

Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik

*Lars Calmfors
John Hassler
Anna Seim*

*Rapport till
Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi
2022:3*



STATENS OFFENTLIGA
UTREDNINGAR

Rapportserien finns på eso.expertgrupp.se.

Omslag: Elanders Sverige AB

Tryck: Elanders Sverige AB, Stockholm 2022

ISBN 978-91-525-0466-6 (tryck)

ISBN 978-91-525-0467-3 (pdf)

Förord

En förutsättning för en stabil makroekonomisk utveckling är att den ekonomiska politiken utformas så att den motverkar störningar av olika slag på ett ändamålsenligt sätt. Den konventionella synen på rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik är att det är penningpolitiken som har huvudansvaret för den makroekonomiska stabiliseringen medan aktiva beslut om finanspolitiska åtgärder i stabiliseringssyfte normalt ska undvikas. Huvudskälet till detta är att det finns risker med att använda aktiv finanspolitik i stabiliseringssyfte. Det kan leda till stor offentlig skulduppbyggnad för att det är lättare att besluta om stimulanser än åtstramningar. Åtgärderna riskerar dessutom att bli feltajmade till följd av en tidskrävande politisk beslutsprocess.

Under de senaste åren har händelser i vår omvärld såsom finanskrisen, coronapandemin och kriget i Ukraina inneburit stora störningar och därmed stora utmaningar för den ekonomiska politiken. Sedan finanskrisen och fram till nyligen har vi haft låg inflation och ett lågt ränteläge. I denna miljö har penningpolitiken haft begränsade möjligheter att stimulera ekonomin eftersom utrymmet att ytterligare sänka räntan varit begränsat. I en situation då penningpolitikens möjligheter att motverka negativa störningar på efterfrågesidan minskat har mer fokus kommit att riktas mot finanspolitiken. Det har också lett till att den vedertagna synen på rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik delvis ifrågasatts och till ett större intresse för frågan om hur penning- och finanspolitik samspelar.

De två typerna av ekonomisk politik lyder under skilda ramverk. Penningpolitiken bedrivs självständigt av Riksbanken som har ett inflationsmål och ett ansvar för den finansiella stabiliteten i egenskap av att vara långivare i sista hand ("lender of last resort"). Finanspolitik beslutas i en politisk process som styrs av det finanspolitiska

ramverket. Målkonflikter mellan ramverken kan uppstå, vilket riskerar att göra utfallet ineffektivt. Det saknas idag tydliga riktlinjer för hur sådana målkonflikter ska hanteras.

I den här rapporten till ESO analyserar Lars Calmfors, John Hassler och Anna Seim hur samspelet mellan finans- och penningpolitik sett ut i Sverige och hur rollfördelningen kan tänkas se ut framöver. Författarna analyserar även hur de institutionella förutsättningarna för ett effektivt samspel ser ut och vilka risker som finns när penning- och finanspolitiska beslut fattas oberoende av varandra.

Författarna pekar på flera skäl till att ge finanspolitiken en större roll i stabiliseringspolitiken, dels genom att stärka de automatiska stabilisatorerna, dels genom att låta aktiv finanspolitik komplettera penningpolitiken när det gäller att stabilisera konjunkturen. Finanspolitiken skulle även kunna understödja penningpolitiken i att nå inflationsmålet när avvikelserna från målet är stora. Författarna konstaterar vidare att en omprövning av inflationsmålet vore önskvärt, även om rådande situation med hög inflation och risk för stigande inflationsförväntningar gör att det inte är aktuellt i dagsläget.

Jag hoppas att den här rapporten kan bidra till en initierad diskussion om vilka riktlinjer som bör finnas för ett välfungerande samspel mellan finans- och penningpolitik framöver. Arbetet med rapporten har följts av en referensgrupp bestående av personer med god insikt i dessa frågor. Ordförande har varit undertecknad. Som alltid i ESO-sammanhang svarar författarna själva för innehåll, slutsatser och förslag i rapporten.

Stockholm i september 2022

Karolina Ekholm
Ordförande i ESO

Innehåll

Sammanfattning	9
Summary	19
1 Inledning	29
2 Hur kan finans- och penningpolitik stabilisera konjunkturen?	33
2.1 Vad ska stabiliseras?	34
2.2 Finanspolitik	38
2.3 Penningpolitik	54
3 Balansen mellan finans- och penningpolitik	81
3.1 Samspelet mellan finans- och penningpolitik på lång sikt	87
3.2 Samspelet på kort sikt: den stabiliseringspolitiska policymixen	106
4 Hur har svensk finans- och penningpolitik bedrivits? ...	123
4.1 Data	125
4.2 Finanspolitiken	130
4.3 Penningpolitiken	134
4.4 Samspelet mellan finans- och penningpolitiken	136
4.5 Finans- och penningpolitik under pandemin	139

5	Den stabiliseringspolitiska mixen i framtiden	143
5.1	Överväganden om penningpolitiken	144
5.2	Risker för finansiell instabilitet kopplade till bostadsmarknaden	166
5.3	Överväganden om diskretionär finanspolitik	171
5.4	Stabiliseringspolitiken i en stagflationssituation	179
6	Avslutande diskussion	185
6.1	Den allmänna konjunkturstabiliseringen	185
6.2	Ska finanspolitiken ta hänsyn till inflationen?	187
6.3	Formerna för samspelet mellan finans- och penningpolitiken	189
6.4	Spärrar mot felanvändning av finanspolitiken	190
6.5	Inflationsmålet	194
6.6	Relationen mellan olika förändringar av riktlinjerna för stabiliseringspolitiken	195
	Referenser	199
	Appendix	219

Fördjupningar

2.1 Statens dynamiska budgetrestriktion	39
2.2 Budgetelasticiteten	47
2.3 Taylorregeln	56
2.4 Eulerekvationen	59
2.5 Ränthet	62
2.6 Centralbankens balansräkning	67
2.7 Den konsoliderade statens dynamiska budgetrestriktion	72
3.1 De ekonomisk-politiska ramverken i Sverige	82
3.2 Skulldynamik	88
3.3 Tidsinkonsistens- och samordningsproblem	111
5.1 Finanspolitiken och den neutrala realräntan	174

Sammanfattning

Finans- och penningpolitik är båda centrala för en effektiv konjunkturstabilisering. Erfarenheterna från 1970- och 1980-talens makroekonomiska problem med hög inflation, låg tillväxt och återkommande devalveringar ledde till att penningpolitiken i Sverige delegerades till en oberoende Riksbank och att ett finanspolitiskt ramverk infördes. Det senare bestämmer villkoren för finanspolitiken, medan Riksbanken för en flexibel inflationsmålspolitik enligt vilken det också är ett mål att stabilisera resursutnyttjandet. Sedan mitten av 1990-talet har det varit en utbredd uppfattning att konjunktursvängningar under en flytande växelkurs i första hand bör motverkas av penningpolitiken. Finanspolitiken ska enligt denna syn främst bestå i att de automatiska stabilisatorerna tillåts verka, medan diskretionära (aktiva) finanspolitiska åtgärder bör användas sparsamt.

Under de senaste 15 åren har kraftiga makroekonomiska störningar – den globala finanskrisen och den ”stora recessionen” 2008–10 samt pandemin 2020–21 – visat att kraftfulla finanspolitiska åtgärder ibland kan behövas. Den traditionella penningpolitiken, i form av styrränteförändringar, har samtidigt blivit alltmer begränsad av *den nedre ränterestriktionen*. Strukturella faktorer i världsekonomin har fått den neutrala realräntan, alltså den realränta som är förenlig med normalt kapacitetsutnyttjande och stabil inflation, att trendmässigt sjunka under flera decennier. Givet en låg inflation och att den nominella styrräntan bara kan sättas marginellt under noll förmår inte räntepolitiken alltid ge tillräcklig stimulans till ekonomin i djupa lågkonjunkturer. För att nå uppsatta inflationsmål har därför centralbanker världen över under senare år använt sig av okonventionella medel som framåtblickande vägledning (*forward guidance*) och stora värdepappersköp, så kallade balansräkningsoperationer eller kvantitativa lättnader (*quantitative easing*).

Kunskapen om dessa åtgärders effekter på kort och lång sikt är begränsad och det finns en oro för negativa biverkningar på ekonomin. Sammantaget har detta lett till att det vedertagna paradigmet där det huvudsakliga ansvaret för konjunkturstabilisering ligger på penningpolitiken alltmer har ifrågasatts.

Mycket har alltså hänt sedan de nuvarande ramverken för finans- och penningpolitiken infördes under 1990-talet. Därmed uppkommer frågan om de behöver förändras – i grunden eller på marginalen. Eftersom finanspolitik och penningpolitik båda påverkar den allmänna efterfrågan i ekonomin är det viktigt att diskutera samspellet dem emellan i olika situationer. Syftet med denna rapport är att analysera hur förutsättningarna för stabiliseringspolitiken förändrats och om detta föranleder förändringar av de svenska ramverken.

Stabiliseringspolitikens grunder

Konjunkturedgångar beror oftast på att *efterfrågan* faller och inte räcker till för att upprätthålla en normal användning av produktionsresurserna. I högkonjunkturer stiger efterfrågan så mycket att resurserna överutnyttjas. För att stabilisera konjunkturen bör såväl finans- som penningpolitik vara *kontracyklisk*, det vill säga stimulerande i lågkonjunkturer och åtstramande i högkonjunkturer.

Ekonomin kan också drabbas av *utbudsstörningar*, ibland mycket kraftiga, som under pandemin och i samband med Ukrainakriget. En sådan störning kan inte hanteras genom efterfrågestimulans. Tvärtom kan efterfrågan bli för hög så att inflationen ökar kraftigt. Vilken politik som är lämplig efter en stor utbudsstörning beror i hög grad på om den är *permanent* eller *temporär* och vilka branscher som omfattas. En temporär utbudsstörning kan behöva mötas med överbrygningspolitik. Vid en permanent utbudsstörning är i stället sådan politik skadlig. Så var till exempel fallet vid oljekriserna på 1970-talet.

