



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

Sveriges riksbank (2021-12-08)

S V E R I G E S R I K S B A N K



Per Jansson
Vice riksbankschef

Krisen på 1990-talet

- Inhemsk kostnads- och finanskris resultat av långvariga problem
 - Stark inhemsk inflationstrend som krockade med den fasta växelkursen
 - Ofta alltför expansiv finanspolitik, tendenser till strukturella underskott
- Den makroekonomiska politiken behövde omformas
 - Finanspolitiken: Förtroende för långsiktigt hållbara offentliga finanser (ny budgetprocess, överskottsmål, etc)
 - Penningpolitiken: Förtroende för att inflationen hålls låg och stabil (självständig direktion, inflationsmål)



Varaktigt alltför *låg* inflation också ett problem

- Mindre utrymme att sänka styrräntan i lågkonjunkturer
 - Genomsnittligt mycket låg inflation innebär låga nominella räntor
 - Effektiv nedre gräns för styrräntan
- Alltså vanligare med negativ styrränta
 - Om man ogillar negativ ränta bör man förespråka att inflationsmålet upprätthålls (eller höjs)!
- Spelar en central roll i ECB:s strategiöversyn (juli 2021) och Federal Reserves översyn (augusti 2020)



Finanspolitiken och penningpolitiken ömsesidigt beroende

- Separata ramverk för finanspolitiken och penningpolitiken
- Men förtroendet för det ena är avhängigt av förtroendet för det andra!
- **Om offentliga finanser upplevs ohållbara:** Förväntan om expansiv penningpolitik för att inflatera bort skulden – penningpolitikens ankare kan släppa
- **Om kraftigt stigande inflation:** Snabbt stigande räntor och räntekostnader för staten – finanspolitikens ankare kan släppa
- "It's really both monetary policy and fiscal policy that do the anchoring"
(Eric Leeper)

Vanligt att se det som att penningpolitiken är i förarsätet

De senaste decenniernas policyregim med inflationsmålspolitik

PENNINGPOLITIKEN
den **aktiva** parten

Förväntas hålla ekonomin
i balans och inflationen låg
och stabil

FINANSPOLITIKEN
den mer **passiva** parten

Förväntas hålla finanserna
under kontroll, stabilisering
med automatiska stabilisatorer

Stort genomslag
i den akademiska
forskningen och på
policyavdelningar på
finansdepartement
och centralbanker

Men rollfördelningen kanske inte längre är så självklar?

- Penning- och finanspolitiken sannolikt mer beroende av varandra än vi har utgått ifrån
- Har skärpts av förändrade makroekonomiska förhållanden – rekordlåg global realränta



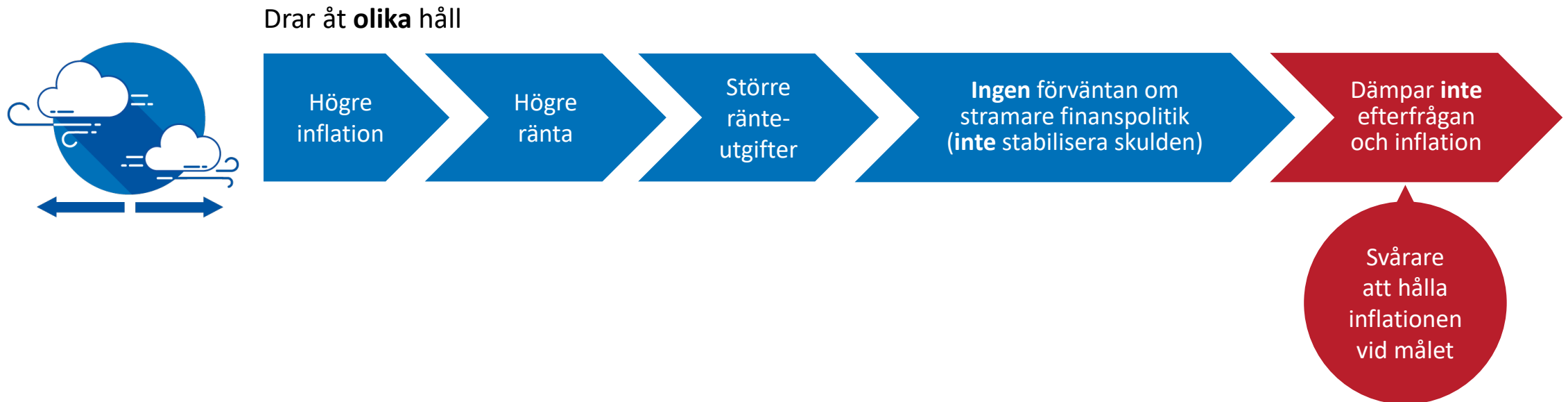
Beroende mellan finanspolitik och penningpolitik



