

ANALYS – Interaktionen mellan finanspolitik och penningpolitik

En växande offentlig skuldsättning i många länder sätter fokus på interaktionen mellan finans- och penningpolitik. Läget skiljer sig dock avsevärt mellan länder. I länder med hög skuld, som till exempel USA, kan en fortsatt skuldökning leda till ett politiskt tryck på centralbanken att hålla räntorna låga för att begränsa statens räntekostnader. Sverige befinner sig inte i denna situation, bland annat för att den offentliga skulden är låg. Finanspolitiken påverkar visserligen penningpolitiken, men risken för att den får konsekvenser för den penningpolitiska handlingsregeln, alltså inflationsmålpolitiken, är liten i dagsläget. Samtidigt kan en mer expansiv finanspolitik i omvärlden driva upp det globala ränteläget och få konsekvenser även för svensk ekonomi och penningpolitik.

Det finns en global trend där länder ökar sin offentliga skuld av både ekonomiska och politiska skäl. Utvecklingen väcker viktiga frågor, bland annat om hur finanspolitik och penningpolitik kommer att påverka varandra framöver. Samspelet mellan de båda politikområdena har också fått ökad uppmärksamhet i den makroekonomiska forskningen under senare år.

De offentliga skulderna väntas fortsätta stiga i många länder som redan har en hög skuldsättning. I USA innehåller den senaste budgeten till exempel stora ofinansierade skattesänkningar, det vill säga utan motsvarande neddragningar i de offentliga utgifterna eller höjningar av andra skatter. Det sker samtidigt som underskotten i USA:s statsfinansier redan är betydande. Prognoser pekar på att USA:s federala statsskuld kan komma att öka från omkring 100 till cirka 120 procent av BNP under det kommande decenniet.²⁸ Även länder i Europa går mot en mer expansiv finanspolitik, bland annat till följd av ökade utgifter för försvar och infrastruktur. Samtidigt har flera stora ekonomier, som Frankrike och Italien, redan betydande budgetunderskott och en hög offentlig skuldsättning.²⁹

I Sverige har den offentliga skulden istället sjunkit trendmässigt under en längre tid, sett som andel av BNP. Under de kommande åren väntas den dock stiga när Sverige ska öka sina försvarsutgifter och samtidigt övergå från ett överskottsmål till ett balansmål för den offentliga sektorns finansiella sparande. Det innebär att skulden

²⁸ Se Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB), "An August 2025 Budget Baseline", augusti 2025. CRFB:s prognos avser den federala statens skuldkvot. Den totala offentliga sektorns skuldkvot är dock högre och uppgick år 2023 till 24 procentenheter mer än den federala statens.

²⁹ Enligt IMF beräknas den offentliga skulden i Frankrike öka från nuvarande 113 till 121 procent av BNP år 2027. I Italien väntas skulden öka från dagens 135 till 138 procent av BNP samma period. Den genomsnittliga offentliga skulden i hela euroområdet väntas stiga från dagens 88 till knappt 93 procent av BNP fram till 2030, se IMF, "Euro Area Policies: 2025 Annual Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Member Countries", *IMF Country Report No. 25/174*, juli 2025.

väntas öka från 34 till omkring 40 procent av BNP inom en tioårsperiod, enligt Konjunkturinstitutets uppskattning.³⁰

Hur finanspolitiken utvecklas är dock svårt att förutse, eftersom den påverkas av en osäker realekonomisk utveckling och politiska prioriteringar som kan förändras över tid. Interaktionen mellan finans- och penningpolitik är viktig i detta sammanhang. En fråga är om de handlingsregler som karakteriserat ansvarsfördelningen mellan de två politikområdena kommer att förändras.

Så samspelar finanspolitik och penningpolitik

Penningpolitikens handlingsregel, alltså inflationsmålpolitiken, innebär att centralbanken sätter styrräntan i förhållande till inflationen och resursutnyttjandet i ekonomin. För finanspolitiken finns istället budgetpolitiska handlingsregler som bland annat ska säkerställa att den offentliga skuldsättningen inte blir för stor.

När finans- och penningpolitiken bedrivs enligt sina handlingsregler finns det kopplingar dem emellan som gör att de påverkar varandra.³¹ Penningpolitiken har en direkt påverkan på de offentliga finanserna eftersom statens lånekostnader i hög grad bestäms av marknadsräntor som påverkas av styrräntan. De räntekostnaderna utgör en betydande del av de offentliga utgifterna. De offentliga utgifterna kan samtidigt påverka penningpolitiken. Om ökade offentliga utgifter finansieras genom ökad skuldsättning istället för motsvarande skattehöjningar eller andra utgiftsminskningar kan det driva upp den ekonomiska aktiviteten och inflationen.³² Det bidrar i sin tur till ett högre ränteläge, bland annat därför att centralbanken då reagerar på den stigande inflationen.