Acyklisk diskretionär finanspolitik men kongruent finans- och penningpolitik

Vi bedömer finanspolitikens inriktning från 1996 och framåt genom att jämföra den offentliga sektorns finansiella sparande (skillnaden mellan intäkter och utgifter) med överskottsmålet. Mätt på detta sätt har finanspolitiken i sin helhet, inklusive de automatiska stabilisatorerna, i allmänhet varit kontracyklisk. Den *diskretionära* finanspolitiken framstår däremot i genomsnitt som *acyklisk*, det vill säga den uppvisar ingen samvariation med resursutnyttjandet. Det finns också flera exempel på *procyklisk* diskretionär finanspolitik som förstärkt obalanserna i konjunkturen under år då dessa varit stora.

Vi definierar penningpolitikens inriktning under samma period genom att jämföra realräntan med den neutrala realräntan. Penningpolitiken framstår då i genomsnitt som kontracyklisk.

Finans- och penningpolitiken bör normalt dra åt samma håll, det vill säga vara *kongruent*. Skillnaden mellan det finansiella sparandet och överskottsmålet har samvarierat positivt med skillnaden mellan realräntan och den neutrala realräntan. Det har alltså förelegat kongruens: när finanspolitiken i sin helhet varit expansiv (kontraktiv) har i regel också penningpolitiken varit det.

Den neutrala realräntan förblir troligen låg även framöver

Prognoser för den neutrala realräntan är osäkra. Den vanligaste bedömningen är dock att grundläggande strukturella faktorer talar för att den kommer att förbli låg också framöver, om än förmodligen inte så låg som under det senaste decenniet. Det bör därför finnas en stabiliseringspolitisk beredskap för att hantera situationer där en *nedre ränterestriktion* binder även i kommande lågkonjunkturer. Det är möjligt att centralbankerna i sådana situationer skulle kunna sätta mer *negativa styrräntor* än som tidigare gjorts, men vår bedömning är att det kan vara svårt att få legitimitet för en sådan politik och att den därför inte är sannolik.

Skäl att undvika balansräkningsoperationer

Balansräkningsoperationer i en lågkonjunktur innebär att centralbanken köper statsobligationer och andra mer långfristiga värdepapper. Den betalar genom att skapa centralbankspengar som blir till bankernas reserver i centralbanken. Räntan på dessa följer styrrentan. Värdepappersköpen verkar visserligen ha haft avsedd effekt i bemärkelsen att de sänkt de långa obligationsräntorna men effekterna på inflation och aktivitetsnivå är svåra att skatta och därmed osäkra.

Värdepappersköp innebär att lång upplåning för den konsoliderade staten (inklusive centralbanken) ersätts av kort upplåning i form av centralbankspengar, så kallad *löptidsomvandling*. Det innebär en ränterisk. Om centralbanken handlar i andra finansiella instrument än statspapper skapas större finansiella risker och kredit- och resursallokeringen i samhällsekonomin påverkas i högre grad. Detta är problematiskt eftersom beslut som normalt tagits av det politiska systemet därmed flyttas över till opolitiska tjänstemän i centralbankens direktion. Det finns därför starka argument för att undvika balansräkningsoperationer i stor skala annat än om de, som under våren 2020, bedöms vara nödvändiga för att vidmakthålla det finansiella systemets funktion.

Riksbankens obligationsinnehav bör avvecklas

Riksbanken bör avveckla sina stora värdepappersinnehav. Eftersom en politik som påverkar riskpremierna på de finansiella marknaderna sätter *marknadssignaler* ur spel, är det särskilt viktigt att innehaven av bostads- och företagsobligationer avvecklas. Riksbanken har indikerat att innehavet av värdepapper ska minskas i takt med att de förfaller. Vi är kritiska till denna strategi. Det är osannolikt att den optimala neddragningstakten skulle sammanfalla med hur innehaven förfaller.

Högre inflationsmål skapar bättre förutsättningar för penningpolitiken men inte läge nu

Om man vill undvika negativa räntor och balansräkningsoperationer är ett alternativ att skapa bättre förutsättningar för penningpolitiken genom ett *högre inflationsmål*. För en given neutral realränta innebär ett högre mål en normalt högre nominell räntenivå. Därmed skulle det finnas större utrymme för *styrräntesänkningar* i lågkonjunkturer så att penningpolitikens möjligheter att då stimulera efterfrågan blir bättre.

Det skulle dock vara riskabelt att höja inflationsmålet i en situation som den nuvarande (augusti 2022) då inflationen ligger högt över målet: det kan skapa en bild av att det anpassas till misslyckanden att hålla inflationen nere och därför leda till förväntningar om ytterligare höjningar som bidrar till ännu högre inflation. En höjning av inflationsmålet förutsätter att inflationen först har pressats ner igen så att det finns *trovärdighet* för det mål som väljs.

Det finns argument för en större roll för finanspolitiken

Risken att penningpolitiken i lågkonjunkturer ska begränsas av en nedre ränterestriktion stärker argumenten för att finanspolitiken bör spela en *större roll* för att stabilisera konjunkturen. En fördel med finanspolitiska åtgärder i en lågkonjunktur är att de kan hålla nere arbetslösheten utan att få icke avsedda effekter på förmögensfördelningen och den finansiella stabiliteten. Finanspolitiken har också särskilt stora effekter på efterfrågan när ekonomin befinner sig i närheten av den nedre ränterestriktionen eftersom det då inte blir några räntereaktioner. Låga realräntor betyder också att de offentligfinansiella riskerna med högre statsupplåning i ekonomiska nedgångar är små.

De automatiska stabilisatorerna bör stärkas

Ett sätt att öka finanspolitikens betydelse i konjunkturstabiliseringen är att stärka de automatiska stabilisatorerna. De har fördelen att innebära en expansiv politik i lågkonjunktur och en kontraktiv sådan i högkonjunktur utan att diskretionära beslut behöver tas. Det

minskar risken för att finanspolitiken ska felanvändas och för att en större stabiliseringspolitisk roll för finanspolitiken ska leda till alltför stor offentlig upplåning.

En möjlighet är *automatiska variationer i statsbidragen* till kommunerna för att minska risken för att de ska agera procykliskt på grund av det kommunala balanskravet. Reglerna för statsbidragen skulle kunna utformas så att dessa automatiskt kompenserar för avvikelser i tillväxten av kommunsektorns skatteunderlag från ett genomsnitt för tidigare år. En *konjunkturberoende arbetslöshetsförsäkring*, som i lågkonjunktur görs mer generös i termer av högre ersättningsnivå eller längre maximal ersättningsperiod, är ett annat alternativ.

En nackdel med starka automatiska stabilisatorer är att de kan verka destabiliserande vid utbudsstörningar. Detta problem måste beaktas men vår uppfattning är ändå att det vore värdefullt med starkare automatiska stabilisatorer.

Viktigt att finanspolitiken inte felanvänds

Eftersom det inte finns något kontracykliskt mönster för den diskretionära finanspolitik som tidigare förts i Sverige, är det inte självklart att en mer aktiv finanspolitik skulle innebära mer av konjunkturstabilisering. Det kan rentav tänkas att den praxis som etablerades under pandemin 2020–21, med återkommande nya beslut om stimulansåtgärder i ändringsbudgetar under löpande budgetår, kan ha förskjutit normerna för beslutsfattandet så att politikerna blivit mer villiga att tillfredsställa krav på selektiva stöd till grupper som fått vidkännas realinkomstminskningar. Detta innebär risker för att den diskretionära finanspolitiken i själva verket kan komma att destabilisera konjunkturen.

En större roll för finanspolitiken kräver därför ett starkare finanspolitiskt ramverk. *Finanspolitiska rådet* skulle kunna ges i uppdrag att i *förväg* rekommendera hur finanspolitiken bör utformas med hänsyn till konjunkturläget. *Riksbanken* borde också informera regering och riksdag om den bedömer att de penningpolitiska medel som står till dess förfogande inte räcker till för att stabilisera ekonomin och uppnå inflationsmålet utan stora negativa sidoeffekter och därför behöver understöd av finanspolitiken.

Tydligare riktlinjer för balansen mellan finans- och penningpolitiken

Idag saknas *tydliga riktlinjer* – som tidigare fanns – för vilken roll finanspolitiken ska spela som medel för att stabilisera konjunkturen. Sådana riktlinjer bör klargöra att penningpolitiken och de automatiska stabilisatorerna normalt ska ha ansvaret för konjunktur-stabiliseringen men också att den diskretionära finanspolitiken – om inte offentligfinansiella hänsyn talar i annan riktning – bör *understöda* penningpolitiken vid kraftiga konjunkturstörningar så att inte denna då överbelastas. En sådan understödande roll bör inte bara gälla vid stora avvikelser från normalt resursutnyttjande utan också när inflationen avviker kraftigt från inflationsmålet.

Ett forum där företrädare för Riksbanken och regeringen kan träffas och diskutera samspelet mellan olika politikområden, ungefär som inom *Finansiella stabilitetsrådet*, bör också övervägas. En annan möjlighet vore att utvidga Finanspolitiska rådets uppgift till att också avse balansen mellan finans- och penningpolitiken.

Helhetsgrepp viktigt i den nuvarande stagflationssituationen

Efter en lång period av låg inflation har priserna nu (augusti 2022) stigit kraftigt i både Sverige och omvärlden. En lärdom av den *stagflation* som rådde på 1970-talet är att det är viktigt att den samlade stabiliseringspolitiken inte blir så expansiv att ett betydande positivt BNP-gap driver på inflationen.

Eftersom inflationen nu beror på utbudsstörningar, som påverkar potentiell BNP negativt, så kan ett positivt BNP-gap uppstå trots låg tillväxt. Om kraftiga finanspolitiska stimulanser då sätts in, till exempel för att försäkra hushållen mot den minskade köpkraft inflationen ger upphov till och för att motverka arbetslöshet, försvåras Riksbankens inflationsbekämpning. Det är viktigt att undvika en situation där finans- och penningpolitiken motarbetar varandra. Det skulle kunna leda till en så kontraktiv penningpolitik att det blir alltför stora påfrestningar för högt skuldsatta hushåll och företag med åtföljande finansiella stabilitetsrisker.

Relationen mellan olika förändringar av riktlinjerna för stabiliseringspolitiken

Eventuella förändringar på enskilda områden av stabiliseringspolitiken har konsekvenser för andra områden. Ju större utrymme man vill ge Riksbanken att göra omfattande värdepappersköp, desto mindre är behovet av förändringar.

