om ränteparitet)
  - tillfällig sänkning av överskotts målet skulle ha sådan effekt
  - permanent sänkning av överskotts målet skulle inte ha det
- Liten effekt av permanent sänkning om avvikelser från ränteparitet



## Diskretionär 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 problem för många företag
  - finanspolitiken kan göra träffsäkra insatser: klumpsummestöd, inte sänkta elkostnader på marginalen
  - motverka sysselsättningsfall: stöd för korttidsarbete
- Men finanspolitiken får inte bli för expansiv
  - då måste penningpolitiken bli ännu mer åtstramande
- Kombinationen av budget och elprisstöd för 2023 är nog för expansiv
  - strukturellt finansiellt sparande på 0,7 procent av BNP
  - elprisstöd på 1 procent av BNP



## **5. Spärrar mot fel- och överanvändning av finanspolitiken**



## Behov av spärrar mot överdriven diskretionär finanspolitik

- Normförskjutning mot kontinuerlig *mikrostabilisering* av ekonomin efter pandemin
- Behov av att skapa spärrar mot fel- och överanvändning av diskretionär 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



## 6. Inflationsmålet

## Vidga utrymmet för räntepolitiken i lågkonjunkturer

- Höjning av inflationsmålet på sikt: 3 procent
- Komplicerad fråga om optimal inflationstakt
  - tvåprocentmålet grovt tillyxat
  - Milton Friedman: optimal *deflationstakt* = realräntan
  - nykeynesiansk modell: resursallokeringsförluster till följd av ineffektiv prisspridning därför att priser/löner bara ändras ibland: *Calvo pricing* överdriver kostnaderna
  - fallande relativpriser över produktcykeln
  - lättare ändra relativlöner och sänka reallöner i stagnerande företag med högre inflation
  - när tvåprocentmålet valdes sågs inte nedre ränterestriktion som relevant
- Optimal inflationstakt är 2–4 procent i många modeller

## Vidga utrymmet för räntepolitiken i lågkonjunkturer forts.

- Potentiell vinst av mindre höjning av inflationsmålet större än potentiell förlust ifall det skulle visa sig onödigt
- Felaktigt argument att ett enskilt land inte kan höja sitt inflationsmål något
  - svag deprecieringstrend är *peanuts* i förhållande till de stora växelkursrörelser som ständigt sker
- Men en höjning kan inte ske nu
  - inflationen måste först komma ner
- Alternativa målomformuleringar är sämre: för komplexa eller mer riskabla
  - prisnivåmål
  - halvt prisnivåmål: genomsnittlig inflation under flerårsperiod (Fed)
  - alternera mellan prisnivå- och inflationsmål (Bernanke 2019)

## 7. Slutsatser



## Slutsatser

- Skäl att undvika omfattande balansräkningsoperationer från Riksbankens sida
- Värdefullt stärka de automatiska stabilisatorerna men troligen inte tillräckligt
- Mer av diskretionär finanspolitik kan behövas men kräver spärrar mot felanvändning
- Behov av riktlinjer för finanspolitikens roll i konjunkturstabiliseringen
- Finanspolitiska rådet skulle kunna spela en större roll
- Viktigt med respekt för budgetramverket och en återgång till en sammanhållen budgetprocess
- God balans mellan finans- och penningpolitik är viktigt i den nuvarande stagflationssituationen
- Högre inflationsmål vore sannolikt bra på sikt