Hur finanspolitiken påverkar ekonomin beror dels på omfattningen av de finanspolitiska förändringarna, dels på sammansättningen av de ökade offentliga utgifterna eller skattesänkningarna.³³ Vilka effekter finanspolitiken får beror också på hur samhällsekonomin i stort fungerar.³⁴ Men även förväntningar och förtroendet för den ekonomiska politiken spelar en betydande roll. Till exempel är det sannolikt att räntor på statsobligationer med lång löptid, så kallade långräntor, har stigit det senaste året för att flera länder har ökat sin skuldsättning och planerar att föra en mer expansiv finanspolitik. Uppgången i långräntor speglar troligtvis dels förväntningar om framtida

³⁰ Se Konjunkturinstitutet, "Offentligfinansiella scenarier för olika finansieringslösningar av en förstärkt försvarsuppbyggnad", mars 2025.

³¹ Se till exempel E. Leeper och C. Leith (2016), "Understanding Inflation as a Joint Monetary-Fiscal Phenomenon", i J.B. Taylor och H. Uhlig (red), "Handbook of Macroeconomics", vol. 2, Elsevier Press och G. Kaplan (2025), "Implications of Fiscal-Monetary Interaction from HANK Models", Working Paper 34117, National Bureau of Economic Research.

³² Erfarenheter visar att omfattande och ofinansierad finanspolitik kan driva på inflationen. Under pandemin bidrog exempelvis de stora finanspolitiska stödåtgärderna i USA inte bara till att inflationen steg, utan också till att den blev mer varaktig. Se F. Bianchi m.fl. (2023), "A Fiscal Theory of Persistent Inflation", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 183, nr. 4, s. 2127-2179.

³³ De sammantagna effekterna av finanspolitiska åtgärder brukar beskrivas med så kallade finanspolitiska multiplikatorer, se till exempel B. Lagerwall (2019), "Finanspolitik i ett penningpolitiskt perspektiv", *Ekonomisk kommentar* nr 5, Sveriges riksbank.

³⁴ För en översikt av de relevanta mekanismerna, se M. Lindgren och C. Nilsson (2025), "Finanspolitiska regler och skuld under 2000-talet: En kort översikt", *Penning- och valutapolitik* nr 2, Sveriges riksbank.

räntehöjningar när finanspolitiken blir mer expansiv, dels högre riskpremier som investerare kräver för att köpa statspapper.

För att förstå hur till exempel finanspolitiken påverkar penningpolitiken är det också nödvändigt att studera hur politikområdena agerar i förhållande till sina handlingsregler.³⁵ Om både finans- och penningpolitiken följer sina regler behöver en tillfälligt expansiv finanspolitik, som senare stramas åt, inte få några större konsekvenser för penningpolitiken.³⁶ Om finanspolitiken däremot frångår sin handlingsregel, till exempel genom att låta skulden öka varaktigt och kraftigt, kan problem uppstå. Offentliga finanser som uppfattas som långsiktigt ohållbara riskerar att skapa ett politiskt tryck på centralbanken att acceptera en högre inflation för att urholka skulden. Det kan i sin tur leda till att styrräntan hålls nere för att minska statens räntekostnader, vilket innebär att den penningpolitiska handlingsregeln åsidosätts. En sådan utveckling gör det möjligt för finanspolitiken att förbli expansiv utan samma krav på framtida åtstramningar. Men sådana förväntningar riskerar att underminera penningpolitiken så att ekonomins aktörer tappar förtroendet för centralbankens förmåga att nå inflationsmålet. Att finanspolitiken begränsar statsskulden är därför en förutsättning för att penningpolitiken ska kunna hålla inflationen låg och stabil. Man kan sammanfatta detta med att förtroendet för det ena politikområdet är beroende av förtroendet för det andra.

Hur sannolikt är det att finanspolitiken får konsekvenser för den penningpolitiska handlingsregeln?

Det finns en risk att centralbanken upplever ett politiskt tryck att anpassa sin penningpolitik när skuldsättningen ökar. USA riskerar till exempel att gå i en sådan riktning, även om osäkerheten är stor. Redan i dag finns ett politiskt tryck på Federal Reserve att hålla styrräntan nere och frånga den penningpolitiska handlingsregeln. Räntekostnaderna för den federala skulden är en tänkbar förklaring till det. För närvarande motsvarar de omkring 3 procent av BNP och 13 procent av den federala budgetens utgifter.³⁷ Men om skulden stiger från cirka 100 till 120 procent av BNP under det kommande decenniet beräknas räntekostnaderna öka till cirka 4 procent av BNP och 18 procent av utgifterna, givet nuvarande ränteläge.³⁸

³⁵ I tekniska termer handlar frågan bland annat om en förändring av finanspolitiken bör ses som en tillfällig avvikelse inom ramen för en given stabiliseringspolitisk regim eller som ett faktiskt regimskifte. I forskningslitteraturen kallas en ordning där finanspolitiken reagerar svagt på skulden och penningpolitiken svagt på inflationen för *fiskal dominans*. Motsatsen, *monetär dominans*, innebär att penningpolitiken reagerar kraftfullt på inflationen medan finanspolitiken stabiliserar skulden. Se E. Leeper (1991), "Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies", *Journal of Monetary Economics*, vol. 27, nr. 1, s. 129-147.