Förstärkta automatiska stabilisatorer innebär mindre krav på diskretionär finanspolitik för att komplettera penningpolitiken vid efterfrågestörningar och därmed mindre behov av att bygga in spärrar mot felanvändning av finanspolitiska åtgärder. Samtidigt underlättar automatiska stabilisatorer stabiliseringspolitiken bara när det är fråga om efterfrågestörningar. Vid utbudsstörningar som innebär större effekter på potentiell än faktisk BNP, kan i stället de automatiska stabilisatorerna förstärka obalanserna och därmed öka behovet av diskretionära finanspolitiska beslut.

Ju mer man är beredd att förlita sig på finanspolitiken för att stabilisera konjunkturen, desto svagare är skälen för att ompröva inflationsmålet. Men ju mer skeptisk man är mot möjligheterna att föra en väl avvägd finanspolitik och ju större förtroendet är för räntepolitikens potentiella förmåga, desto större anledning finns det att vidga Riksbankens handlingsutrymme genom ett högre inflationsmål.

Politik i akuta ekonomiska kriser

Denna rapport analyserar främst stabiliseringspolitiken under normala konjunktursvängningar. Detta betyder inte att krispolitik är oväsentlig – tvärtom. Särskilt *finanskriser* kan utvecklas till katastrofala ekonomiska förlopp – depressioner. En effektiv krispolitik kan förhindra en sådan utveckling. Ett exempel på detta är pandemin. Åtgärderna från regering, Riksbank och andra myndigheter i syfte att minska de ekonomiska konsekvenserna av pandemin var kraftfulla, snabba och involverade många nya verktyg. De samlade åtgärderna, i kombination med liknande insatser i omvärlden, var sannolikt avgörande för att de ekonomiska effekterna av pandemin blev avsevärt mindre än befarat.

De nuvarande finans- och penningpolitiska regelverken hindrade inte en snabb och kraftfull krishantering. Tvärtom var de avgörande för att *förtroendet* för de offentliga finanserna och för penningvärdet förblev starkt under hela krisen. Vi ser inte heller några betydande problem med koordineringen av de åtgärder som vidtogs under covidkrisen. Riksbanken genomförde dock åtgärder som gränsade till, eller överskred, gränsen för vad som bör betraktas som penningpolitik. Hit hör köpen av säkerställda obligationer (bostadsobligationer) och särskilt köpen av företagsobligationer. Behovet av ett snabbt och kraftfullt agerande i ett akut finansiellt krisläge talar tydligt för att Riksbanken även framöver ska ha möjligheter att genomföra sådana åtgärder. De bör dock endast tillgripas i synnerligen allvarliga kriser i syfte att värna det finansiella systemets funktion.

Övergripande slutsatser

Det finns goda skäl att undvika stora balansräkningsoperationer från Riksbankens sida förutom om en finanskris hotar bryta ut. Det vore värdefullt med en förstärkning av de automatiska stabilisatorerna, men det räcker sannolikt inte om man väsentligt vill vidga finanspolitikens möjligheter att stabilisera konjunkturen i kraftiga lågkonjunkturer. Betydande diskretionära finanspolitiska stimulanser kan då krävas om finanspolitiken ska ge ett effektivt bidrag till konjunkturstabiliseringen. Men detta innebär också större risker för att finanspolitiska stimulanser ska fel- och överanvändas. Dessa risker kan emellertid minskas om de finanspolitiska besluten i högre grad än idag baseras på *oberoende bedömningar*. Utan en större roll för sådana kan en mer aktiv användning av finanspolitiken syftande till att stabilisera konjunkturen vara riskabel.

Idag saknas *tydliga riktlinjer* för vilken roll finanspolitiken ska spela som medel för att stabilisera konjunkturen. Sådana behövs. Riktlinjerna bör klargöra att penningpolitiken och de automatiska stabilisatorerna normalt ska ha ansvaret för konjunkturstabiliseringen men också att den diskretionära finanspolitiken bör *understödja* penningpolitiken vid kraftiga konjunkturstörningar. Det innebär att finanspolitiken bör ha sådan efterfrågepåverkan att omfattande

värdepappersköp kan undvikas i lågkonjunkturer och att mycket höga räntor inte behöver tillgripas i högkonjunkturer.

Grunden för en ändamålsenlig finanspolitik måste vara en politisk vilja att *respektera de ekonomisk-politiska ramverken*. De gjorde det möjligt att bedriva en kraftfull politik under covidkrisen. Åtgärder som bedömdes nödvändiga i det akuta krisläget kunde genomföras utan att begränsas av deras konsekvenser för det finansiella sparandet och statsskulden. Men i normala tider kan politiken inte bedrivas som då. Helt centralt för den ekonomiska politikens framtida handlingsutrymme är att det sker en återgång till en sammanhållen budgetprocess där övergripande beslut tas om finanspolitikens utformning i stället för att den blir resultatet av en rad enskilda och okoordinerade beslut. Här ligger ett stort ansvar på alla de politiska partierna i riksdagen.

Summary

Fiscal and monetary policy are both key to effective business cycle stabilisation. The experiences of the 1970s and 1980s with high inflation, low growth and recurring devaluations in Sweden led to institutional reforms with greater independence from the political system for the *Riksbank*, which is responsible for monetary policy, and the introduction of a stricter fiscal framework. The latter imposes constraints on fiscal policy, while the Riksbank pursues a flexible inflation target according to which stabilising economic activity is also an objective.

Since the mid-1990s, there has been a widespread consensus that, under a floating exchange rate, cyclical fluctuations should mainly be countered by monetary policy. According to this view, fiscal policy should primarily be confined to allowing the automatic stabilisers to operate, while discretionary (active) fiscal policy measures should be used sparingly.

Over the past 15 years, major macroeconomic shocks – the global financial crisis and the Great Recession of 2008–10 as well as the pandemic of 2020–21 – have demonstrated that strong fiscal policy measures are occasionally necessary. At the same time, traditional monetary policy, in the form of changes in the policy interest rate, has become increasingly constrained by the *effective lower bound* on interest rates. Structural factors in the global economy have caused the neutral real interest rate, that is the real interest rate consistent with a normal level of resource utilisation and stable inflation, to trend downward for decades. Given that inflation is low and that the nominal policy rate can likely only be set marginally below zero, interest rate policy is not always able to provide sufficient stimulus in deep recessions. To reach inflation targets, central banks around the world have therefore in recent years resorted to unconventional measures such as *forward guidance* on future policy and large-scale

asset purchases, so-called balance sheet operations or *quantitative easing*. Our knowledge of the effects of these measures over different horizons is limited and negative side effects are a cause for concern. All in all, this has led to the conventional wisdom on economic policy, according to which monetary policy is mainly responsible for stabilisation, being called into question.

The economy has thus undergone substantial change since the current frameworks for fiscal and monetary policy were introduced in the 1990s. This raises the question of whether they need to be adjusted – fundamentally or marginally. Since fiscal policy and monetary policy both affect aggregate demand, the interplay between them is crucial. The aim of this report is to analyse how the conditions for stabilisation policy have changed and whether this calls for revisions of the policy frameworks in Sweden.

The fundamentals of stabilisation policy

Business cycle downturns are usually caused by falling *demand*, failing to maintain normal levels of economic activity. In booms, demand increases cause resource overutilisation. To stabilise the economy, both fiscal and monetary policy should be *countercyclical*, that is stimulating in recessions and tightening in booms.

The economy is also exposed to supply shocks, sometimes very severe, such as during the pandemic and in connection with the Ukraine war. Such disturbances cannot be managed by policies stimulating demand. Demand can instead become too high so that inflation increases sharply. Which policies are appropriate after a major supply shock depends to a large extent on whether it is permanent or temporary and which industries are affected. Temporary supply shocks may have to be met by bridging policies. In the event that the supply shocks are permanent, however, such policies are harmful. This was, for example, the case during the oil crises of the 1970s.

Acyclical discretionary fiscal policy but congruent fiscal and monetary policy

We assess the stance of fiscal policy from 1996 onwards by comparing general government net lending (the difference between revenue and expenditure) with the surplus target. Measured in this way, fiscal policy as a whole, including the automatic stabilisers, has generally been countercyclical. *Discretionary* fiscal policy, on the other hand, appears on average to have been acyclical, that is, has not covaried with resource utilisation. There are also several examples of *procyclical* discretionary fiscal policy that reinforced economic imbalances at times when these were large.

We define the current monetary policy stance by comparing the real policy rate with the neutral real interest rate. Monetary policy then appears to have been *countercyclical* on average.

Fiscal and monetary policy should normally pull in the same direction, that is, be congruent. The difference between government net lending and the surplus target has co-varied positively with the difference between the real interest rate and the neutral real interest rate. There has thus typically been congruence: when fiscal policy as a whole has been expansionary (contractionary), so has monetary policy.

The neutral real interest rate likely to remain low in the future

The neutral real interest rate is difficult to predict. However, the most common assessment is that fundamental structural factors suggest that it will remain low in the future as well, albeit probably not as low as during the last decade. Stabilisation policy should therefore be prepared to handle situations where the *effective lower bound* on interest rates binds in future recessions. In such situations, central banks could perhaps lower policy rates further below zero than previously, but our assessment is that it may be difficult to gain legitimacy for such policies and that they are therefore unlikely.

Reasons to avoid balance sheet operations

Balance sheet operations involve the central bank buying government bonds and other long-term securities. It pays for these purchases by creating central bank money that becomes the reserves of commercial banks in the central bank. The interest on these reserves tracks the policy rate. These large-scale asset purchases seem to have lowered long-term bond yields as intended, but the effects on inflation and economic activity are difficult to estimate and thus uncertain.

Asset purchases imply that long-term borrowing by the consolidated government (including the central bank) is replaced by short-term borrowing in the form of central bank money, that is *maturity transformation* is taking place. This entails interest rate risk. If the central bank trades in financial instruments other than government bonds, greater financial risks arise and credit as well as resource allocation in the economy is affected to a greater degree. This means that decisions normally taken within the political system are transferred to unelected officials in the central bank's executive board. Hence there are strong arguments for trying to avoid large-scale balance sheet operations, unless, as in the spring of 2020, they are deemed necessary to maintain a well-functioning financial system.