Drar åt **samma** håll

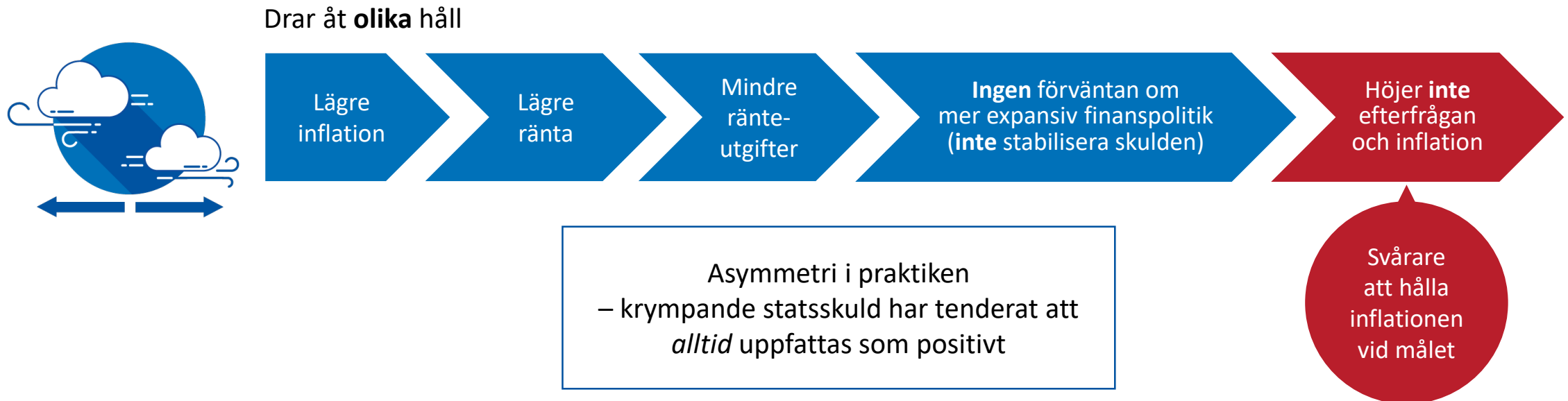


Beroende mellan finanspolitik och penningpolitik



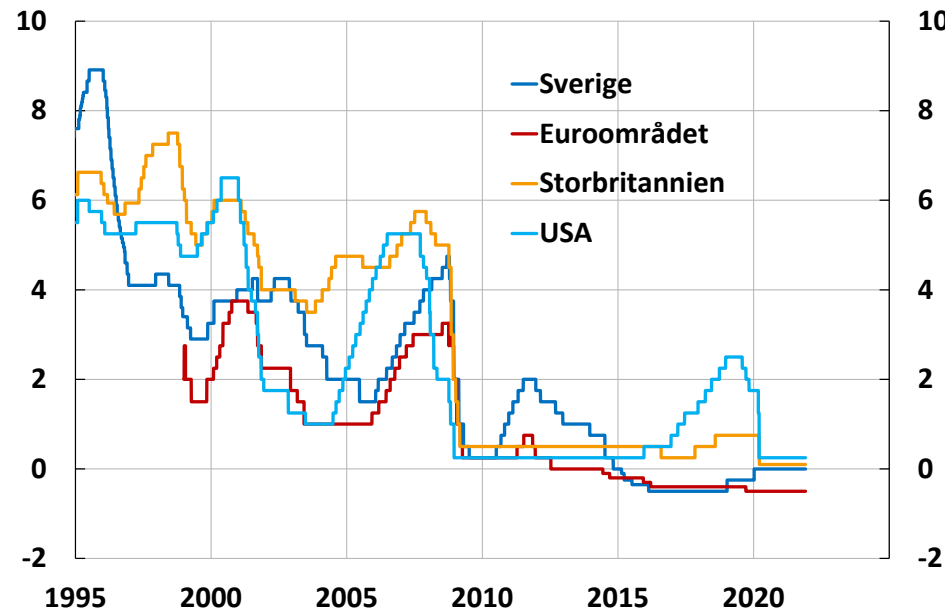
Beroende mellan finanspolitik och penningpolitik