³⁶ Det finns argument för att en mer aktiv finanspolitik skulle kunna leda till en bättre mix av finans- och penningpolitik i vissa lägen. För en diskussion av samspelet ur ett svenskt perspektiv, se till exempel L. Calmfors m.fl. (2022), "Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik", Rapport till Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi 2022:3.

³⁷ Avser den federala statens nettoränteutgifter för 2024 enligt Congressional Budget Office, "The Budget and Economic Outlook: 2025 to 2035", januari 2025. Enligt EU-kommissionen, som beräknar ränteutgifter på ett jämförbart sätt för bland annat EU-länder och USA, uppgick den amerikanska offentliga sektorns ränteutgifter till 4,6 procent av BNP år 2024. Se Europeiska kommissionen, "European Economic Forecast, Spring 2025", *Institutional paper 318*, maj 2025.

³⁸ Beräkningen av de amerikanska ränteutgifterna baseras på antaganden i CRFB (2025). Beräkningen av ränteutgifternas andel av de totala utgifterna 2035 bygger på antagandet att de totala utgifternas andel av BNP är oförändrade 2035 jämfört med 2024.

I Sverige är risken betydligt mindre att finanspolitiken får lika långtgående konsekvenser för den penningpolitiska handlingsregeln, inte minst tack vare en låg offentlig skuld. Räntekostnaderna för den offentliga skulden motsvarar i dag 0,6 procent av BNP.³⁹ Skillnaden mot USA blir ännu tydligare när man väger in att Sveriges offentliga utgifter faktiskt är högre än USA:s, som andel av BNP. I relation till de totala utgifterna är de svenska räntekostnaderna betydligt lägre – omkring 1,3 procent, vilket är en tiondel av den amerikanska nivån. Om den svenska offentliga skulden skulle öka från 34 till 40 procent av BNP inom tio år kan räntekostnaderna därför antas stiga till cirka 1 procent av BNP och cirka 2,5 procent av de offentliga utgifterna.⁴⁰ Det innebär att den offentliga skulden utgör en betydligt mindre risk i Sverige än i USA. Men det förutsätter att de finanspolitiska åtgärder som nu genomförs på sikt finansieras på annat sätt än genom ökad skuldsättning, och att politiken därmed fortsatt är förenlig med det finanspolitiska ramverket. En annan viktig skillnad är att Riksbanken har en hög grad av formell självständighet.⁴¹ Det minskar sannolikheten ytterligare för att en skulduppbyggnad ska påverka svensk penningpolitik.

Men även om finanspolitiken i Sverige inte innebär samma risk som i USA så påverkas svensk ekonomi och därmed också penningpolitiken av utvecklingen i omvärlden. Såväl ekonomisk forskning som praktiska erfarenheter visar att en mer expansiv finanspolitik leder till att den ekonomiska aktiviteten ökar, åtminstone tillfälligt, att inflationen blir högre och att räntorna stiger. Om finanspolitiken i USA och euroområdet driver upp det globala ränteläget kan därför även svenska räntor stiga snabbt, vilket skulle få konsekvenser för svensk tillväxt och inflation.

Även ECB har en stark formell självständighet, vilket begränsar risken för att skuldutvecklingen i euroländerna direkt ska påverka inriktningen på penningpolitiken. Samtidigt skiljer sig förutsättningarna mellan länderna. Till exempel väntas Frankrikes räntekostnader nästa år uppgå till 2,8 procent av BNP, medan motsvarande andel i Tyskland beräknas bli 1,1 procent.⁴² Eftersom euroländerna delar penningpolitik men inte finanspolitik kan enskilda länder till viss del öka sin skuld utan att fullt ut behöva bära konsekvenserna av det i form av stramare penningpolitik och högre räntekostnader.

³⁹ Enligt Europeiska kommissionen (2025).

⁴⁰ Beräkningarna baseras på en genomsnittlig nominell upplåningsränta på 3 procent, en årlig nominell BNP-tillväxt på knappt 4 procent samt ett årligt primärunderskott motsvarande cirka 1 procent av BNP. Att räntekostnaderna ökar förklaras delvis av att den förväntade upplåningsräntan förväntas vara högre jämfört med tidigare. Beräkningen bygger bland annat på information från Konjunkturinstitutet. I beräkningarna antas dessutom att övriga faktorer inte påverkar skuldutvecklingen.

⁴¹ Riksbanken och ECB anses ha en högre formell självständighet jämfört med Federal Reserve, se N. Dincer och B. Eichengreen (2014), "Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures", *International Journal of Central Banking*, vol. 10, no. 1, s. 189-253 och A. Garriga (2025), "Revisiting Central Bank Independence in the World: An Extended Dataset", *International Studies Quarterly*, vol. 69, no. 2.

⁴² Se Europeiska kommissionen (2025).