The Riksbank's bond holdings should be liquidated

The Riksbank should liquidate its large asset holdings. As policies that affect risk premia distort pricing signals in financial markets, it is particularly important that covered (housing) and corporate bond holdings are liquidated. The Riksbank has indicated that these securities will be held until maturity. We are critical of this strategy. It is unlikely that the optimal liquidation rate would coincide with how the holdings mature.

Raising the inflation target creates more scope for monetary policy but now is not the time

To avoid negative interest rates and balance sheet operations, one option is improving the scope for monetary policy by raising the *inflation target*. For a given neutral real interest rate, a higher target means a higher nominal interest rate on average. There would thus be greater scope for policy rate cuts in recessions, so that monetary policy would be better able to stimulate demand.

But it would be risky to raise the inflation target in a situation like the present (August 2022) when inflation is far above the target: it might be perceived as an adjustment to failures to keep inflation down and therefore lead to expectations of further increases that could contribute to even higher inflation. Raising the inflation target is only feasible once inflation is under control, so that the target chosen is *credible*.

Arguments for a greater role for fiscal policy

The risk that monetary policy will be constrained by the effective lower bound on interest rates in recessions strengthens the arguments that fiscal policy should play a greater role in stabilising the economy. Using fiscal policy measures in a recession has the advantage that they can help maintain low unemployment without having unintended effects on the wealth distribution and financial stability. Fiscal policy is also particularly effective at stimulating demand when the economy is close to the effective lower bound because then it does not trigger interest rate reactions. Low real interest rates also mean that the public-finance risks of higher government borrowing in economic downturns are smaller.

The automatic stabilisers should be strengthened

One way to enhance the role of fiscal policy in business cycle stabilisation is to strengthen the automatic stabilisers. Their advantage is that they trigger expansionary policies in recessions and contractionary policies in booms without requiring discretionary decisions. This reduces the risk that fiscal policy will be misused and

that a greater role for it in cyclical stabilisation will lead to excessive government borrowing.

One possibility is *automatic variations in the central government grants* to local governments. This would reduce the risk that the spending of local governments becomes procyclical due to the legal balanced-budget requirements on them that form part of the Swedish fiscal framework. The rules for these grants could be designed so that they automatically compensate for deviations in the growth of the local government sector's tax base from a moving average. *Cyclically dependent unemployment insurance*, which in recessions is made more generous in terms of higher benefit levels or longer maximum duration, is another option.

A disadvantage of stronger automatic stabilisers is that they can be destabilising after supply shocks. This problem must be taken into account, but our assessment is that stronger automatic stabilisers would be valuable.

Fiscal policy must not be misused

Since we find no countercyclical pattern for the discretionary fiscal policy that has been pursued in Sweden, it is not obvious that more activist fiscal policy would improve business cycle stabilisation. It is even conceivable that the practice established during the 2020–21 pandemic, with recurring new decisions on stimulus measures in supplementary budget bills, may have shifted the norms of decision-making so that politicians have become more willing to extend selective support to groups exposed to negative real income shocks. This entails risks that more of discretionary fiscal policy may in fact destabilise the economy.

A greater role for fiscal policy therefore requires a stronger fiscal framework. The *Fiscal Policy Council* could be tasked with recommending *in advance* how fiscal policy should be designed with regard to the cyclical situation. The Riksbank should also inform the government and parliament if monetary policy is unable to stabilise the economy and achieve the inflation target without major negative side effects, and therefore needs backing from fiscal policy.

Clearer guidelines for the balance between fiscal and monetary policy

At present, there are no clear guidelines – while such previously existed - for what role fiscal policy should play in stabilising the economy. Such guidelines ought to clarify that monetary policy and the automatic stabilisers should normally be responsible for business cycle stabilisation, but also that discretionary fiscal policy – unless fiscal sustainability considerations dictate otherwise – should support monetary policy in the event of severe economic disturbances so that it is not overloaded. The supporting role should not only apply in the event of large deviations from normal levels of economic activity, but also when inflation deviates significantly from the inflation target.

The establishment of a forum where representatives of the Riksbank and the government can meet and discuss the interaction between different policy areas, much like in the *Financial Stability Board*, should also be considered. Another possibility would be to expand the remit of the Fiscal Policy Council to also cover the interplay between fiscal and monetary policy.

Stagflation requires holistic approach

After a long period of low inflation, prices are now (August 2022) rising sharply both in Sweden and the rest of the world. Experiences from the stagflation in the 1970s show the importance of restraining stabilisation policy so that it does not create a large positive GDP gap spurring inflation.

Since the current inflation is due to supply shocks, which have a negative impact on potential GDP, a positive GDP gap can arise despite low growth. If strong fiscal stimulus measures are implemented in such a situation, for example to compensate households for reduced purchasing power caused by higher prices and to counteract rising unemployment, the Riksbank's fight against inflation becomes more difficult. A situation where fiscal and monetary policy counteract each other should be avoided. It could force a very contractionary monetary policy that causes too large

strain on highly indebted households and firms, with associated risks for financial stability.

The relationship between different changes to stabilisation policy guidelines

Changes in specific aspects of stabilisation policy have consequences for other areas. The more we are willing to accept large-scale asset purchases by the Riksbank, the less the need for changes.

Stronger automatic stabilisers mean less need for discretionary fiscal policy to supplement monetary policy in the event of demand disturbances, and thus less need to build in barriers against misuse of fiscal policy. At the same time, automatic stabilisers only counteract demand shocks. In the event of supply shocks that affect potential GDP more than actual, automatic stabilisers can instead exacerbate the imbalances and thereby increase the need for discretionary fiscal policy decisions.

The more one is prepared to rely on fiscal policy to stabilise the economy, the weaker are the reasons for reconsidering the inflation target. But the more sceptical one is about the possibilities of implementing carefully crafted fiscal policy measures, and the greater the confidence in the potential efficacy of interest rate policy, the stronger the reason to widen the Riksbank's room for manoeuvre by raising the inflation target.

Policies in acute economic crises

This report focuses on stabilisation policy in the face of normal economic fluctuations. This does not mean that crisis policy is unimportant – quite the opposite. *Financial crises* in particular can have catastrophic economic effects and cause depressions. Effective crisis policy can prevent such developments. An example of this is the pandemic. The measures taken by the government, the Riksbank and other authorities with the aim of mitigating the economic consequences of the pandemic were powerful, fast and involved many new tools. The combined measures, together with similar efforts in other countries, were in all probability crucial for the

economic effects of the pandemic being considerably smaller than initially feared.

The fiscal and monetary policy frameworks currently in place did not hamper swift and powerful crisis management. On the contrary, the frameworks were crucial for sustaining confidence in Sweden's public finances and price stability throughout the crisis. Our assessment is that the coordination of the measures taken during the covid crisis was unproblematic. It is true that the Riksbank implemented measures that bordered on, or exceeded, the limit of what should be considered monetary policy. This includes the purchases of covered (housing) bonds and in particular the purchases of corporate bonds. The need for fast and powerful policy responses at the onset of an acute financial crisis clearly suggests that the Riksbank should be able to pursue such measures in the future as well. They should, however, only be resorted to in extreme situations when the stability of the financial system is at stake.

Overall conclusions

There are good reasons to avoid large-scale asset purchases on the part of the *Riksbank*, unless when on the brink of a financial crisis. Strengthening the automatic stabilisers would be worthwhile, but probably insufficient if the objective is to significantly expand the possibilities of using fiscal policy to stabilise the economy in severe recessions. In such situations, considerable discretionary fiscal stimulus may be required for effective stabilisation. But this also means greater risks of fiscal stimulus being misused and overused. These risks can be reduced, however, if the fiscal policy decisions to a greater extent than today are based on independent assessments. If this cannot be achieved, more active use of fiscal policy for stabilisation purposes can be risky.

At present, there are no clear guidelines for what role fiscal policy should play in stabilisation policy. Such guidelines are needed. They ought to clarify that monetary policy and the automatic stabilisers of fiscal policy should normally be responsible for stabilising the economy, but also that discretionary fiscal policy should support monetary policy in the event of severe shocks. Fiscal policy should

be of such a magnitude that large-scale asset purchases in recessions and extreme interest rate hikes in booms can be avoided.

A key tenet of effective fiscal policy is a political willingness to respect the economic policy frameworks. These frameworks enabled powerful policy responses during the covid crisis. The necessary measures in the acute stage of the crisis could be implemented without being constrained by a fear of their consequences for the long-term sustainability of public finances. In normal times, however, economic policy cannot be conducted this way. To preserve the scope for economic policy, it is crucial to return to a coherent budget process, where the overall fiscal stance and government net lending is determined explicitly instead of being the result of a series of individual and uncoordinated decisions. The political parties in the Riksdag must all act responsibly in this regard.

1 Inledning¹

Samspelet mellan finans- och penningpolitik är centralt för en effektiv stabiliseringspolitik. Det beror på att båda slagen av politik påverkar aktivitetsnivån och därmed också inflationen. Samtidigt verkar de genom olika mekanismer och har olika effekter på variabler som inte är de direkta målen för stabiliseringspolitiken. Det är viktigt att förstå hur penningpolitiken påverkar förutsättningarna för finanspolitiken och vice versa. Samspelet mellan finans- och penningpolitik har betydelse i en normal konjunktur men det är särskilt viktigt i ekonomiska kriser att en effektiv politik snabbt kan sjasättas.

Det finanspolitiska ramverket bestämmer villkoren för finanspolitiken, medan Riksbanken för en flexibel inflationsmålpolitik och har ett delansvar för finansiell stabilitet inom de ramar som riksbankslagen anger. En central fråga är om ramverkens utformning leder till ett effektivt samspel mellan finans- och penningpolitiken.

Sedan slutet av 1980-talet har det varit en utbredd uppfattning att normala konjunktursvängningar under en flytande växelkurs i första hand bör motverkas av penningpolitiken. Finanspolitiken ska enligt denna syn främst bestå i att de automatiska stabilisatorerna i ekonomin tillåts verka, medan diskretionära finanspolitiska åtgärder bör användas sparsamt. De viktigaste skälen har varit en rädsla för att en aktivistisk finanspolitik ska leda till en alltför stor offentlig skulduppbyggnad och att åtgärder blir feltajmade på grund av stora tidseftersläpningar när politiska beslut ska fattas.