Om inflationen faller



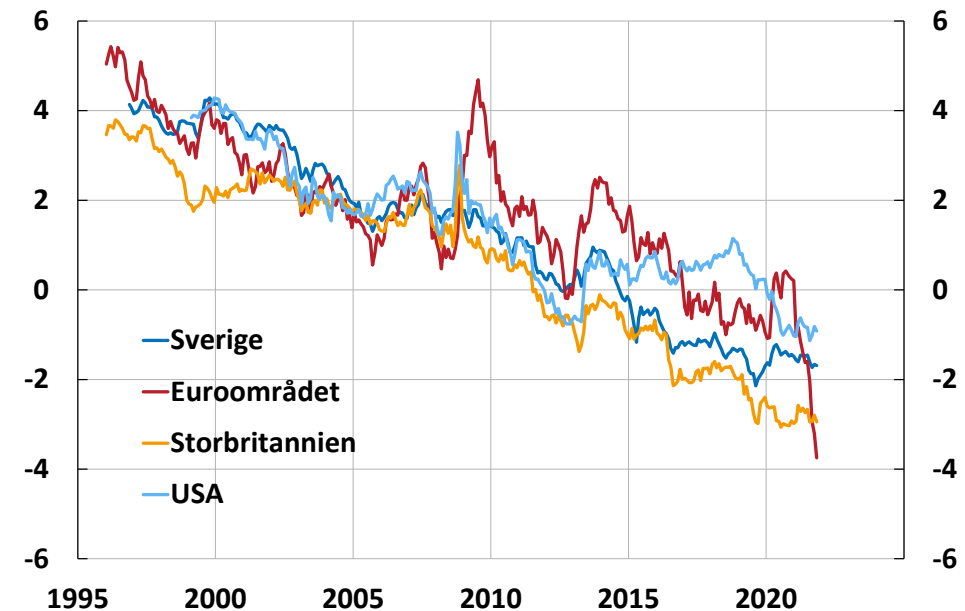
Låg global realränta har gjort det svårare att använda penningpolitiken

Styrräntor



Anm. Procent.

Långa realobligationsräntor



Källor: Macrobond, nationella centralbanker och Riksbanken.

Förnyad diskussion kring finanspolitikens möjligheter

- Låg ränta underlättar för finanspolitiken
 - Lättare att "räkna hem" offentliga satsningar och investeringar
 - Om tillväxten överstiger räntan tillräckligt mycket behöver skuld/BNP inte öka (t.ex. Blanchard)
 - Nollränta eller till och med negativ ränta är ett ganska "generöst erbjudande" i sig...
- Finanspolitiskt ramverk: Mycket fokus på *medlet* (underskott, skuld), för lite på *målet* (välfärden)
 - Penningpolitiskt ramverk: Utvärdering (i alla oftast) utifrån *målet* (inflationen)
- Innebär *inte* att offentlig upplåning aldrig är problematisk!

American Economic Review 2019, 109(4): 1197–1229
<https://doi.org/10.1257/aer.109.4.1197>