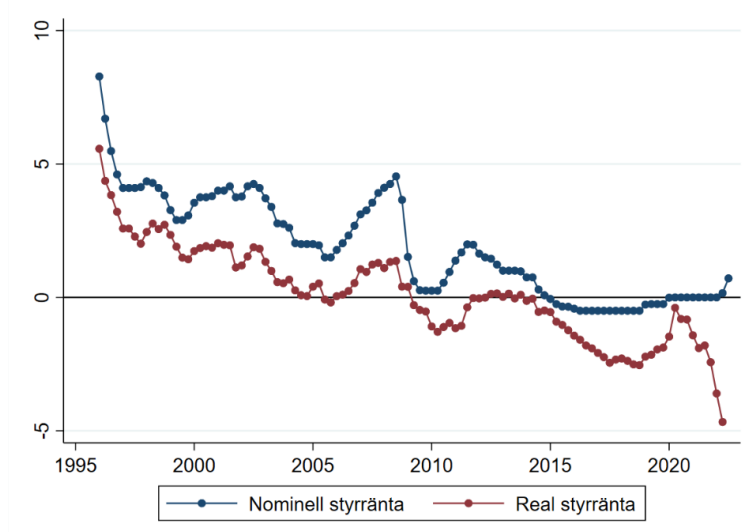
Men under de senaste 15 åren har kraftiga makroekonomiska störningar – den globala finanskrisen 2008–10, den efterföljande ”stora recessionen” och pandemin – tillsammans med låga räntor

¹ Vi är tacksamma för insiktsfulla synpunkter och förslag från den referensgrupp som varit knuten till projektet och som varit ovanligt engagerad i arbetet. Vi vill också tacka Sofia Karlsson för utmärkt assistentarbete samt Anna Norén och övriga medarbetare på ESO:s kansli för värdefullt bistånd.

inneburit stora utmaningar för den vedertagna synen på stabiliseringspolitiken. I Sverige var styrräntan noll eller negativ från 2014 till maj 2022 (se figur 1.1). För att ytterligare stimulera ekonomin vidtog då Riksbanken okonventionella penningpolitiska åtgärder, främst i form av köp av stora volymer statsobligationer med längre löptider men även genom köp av andra finansiella instrument. De omfattande tillgångsköpen ledde till att Riksbankens balansomslutning ökade kraftigt och bidrog i kombination med den låga styrräntan till stigande tillgångspriser.

När penningpolitiken slog i en nedre ränterestriktion ställdes det ökade krav på finanspolitiska insatser för att hålla upp resursutnyttjandet i ekonomin. Pandemin innebar också en viktigare roll för finanspolitiken därför att det i ett läge med drastiskt fallande inkomster var önskvärt att staten tog på sig en försäkringsroll i förhållande till både företag och hushåll. De ökade offentliga utgifterna under pandemin ledde till stora budgetunderskott och kraftigt ökade statsskulder i många länder. Den beskrivna utvecklingen har inneburit att frågan om samspelet mellan finans- och penningpolitik blivit ännu viktigare än tidigare. Det gäller också Sverige trots att pandemin inte ledde till någon permanent ökning av statsskulden.

Figur 1.1 Riksbankens nominella och reala styrränta 1996–2022, procent



Anm: Den reala styrräntan beräknas som den nominella styrräntan (tidigare reporäntan) minus inflationsförväntningarna ett år framåt enligt Prospera. Kvartalsgenomsnitt.

Källa: Riksbanken.

Under slutet av 2021 och vårvintern 2022 blev det uppenbart att det ekonomiska läget i såväl Sverige som andra ekonomiskt utvecklade länder förändrats dramatiskt. År 2021 innebar en kraftig återhämtning. Samtidigt har inflationen stigit. Det har till stor del berott på leveransproblem av olika slag till följd av att efterfrågan under pandemin försköts från tjänster till varor, flaskhalsproblem därför att uppgången blev oväntat snabb samt nya nedstängningar i Kina och andra asiatiska länder. Till detta har sedan kommit stora prisstegringar på fossila bränslen, olika råvaror och livsmedel i samband med Ukrainakriget som inleddes i februari 2022. Detta innebär nya utmaningar för stabiliseringspolitiken och inte minst då balansen mellan penning- och finanspolitiken. Centralbankerna, inklusive Riksbanken, har börjat strama åt penningpolitiken genom styrräntehöjningar och besked om att värdepappersinnehaven ska skäras ner. Samtidigt förs, inte minst i Sverige, en finanspolitik som delvis inriktas på att – som under pandemin – försäkra olika grupper mot stora realinkomstfall.

Mycket har alltså hänt sedan ramverken för finans- och penningpolitiken infördes under 1990-talet. Därmed uppkommer frågan om de behöver förändras – i grunden eller på marginalen. Särskilt viktigt är att diskutera samspelet mellan finanspolitik och penningpolitik i olika situationer. Tidigare fanns tydliga riktlinjer för detta från regeringens sida men sådana saknas idag. Detta är olyckligt och riskerar att leda till att den stabiliseringspolitiska policymixen inte grundas på några genomtänkta principer. Den nuvarande avsaknaden av tydliga riktlinjer för samspelet mellan finans- och penningpolitik i Sverige är ett viktigt skäl till varför vi skrivit denna rapport.

Rapporten disponeras som följer. Avsnitt 2 definierar vad som menas med finans- respektive penningpolitik, redogör för de olika finans- och penningpolitiska instrumenten samt diskuterar vad vi vet om deras effekter. Avsnitt 3 diskuterar rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik: dels principiellt, dels utifrån vad som varit *conventional wisdom* såväl internationellt som i Sverige under de senaste decennierna. Avsnitt 4 analyserar empiriskt hur finans- och penningpolitiken i Sverige förts sedan mitten av 1990-talet med fokus på hur de två typerna av politik samspelat. Avsnitt 5 diskuterar vilken balans mellan finans- och penningpolitik som kan vara lämplig framöver och hur detta hänger ihop med risken för att räntepolitiken i vissa lägen kan begränsas av en nedre ränterestriktion, åtgärder för

att vidga penningpolitikens handlingsutrymme, penningpolitikens effekter på det finansiella systemet, möjligheterna att föra en effektiv finanspolitik samt de nya utmaningar som utbudsstörningar och hög inflation innebär. Avsnitt 6 behandlar de institutionella formerna för samspelet mellan finans- och penningpolitik och summerar våra slutsatser.

2 Hur kan finans- och penningpolitik stabilisera konjunkturer?

Detta avsnitt diskuterar vad som menas med konjunkturstabilisering och definierar begreppen finans- och penningpolitik. Vi sammanfattar vad forskningen säger om teoretiska och empiriska effekter av de instrument som regering och centralbank förfogar över. Avsnittet ligger till grund för de resonemang som förs senare i rapporten – om hur stabiliseringspolitiken faktiskt bedrivits och hur vi ska tänka angående den inför framtiden.

Framställningen fokuserar på analyser som är relevanta för Sverige – en liten öppen ekonomi med rörlig växelkurs. Under fria kapitalrörelser är växelkursregimen en central faktor för penning- respektive finanspolitikens möjligheter att stabilisera ekonomin. Med fast växelkurs kan penningpolitiken inte användas till annat än att stabilisera valutan. Finanspolitiken blir då det enda effektiva stabiliseringspolitiska instrumentet. Men med en rörlig växelkurs brukar penningpolitiken enligt olika varianter av den så kallade Mundell-Flemingmodellen ses som det mest effektiva verktyget. En räntesänkning stimulerar (räntehöjning bromsar) då ekonomin genom både en direkt effekt på efterfrågan och en indirekt effekt därför att valutan deprecierar (apprecierar), vilket ökar (minskar) nettoexporten. Expansiv finanspolitik blir i stället mindre effektiv under rörlig växelkurs eftersom centralbanken kan svara med en räntehöjning som leder till en appreciering av växelkursen.²

² Corsetti med flera (2012) finner dock att en expansiv finanspolitik under vissa förutsättningar kan leda till en real depreciering. Vi återkommer till sambandet mellan räntor och växelkurser i fördjupning 2.5 och till relationen mellan finanspolitiken och den neutrala realräntan i fördjupning 5.1.

Avsnittet börjar med en diskussion av vad som ska stabiliseras i avsnitt 2.1. Vi diskuterar finanspolitiska instrument och deras effekter i avsnitt 2.2. Avsnitt 2.3 fokuserar på penningpolitiken.

2.1 Vad ska stabiliseras?

I en diskussion av stabiliseringspolitiken är det nödvändigt att definiera vad som ska stabiliseras. Konjunkturläget mäts i regel genom olika mått på resursutnyttjandet, det vill säga i vilken grad produktionskapaciteten är utnyttjad. Detta kan fångas med hjälp av enkäter till företagen om deras kapacitetsutnyttjande eller genom jämförelser mellan den faktiska och den potentiella produktionen, alltså produktionen vid normalt kapacitetsutnyttjande. Att uppskatta nivån på potentiell produktion är komplicerat men av stor betydelse för att bedöma vad som är en väl avvägd stabiliseringspolitik. Vanliga sätt att mäta potentiell produktion är att skatta den som en stabil trend eller som den produktion som skulle uppnås enligt en estimerad produktionsfunktion om kapital och arbetskraft användes fullt ut. Arbetslöshetsnivån är också en viktig indikator på kapacitetsutnyttjandet.

Enligt etablerat tänkande är den viktigaste orsaken till att kapacitetsutnyttjandet varierar att den samlade efterfrågan i ekonomin inte alltid är i balans med potentiell produktion. Om efterfrågan på varor och tjänster är mindre än potentiell produktion uppstår en lågkonjunktur med arbetslöshet och outnyttjade andra produktionsfaktorer samt låg inflation. I den motsatta situationen uppstår överhettning med hög inflation. Stabiliseringspolitiken kan motverka sådana konjunkturvariationer genom att stimulera efterfrågan om den är för låg och begränsa den om den är för hög.

Nykeynesiansk teori betonar att trögrörliga priser och löner är orsaken till att efterfrågevariationer orsakar avvikelser mellan faktisk och potentiell produktion. Den senare är enligt denna teori den produktion som skulle uppstå om inga prisstelheter funnits. Skillnaden mellan faktisk och potentiell BNP brukar kallas BNP-gap. Om alla priser omedelbart kunde anpassas till förändrad efterfrågan skulle BNP-gapet alltid vara noll. Med prisstelheter uppstår BNP-gap, ibland positiva och ibland negativa. Ett centralt antagande är att vissa, men inte alla, företag kan ändra sina priser och

löner vid en given tidpunkt. Marknadspriserna speglar i så fall inte faktiska produktionskostnader och graden av knapphet på olika varor. Resurserna i ekonomin fördelas då inte på ett optimalt sätt. Dessa resursallokeringsproblem blir värre ju högre inflationen är eftersom rådande priser då reflekterar produktionskostnader och efterfrågesituation sämre. Inflation skapar därmed snedvridningar i ekonomin som minskar den samlade produktiviteten (se också avsnitt 5.1.3).

Ett viktigt resultat i den nykeynesianska standardmodellen är att en väl avvägd stabiliseringspolitik som minskar efterfrågedrivna konjunkturvariationer stabiliserar *både* inflation *och* BNP-gap. Skälet är att, om efterfrågan inte är i paritet med potentiell produktion, så påverkas BNP-gap och inflation i samma riktning. En konjunktur nedgång med fallande produktion leder till att inflationen sjunker. Stimulerande penning- eller finanspolitik kan då "slå två flugor i en smäll" genom att både öka inflationen och produktionen. Om i stället efterfrågan är för hög överutnyttjas produktionskapaciteten, vilket i sig inte är önskvärt, samtidigt som inflationen stiger. Också i detta fall kan båda problemen lösas, nu med en åtstramande politik. Detta resultat benämns i litteraturen "det gudomliga sammanträffandet", *the divine coincidence* (Blanchard och Galí 2007).

Som nämnts ovan uppskattas nivån på den potentiella produktionen normalt utifrån antagandet att den följer en stabil trend. Avvikelser från trenden indikerar oönskade BNP-gap drivna av variationer i efterfrågan. Även om detta är att betrakta som ett normalfall gäller det inte alltid. Ibland kan produktionen plötsligt förändras av orsaker som är orelaterade till efterfrågan. Exempel är störningar i internationella leveranser av insatsvaror, såsom halvledare, eller som under covidpandemin att regeringen bestämmer att viss ekonomisk verksamhet tillfälligt ska begränsas. Ett ytterligare exempel är prisökningar på olja och naturgas av det slag som skett i samband med Ukrainakriget 2022.

Sådana störningar brukar kallas utbudsstörningar. Dessa innebär, till skillnad från efterfrågestörningar, att produktion och inflation påverkas i motsatt riktning. En negativ utbudsstörning gör att produktionen faller samtidigt som inflationen stiger. Företag som inte får tillräckligt med leveranser av halvledare eller möter ökade energikostnader kan behöva minska sin produktion men har inte

incitament att sänka sina priser – tvärtom. En vanlig uppfattning är att det gudomliga sammanträffandet då inte gäller: en stimulerande politik ökar produktionen men driver samtidigt upp inflationen, vilket leder till en stabiliseringspolitisk målkonflikt. Enligt nykeynesiansk teori är detta dock en felaktig slutsats. En negativ utbudsstörning minskar den produktion som skulle ha uppstått utan prisstelheter – den potentiella produktionen faller. Om efterfrågan förblir oförändrad eller sjunker mindre, blir då BNP-gapet *positivt*, vilket kan motivera en åtstramande politik.

Ett produktionsfall som orsakas av för låg efterfrågan kan i princip åtgärdas med stimulanspolitik som neutraliserar störningen. En utbudsstörning kan inte hanteras på samma sätt. Brist på komponenter, högre energikostnader eller nedstängda restauranger är inte problem som kan lösas med sådan politik. Den teoretiska slutsatsen att negativa utbudschocker kan motivera åtstramande politik är av praktisk betydelse. En felaktig stabiliseringspolitik är inte bara verkningslös utan kan vara direkt skadlig. Sådana misstag var troligen en viktig orsak till det politikmisslyckande som under 1970-talet ledde till stagflation (se avsnitt 5.4).

Verkligheten är förstås mer komplicerad än den nykeynesianska modellen. Framför allt finns många andra orsaker till att BNP-gap kan uppstå än prisstelheter. En temporär negativ utbudsstörning i en sektor, exempelvis att leveranserna av insatsvaror störs, leder till minskad produktion. Detta kan leda till uppsägningar och öka arbetslösheten med både individuella och samhällsekonomiska kostnader som följd. Om de uppsagda tappar kontakten med de företag de var anställda i kan arbetslösheten bli högre under en längre tid.³ Det kan få återverkningar i resten av ekonomin, vilket kan påverka produktionen i sektorer som inte utsatts för den initiala utbudsstörningen. En viktig uppgift för stabiliseringspolitiken är att motverka sådana återkopplingsmekanismer. Här är dock en generell efterfrågestimulans ett trubbigt instrument. Det gör normalt penningpolitik mindre lämplig än väl utformade finanspolitiska åt-

³ En ytterligare komplikation är att en finanspolitisk stimulans under vissa antaganden kan ha en direkt effekt på den potentiella produktionen. En möjlig mekanism är att högre inhemsk efterfrågan innebär högre priser på inhemsk produktion i förhållande till priserna på konsumtionen (i vilka importen ingår) än som annars skulle vara fallet. Löntagare som vill uppnå en viss *konsumentreallön* (lön i förhållande till konsumentprisnivån) kan därför acceptera en lägre *produktreallön* (lön i förhållande till producentprisnivån), vilket innebär en högre jämviktssysselsättning och därmed högre potentiell produktion (se Bean 1994 och Lindblad 2010).

gärder, till exempel temporärt stöd till korttidsarbete. Utbudsstörningar drabbar ofta vissa delar av ekonomin hårdare än andra. Det kan motivera att staten agerar försäkringsgivare åt särskilt drabbade hushåll och kanske också företag. Under covidkrisen gjordes detta i stor skala men sådana insatser bör inte ses som stimulanspolitik motiverad av låg efterfrågan. Man kan visserligen hävda att efterfrågan utan dessa åtgärder hade kunnat falla mer än potentiell produktion. Men det handlade ändå inte om att få så stor efterfrågestimulans som möjligt per satsad skattekrona.

Wilken politik som behövs efter en kraftig utbudsstörning beror i hög grad på om störningen är permanent eller temporär. En utbudsstörning som tillfälligt sänker produktionen i en viss bransch kan behöva mötas med överbrygningspolitik som gör att branschen snabbt kan komma tillbaka till tidigare produktion när utbudsstörningen upphört. Stöd till korttidsarbete, lån till generösa villkor eller till och med direkta företagsstöd kan då vara rätt. Men om störningen är permanent är det önskvärt att den drabbade branschen långsiktigt krymper och att produktionsresurser flyttas över till andra delar av ekonomin. Överbrygningspolitik är då skadlig och politiken bör i stället inriktas på att underlätta den behövliga strukturomvandlingen. I realtid kan det vara svårt att bedöma om en störning är permanent eller inte. Risken finns att man utan tillräcklig grund hoppas på det bästa – att störningen är tillfällig. Politiken kan då bli kontraproduktiv. Det skedde bland annat under oljekriserna på 1970-talet.

Den första försvarslinjen mot negativa utbudsstörningar är alltså inte stimulanspolitik. Utbudsstörningar påverkar dock ofta efterfrågan, dels direkt via minskade inkomster men också genom att osäkerheten ökar. Det ökar sparandet och minskar investeringarna. Stabiliseringspolitik som syftar till att styra efterfrågan är därför inte nödvändigtvis irrelevant efter en utbudsstörning. Men en politisk ryggmärgsreaktion som säger att alla nedgångar i produktionen kan och bör mötas med stimulanspolitik är farlig.

Den potentiella produktionen brukar på mer eller mindre avancerade sätt uppskattas som normal produktion. Dessa bedömningar riskerar därmed att bidra till att produktionsnedgångar orsakade av utbudsstörningar misstolkas och får motivera en alltför expansiv politik. Under covidkrisen angav såväl Konjunkturinstitutet som regeringen att BNP-gapet var kraftigt

negativt eftersom produktionen var lägre än under normala förhållanden. Men samtidigt föll den potentiella produktionen mycket kraftigt. Som vi konstaterat ovan är BNP-gapet skillnaden mellan faktisk produktion och potentiell produktion. Om man underskattar ett fall i den potentiella produktionen blir därför uppmätt BNP-gap mer negativt än det faktiska gapet. Det går inte att utesluta att potentiell produktion föll lika mycket som faktisk produktion under covidkrisen. I så fall skulle BNP-gapet varit oförändrat trots det stora fallet i BNP.

Det är vidare möjligt att positiva utbudsstörningar – större arbetskraftsutbud och produktivitetsstegringar till följd av globalisering (*offshoring*) och digitalisering – som ökat potentiell BNP kan ha medfört att BNP-gapen överskattats under många år före covidkrisen: svårigheterna att då nå upp till inflationsmålet kan tyda på det (se också avsnitten 4.2 och 4.3).⁴ Det är inte rimligt att tro att metoderna för att beräkna potentiell produktion helt kan avhjälpa problem av detta slag. Det är därför viktigt att ansvariga myndigheter i situationer med betydande utbudsstörningar tydliggör när särskilt stora problem föreligger med de använda metoderna att uppskatta BNP-gap.

I en diskussion av stabiliseringspolitiken är det vidare viktigt att skilja mellan olika åtgärders möjligheter att stabilisera normala konjunktursvängningar och de krav som ställs i djupa kriser. Mer specifikt skiljer vi mellan: (i) *normala tider* med måttliga konjunktursvängningar då penningpolitiken kan verka genom förändringar av styrräntan; (ii) perioder då penningpolitiken begränsas av en *nedre ränterestriktion*; och (iii) *kriser* med stora störningar och hot mot den finansiella stabiliteten.