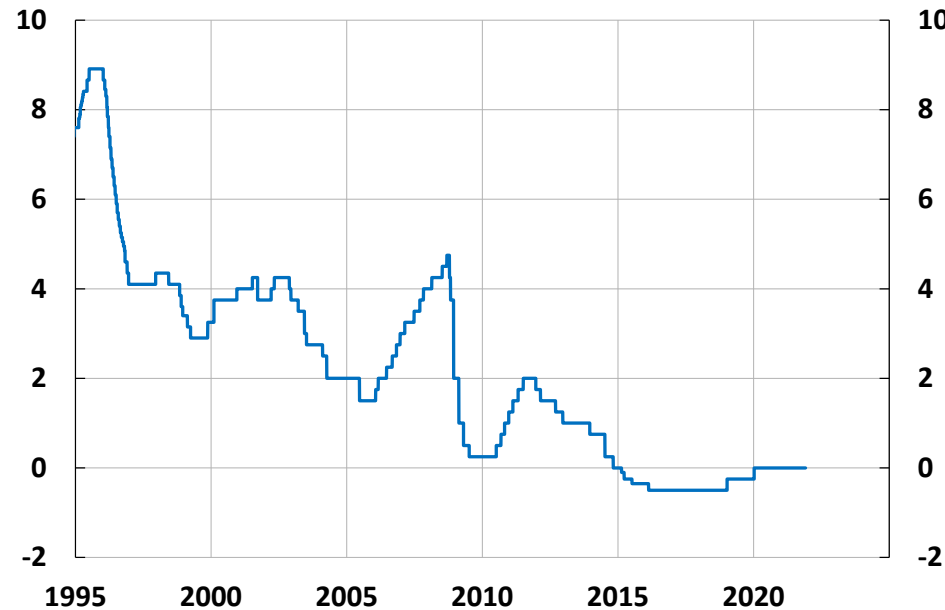
Public Debt and Low Interest Rates†

By OLIVIER BLANCHARD*

This lecture focuses on the costs of public debt when safe interest rates are low. I develop four main arguments. First, I show that the current US situation, in which safe interest rates are expected to remain below growth rates for a long time, is more the historical

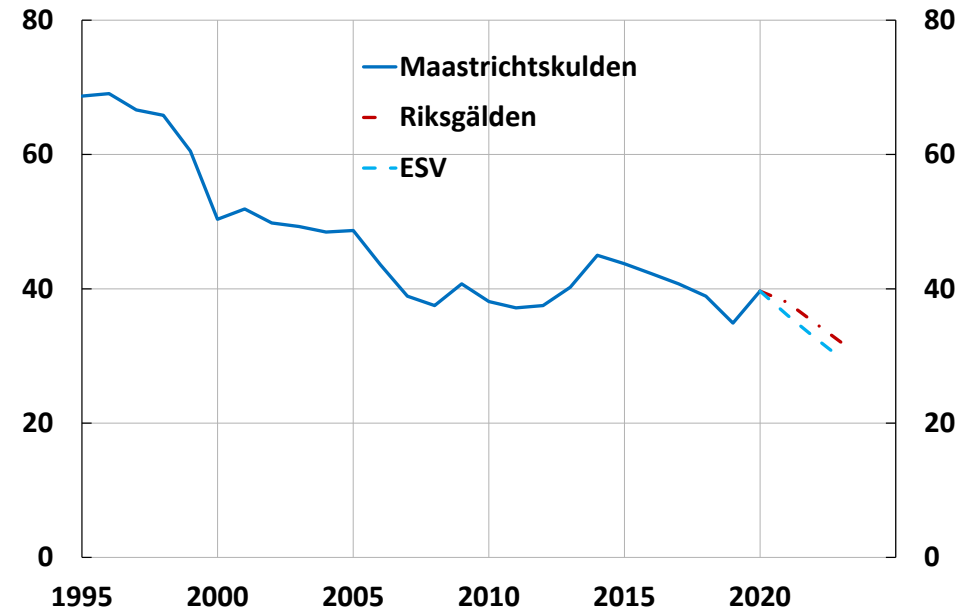
Trendmässigt lägre styrränta och offentlig skuld

Reporänta



Anm. Procent.

Maastrichtskulden som andel av BNP



Källor: ESV, Riksgälden, SCB och Riksbanken.

En ny policyregim med finanspolitiken i förarsätet?

- Handlar om mer än att ”hjälpa penningpolitiken att upprätthålla inflationsmålet”
 - Inflationsmålet dock inte oviktigt – samhällsekonomiskt mål med politiskt stöd
 - Ekonomin fungerar bättre med viss, låg inflation (Feds, ECB:s översyner)
- Även strukturella utmaningar:
 - Åldrande befolkning
 - Klimatomställning
 - Förbättrad integration, etc
- Vissa åtgärder lyfter på sikt produktionskapaciteten men ökar på kortare sikt efterfrågan och inflationen – ingen nackdel