2.2 Finanspolitik

Med finanspolitik avses politik som förändrar den offentliga sektorns utgifter eller intäkter. Finanspolitiken har förutom att stabilisera konjunkturen också andra uppgifter såsom att bidra till en

⁴ Jonsson och Theobald (2019) redovisar modellberäkningar som tyder på att utbudsstörningar i form av svagare förhandlingsstyrka för arbetstagarna i löneförhandlingarna (som de kopplar till lägre facklig organisationsgrad och en större andel visstidsanställningar) men också högre arbetskraftsdeltagande och lägre genomsnittlig ersättningsgrad i arbetslöshetsförsäkringen (efter skatt) kan ha bidragit till både lägre inflation och lägre reallöneökningar.

effektiv resursallokering, utjämna inkomstskillnader samt uppnå miljö- och klimatmål. Dessa övriga mål ligger utanför ramen för vår analys. Som vi noterade ovan går det dock inte att helt särskilja finanspolitikens olika syften. En finanspolitik motiverad med stabiliseringspolitiska mål kan till exempel försena en behövlig strukturomvandling. På samma sätt kan strukturpolitiskt motiverad politik få stabiliseringspolitiska konsekvenser. Att stabiliseringspolitiken måste bidra till att de offentliga finanserna är långsiktigt hållbara är förstås en annan viktig aspekt.

Utgångspunkten vid analyser av långsiktig hållbarhet är statens *dynamiska budgetrestriktion*. Den beskriver hur statens utgifter kan finansieras genom skatteintäkter eller upplåning (se fördjupning 2.1).⁵ Budgetrestriktionen går att uttrycka i termer av förändringen i *skuldkvoten*, det vill säga skulden som andel av BNP. Långsiktigt hållbara offentliga finanser förutsätter att statens skuldkvot inte ökar i all oändlighet. Vi återvänder till denna fråga i avsnitt 3.1.1 och fördjupning 3.2.

Man brukar skilja mellan två typer av finanspolitik: (i) diskretionär politik med aktiva beslut om skattesatser och offentliga utgifter och (ii) automatiska stabilisatorer, som påverkar statens finansiella sparande, det vill säga skillnaden mellan intäkter och utgifter, över konjunkturcykeln eftersom skatteintäkter och vissa utgifter beror på aktivitetsnivån i ekonomin.

Fördjupning 2.1 Statens dynamiska budgetrestriktion

Om vi bortser från centralbanken och betraktar övriga staten ("statskassan") isolerat, kan statens dynamiska budgetrestriktion skrivas⁶

$$(D_{t+1} - D_t) + T_t = i_t^D D_t + G_t, \quad (2.1)$$

där D är statsskulden, T är skatteintäkterna, i^D är den nominella statsskuldräntan och G är statens utgifter exklusive räntor (de primära utgifterna). Subindex t anger tidsperiod. Vänsterledet i (2.1) visar olika sätt för staten att finansiera utgifterna i högerledet.

⁵ Vi bortser från centralbankens roll i detta avsnitt men återkommer till den i avsnitt 2.3 och fördjupning 2.6.

⁶ För enkelhetens skull använder vi termen *statens* budgetrestriktion, men analysen avser hela den offentliga sektorn (exklusive centralbanken) om inte annat anges.

Den dynamiska budgetrestriktionen går även att formulera i termer av primärt och totalt finansiellt sparande:

$$D_{t+1} - D_t = i_t^D D_t - (T_t - G_t) = i_t^D D_t - S_t = -F_t, \quad (2.2)$$

där $S_t = T_t - G_t$ är statens primära finansiella sparande, det vill säga skillnaden mellan intäkter och utgifter exklusive räntebetalningar, och $F_t = S_t - i_t^D D_t$ statens (totala) finansiella sparande, alltså skillnaden mellan alla intäkter och utgifter. Ekvation (2.2) säger att det finansiella sparandet i period t är lika med minskningen av skulden mellan perioderna t och $t + 1$.

För att uttrycka variablerna i ekvation (2.2) som andelar av nominell BNP dividerar vi med $P_t Y_t$, där P_t är prisnivån och Y_t real BNP. Vi utnyttjar också att om nominell BNP växer med takten $\rho_t \approx \pi_t + \gamma_t$, där π är inflationstakten och γ tillväxttakten för real BNP, så gäller $P_{t+1} Y_{t+1} = (1 + \rho_t) P_t Y_t = (1 + \pi_t)(1 + \gamma_t) P_t Y_t$. Det ger:

$$d_{t+1}(1 + \rho_t) - d_t = i_t^D d_t - s_t = -f_t, \quad (2.3)$$

där gemener betecknar variabler som andelar av BNP, alltså $d_t = D_t/P_t Y_t$, $d_{t+1} = D_{t+1}/P_{t+1} Y_{t+1}$ och $f_t = F_t/P_t Y_t$. Ekvationens innebörd är att skillnaden mellan skuldkvoten i perioden $t+1$ multiplicerad med $1 +$ tillväxttakten i perioden t och skuldkvoten i perioden t är lika med det finansiella sparandeunderskottet som andel av BNP i perioden t . Detta samband är centralt för hur skuldkvoten utvecklas på lång sikt och kommer att spela en viktig roll i avsnitt 3.1 (särskilt fördjupning 3.2).

2.2.1 Diskretionär finanspolitik

En diskretionär finanspolitisk åtgärd kan syfta till att påverka efterfrågan i ekonomin. Under vissa antaganden får dock försök att stimulera ekonomin genom lånefinansierade skattesänkningar ingen effekt. Om individer är framåtblickande och förstår statens intertemporala budgetrestriktion, så inser de att lägre skatter eller större transfereringar idag måste finansieras av skatthöjningar eller trans-

fereringsminskningar i framtiden.⁷ En ökning i offentlig konsumtion gör att skatthöjningar förväntas i framtiden. Hushållen minskar därför konsumtionen. Denna mekanism minskar effekten av diskretionär finanspolitik och kan till och med helt neutralisera den. I det senare fallet brukar man tala om *ricardiansk ekvivalens*.

Ricardiansk ekvivalens bygger på en rad stiliserade förutsättningar såsom att individer har en oändlig planeringshorisont, att de förstår både sin egen och statens intertemporala budgetrestriktion samt att deras möjligheter att låna, och därmed fritt välja hur de vill fördela sin konsumtion över tid, är obegränsade. Verkligheten skiljer sig på många sätt från den bilden och därför har finanspolitik större effekter än enligt de ricardianska antagandena. Dessa bör därför ses som ett analytiskt riktmärke som en stringent analys av finanspolitik kan utgå ifrån. De ricardianska effekterna finns men är inte lika starka överallt i ekonomin. De är svagare för likviditetsbegränsade hushåll och företag som lever ”ur hand i mun”. Åtgärder som påverkar den disponibla inkomsten för sådana ur-hand-i-mun-konsumenter kan därför förväntas ha större effekter på efterfrågan än åtgärder som riktas mot aktörer med stora finansiella tillgångar eller goda möjligheter att låna.

Effekter av förändringar i offentlig konsumtion

Enligt ett traditionellt keynesianskt perspektiv har högre offentlig konsumtion inte bara en direkt effekt på aggregerad efterfrågan utan också en multiplikatoreffekt eftersom efterfrågeökningen ökar inkomsterna i ekonomin, vilket i sin tur ökar konsumtionen och därmed efterfrågan ännu mer och så vidare. Högre offentlig konsumtion påverkar även BNP i neoklassiska modeller men av andra skäl. Där uppkommer en negativ inkomsteffekt som ökar BNP. Orsaken är att om ökningen i offentlig konsumtion finansieras av till exempel en höjd inkomstskatt, så minskar hushållens disponibla inkomster och får dem att öka sitt arbetsutbud, vilket leder till högre BNP.

⁷ Statens intertemporala budgetrestriktion får vi genom att upprepade gånger använda den dynamiska budgetrestriktionen (2.1) över en oändlig tidshorisont. Den intertemporala budgetrestriktionen innehåller det diskonterade nuvärdet av framtida poster och ger den relation mellan utestående skuld och framtida primära intäkter och utgifter som följer av att den dynamiska budgetrestriktionen uppfylls i varje period.

En omfattande empirisk forskning skattar *finanspolitiska multiplikatorer*. Dessa definieras generellt som kvoten mellan förändringen i BNP och förändringen i den offentliga konsumtion eller i de skatteintäkter som orsakade den. Litteraturen är svåröverskådlig eftersom det finns ett antal olika sätt att skatta multiplikatorer på och effekterna av en viss åtgärd beror på ett stort antal lands- och tidsspecifika faktorer såsom växelkursregim, konjunkturläge och åtgärdens finansiering. Ett särskilt problem är att en samvariation mellan en finanspolitisk åtgärd och BNP inte bara behöver spegla ett orsakssamband från finanspolitik till BNP utan också kan bero på att förändringar i BNP påverkar vilken finanspolitik som förs. Korrigeringar för detta kan göras på mer eller mindre övertygande sätt som typiskt leder till olika resultat vad gäller storleken på de finanspolitiska multiplikatorerna (Caldara och Kamps 2017). I forskningen skattar man dessutom multiplikatorer över olika horisonter och skiljer ofta mellan momentana, maximala och kumulativa multiplikatorer (*impact*, *peak* och *cumulative multipliers*).

Ramey (2019) sammanfattar litteraturen och konstaterar att finanspolitiska kumulativa multiplikatorer för offentlig konsumtion verkar ligga i spannet 0.6–1 för industrialiserade länder. Hon konstaterar dock att resultaten beror på landsspecifika faktorer och exempelvis samspelet med penningpolitiken. Hjelm och Stockhammar (2016) skattar så kallade strukturella VAR-modeller på svenska kvartalsdata 1980–2015 och finner (i) att högre offentliga utgifter (eller lägre skatter) ökar BNP på kort sikt, vilket tolkas som evidens för keynesianska effekter; (ii) inga belägg för konjunkturspecifika effekter av finanspolitiken på BNP; och (iii) något starkare effekter av finanspolitik för Sverige än i den internationella forskningen.^{8,9} Ankargren och Shahnazarian (2019) rapporterar en genomsnittlig multiplikator för offentlig konsumtion på 1,3 under perioden 1997–2018.

De finanspolitiska multiplikatorernas storlek beror på hur de påverkar räntenivån. En expansiv finanspolitik som ökar resursutnyttjandet innebär normalt högre inflation och leder därmed till att centralbanken höjer räntan. Det dämpar efterfrågan. Därför bör man vänta sig att offentlig konsumtion har en större multiplikator

⁸ Förkortningen VAR står för *Vector Autoregression*. VAR-modeller utgår från att ett antal endogena variabler påverkar varandra på ett komplext sätt. Genom att skatta sådana modeller kan man studera effekterna över tid av olika störningar.