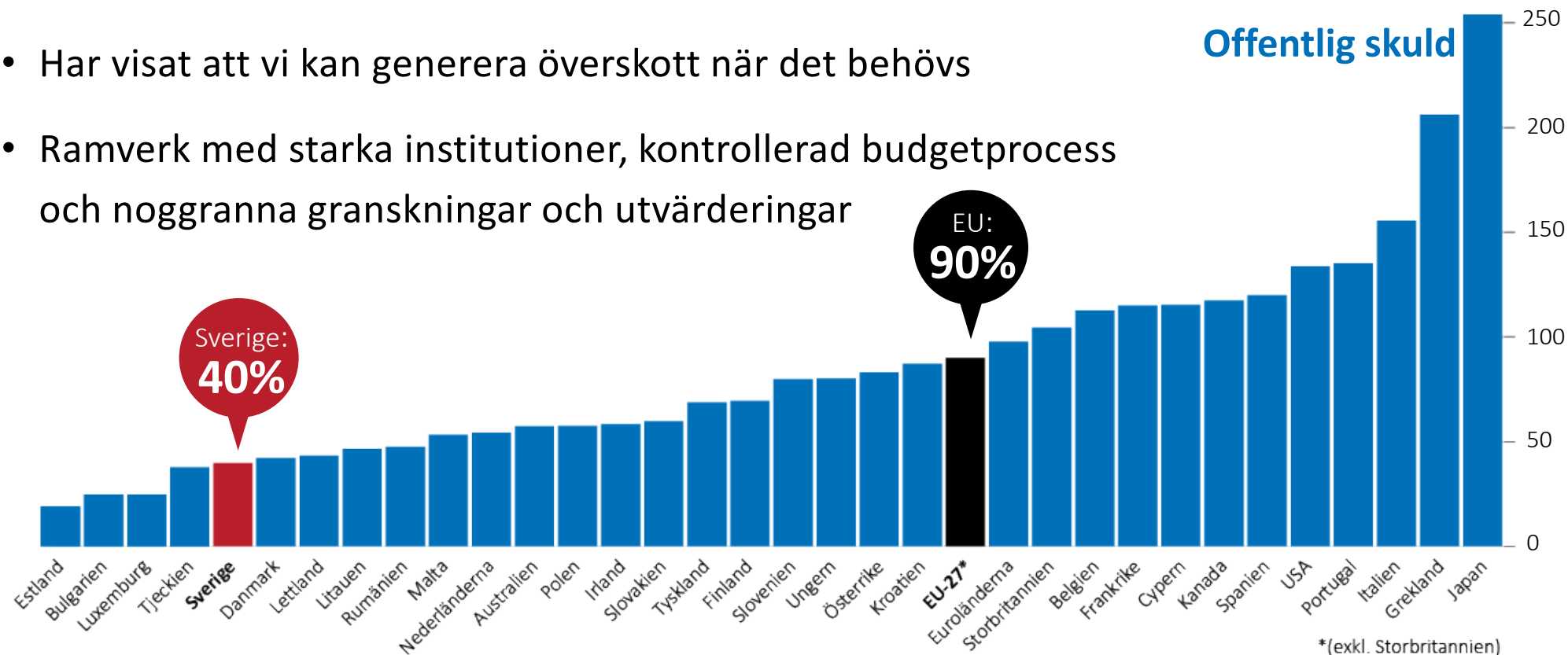
Fördel att formalisera en mer aktiv finanspolitik?

- Expansiv politik med temporära underskott till mätbart *mål* uppnåtts (situationsberoende)
- Temporära underskott *viss tid* (tidsberoende) enligt given bana
 - Kanske mindre tilltalande för ekonomer, men sannolikt lättare att genomföra (bortre gräns)
- Återgång till skuldstabilisering när perioden är slut eller målet uppnåtts
- Finanspolitiska rådet (eller annan institution) utvärderar löpande
 - Eventuellt även den *samlade* politiken, dvs. även penningpolitiken



Goda förutsättningar att föra en mer aktiv finanspolitik

- Sveriges skuld låg internationellt, ca 40 procent (t.ex. Tyskland och Finland ca 70 procent)
- Har visat att vi kan generera överskott när det behövs
- Ramverk med starka institutioner, kontrollerad budgetprocess och noggranna granskningar och utvärderingar



Viktigt med öppen diskussion

- Min input till en viktig diskussion
- Inga färdiga förslag – mycket ytterligare arbete krävs
- Bra att ta tag i problemen, även om vi kan behöva ta svåra beslut och tänka på ett lite nytt sätt
- I slutänden förstås frågor som måste hanteras och beslutas om politiskt
- Men en öppen diskussion är en bra början!



Tack!