⁹ Blinder (2016) rapporterar dock stora multiplikatorer för USA.

när ekonomin befinner sig vid sin nedre räntegräns (se avsnitt 5.1 angående den). Erceg och Lindé (2014) skattar en nykeynesiansk modell och finner stöd för detta. Eggertsson (2006), Werning (2011) samt Corsetti och Müller (2015) finner detsamma i numeriska exempel i allmänna jämviktsmodeller. I en sådan situation kan den finanspolitiska multiplikatorn rentav vara så stor att en ökning av offentliga utgifter är självfinansierande. Även Ramey (2019) samt Almerud och Laun (2021) och Konjunkturinstitutet (2021) konstaterar att de finanspolitiska multiplikatorerna sannolikt är stora när räntan är noll eller negativ.

Almerud och Laun (2021) beräknar finanspolitiska multiplikatorer med hjälp av Konjunkturinstitutets kalibrerade allmänna jämviktsmodell SELMA och finner att multiplikatorerna är större för offentlig konsumtion och offentliga investeringar än för skatter. Enligt deras analys ligger de förra multiplikatorerna över 1 vid ett- och tvååriga stimulanser. De finner, i enlighet med läroboksteorin, att multiplikatorerna är högre om en finanspolitisk förändring inte leder till en ränteförändring, till exempel på grund av att den är fast vid sin nedre gräns.

Effekter av förändringar i skatter och transfereringar

Ramey (2019) konstaterar att storleken på de finanspolitiska multiplikatorerna för skatter i hög grad beror på vilken ansats som används. Studier med tidsseriedata finner generellt stora, negativa multiplikatorer för skatteförändringar i spannet -2 till -3. Dessa estimat är förvånansvärt likartade mellan länder och också stabila över olika skattningsmetoder. Baserat på resultaten från tidsserielitteraturen verkar det därför troligt att skatteförändringar har större påverkan på aktivitetsnivån än förändringar av offentlig konsumtion.¹⁰ Beräkningar i kalibrerade nykeynesianska modeller finner dock mindre multiplikatorer för skatter än för offentlig konsumtion så slutsatserna skiljer sig åt beroende på valet av metod.

¹⁰ Ramey (2019) noterar dessutom viktiga skillnader mellan multiplikatorer för offentlig konsumtion och för skatter i hur de varierar över tid. Effekten på aktivitetsnivån av en förändring i offentlig konsumtion är relativt konstant över tid så skillnaden mellan genomsnittlig och maximal multiplikator är liten. För skatter tenderar dock multiplikatorerna att bli större över tid. Det är därför vanligt att beräkna kumulativa skattemultiplikatorer över tidsspannet från det att skatteförändringen ägde rum tills att effekten är som störst.

Studier av Sverige verkar generellt finna större multiplikatorer för offentliga investeringar och offentlig konsumtion än för skatter (Hjelm och Stockhammar 2016; Finanspolitiska rådet 2018, 2020; Konjunkturinstitutet 2021). Detta är i linje med de keynesianska läroboksmodellerna enligt vilka effekterna av skattesänkningar i "första omgången" hålls nere av att en andel sparas.

Skattesänkningar har störst efterfrågeeffekter om de riktas mot personer som har begränsade möjligheter att låna, så kallade urhand-i-mun-konsumenter. Dessa skulle vilja konsumera mer idag om de genom lån kunde fördela sin konsumtion optimalt över livet. Deras nuvarande konsumtion begränsas av deras inkomster. Hushåll som är likviditetsbegränsade har därför en högre marginell konsumtionsbenägenhet än hushåll som inte är det. Högre transfereringar till låginkomstgrupper, exempelvis i form av högre bostadsbidrag eller extra studiemedel (till studenter), är ett alternativ till skattesänkningar om man vill stimulera dessa gruppers konsumtion. En vanlig uppfattning har varit att det främst är hushåll med låga inkomster och små ekonomiska tillgångar som är likviditetsbegränsade. Senare forskning har dock visat att även ekonomiskt starka hushåll ofta är det därför att en stor del av deras förmögenhet är bunden i fast egendom och därmed illikvid. Sådana förmögna urhand-i-mun-konsumenter (Kaplan med flera 2014) diskuteras även i avsnitt 2.3.6.

Mer generös arbetslöshetsersättning kan också vara ett effektivt sätt att öka aggregerad efterfrågan, eftersom arbetslösa i hög grad kan antas vara likviditetsbegränsade. Kekre (2021) undersöker betydelsen av längre maximala ersättningsperioder i en djup lågkonjunktur i en modell för den amerikanska ekonomin. Med perfekt rörliga priser skulle en längre ersättningsperiod minska produktion och sysselsättning på grund av effekterna på sökaktivitet och lönebildning. Med nominell prisstelhet skulle effekten bli nära noll om centralbankens penningpolitik följer en så kallad *Taylorregel* (se fördjupning 2.3). Men i en lågkonjunktur då centralbanken inte ändrar den nominella räntan – till exempel därför att ekonomin befinner sig vid ett nedre räntegolv – blir nettoeffekten på produktion och sysselsättning kraftigt positiv. Det beror inte bara på att inkomsterna ökar för arbetslösa med hög marginell konsumtionsbenägenhet utan också på att förlängda ersättningsperioder minskar incitamenten till försiktighetssparande för sysselsatta.

En annan skatteförändring som ökar hushållens köpkraft är en sänkning av momsen. Till exempel lägre moms på livsmedel, som utgör en större andel av utgifterna för låginkomst- än höginkomst-hushåll, kan vara ett alternativ om man vill fokusera just på grupper med hög marginell konsumtionsbenägenhet. Forskningen visar dock att transfereringar till dessa grupper troligen är mer träffsäkra (Finanspolitiska rådet 2011). En *temporär* momssänkning ger hushållen incitament att fördela om sin konsumtion över tiden, så att den ökar under den period momsen är nedsatt och minskar både före och efter denna period. Effekterna på efterfrågan på varaktiga konsumtionsvaror av en sådan åtgärd kan bli mycket stora.¹¹

Ytterligare en möjlig stimulansåtgärd är lägre arbetsgivaravgifter som gör det billigare för företag att anställa. Åtgärden är både utbuds- och efterfrågestimulerande och bör i teorin öka BNP men ha en oklar effekt på BNP-gapet. I Almerud och Launs (2021) kalibrerade nykeynesianska makromodell är dock effekterna av lägre arbetsgivaravgifter på BNP försumbara. Korkeamäki och Uusitalo (2009) kan inte identifiera någon påverkan på sysselsättningen av en tillfällig regional sänkning av arbetsgivaravgifterna i Finland. En tänkbar förklaring är att många arbetsgivare kan förmodas dra sig för att nyanställa om sänkningen av arbetsgivaravgiften endast är temporär. I så fall är sådana sänkningar mindre lämpliga som diskretionär stabiliseringspolitik. Hur bra en permanent sänkning av arbetsgivaravgiften är för att nå strukturella mål som högre jämvikts-sysselsättning och högre potentiell BNP är en annan sak.

2.2.2 Automatiska stabilisatorer

Finanspolitiken verkar inte bara via aktiva beslut utan också via de automatiska anpassningar av skatteintäkter och vissa offentliga utgifter som sker när aktivitetsnivån i ekonomin varierar. Dessa *automatiska stabilisatorer* bidrar till att utjämna konjunkturen. Deras storlek är inte resultatet av några stabiliseringspolitiska överväganden utan i stället indirekta konsekvenser av andra avvägningar som mål om viss omfattning av offentlig konsumtion och inkomstut-

¹¹ En temporär momssänkning ger upphov till intertemporala substitutionseffekter av i princip samma slag som en räntesänkning (Assarsson 1993). Se fördjupning 2.4 om Eulerekvationen.

jämning kontra de samhällsekonomiska effektivitetsförluster som följer av beskattning.

Budgetelasticiteten

Det vedertagna sättet att mäta de automatiska stabilisatorernas styrka är genom den så kallade *budgetelasticiteten*. Den anger med hur många procentenheter den offentliga sektorns finansiella sparande som andel av BNP förändras när BNP-gapet ökar med en procentenhet. Om man gör de förenklande antagandena att skatteintäkterna är proportionella mot, men de offentliga utgifterna oberoende av, BNP blir budgetelasticiteten lika med de offentliga utgifternas andel av BNP.¹²

I mer exakta beräkningar väger man ihop hur intäkterna av olika skatter varierar med konjunkturen. Hänsyn tas då till hur olika skattebaser varierar med BNP-gapet, hur olika skatteintäkter varierar med skattebaserna och hur viktiga olika skattebaser är. Dessutom brukar man beakta att utgifterna för arbetslöshetsersättning varierar med konjunkturen.¹³ De offentliga utgifternas andel av BNP har emellertid visat sig vara en god approximation av budgetelasticiteten när man jämför med mer exakta beräkningar för olika länder (se till exempel Finanspolitiska rådet 2011).

Flodén (2009) beräknar de automatiska stabilisatorernas storlek 1998–2009 för Sverige. Analysen skiljer mellan personliga inkomstskatter, sociala avgifter, bolagsskatter och indirekta skatter (på konsumtion). Enligt studien föll budgetelasticiteten från cirka 0,6 år 1998 till cirka 0,5 år 2009. Almenberg och Sigonius (2021) gör om Flodéns studie för perioden 1998–2019. I deras grundkalkyl är elasticiteten 0,47 år 2019 mot 0,55 år 1998. Fallet sker i huvudsak under den av Flodén undersökta perioden. Det förklaras främst av att de personliga inkomstskatterna och utgifterna för arbetslöshetsersättningar minskade som andelar av BNP. Den förra effekten har dock delvis motverkats av att inkomstskatterna blivit mer progressiva.¹⁴

¹² Se ekvation (2.5) i fördjupning 2.2.

¹³ Se ekvation (2.6) i fördjupning 2.2.

¹⁴ Det framgår av ekvation (2.4) i fördjupning 2.2 att budgetelasticiteten beror positivt på $T'(Y) - T/Y$, alltså på skillnaden mellan marginalsattesats och genomsnittlig sattesats. Under den undersökta perioden har marginalsattesatserna på personliga inkomster sänkts mindre än de genomsnittliga sattesatserna, det vill säga progressiviteten har ökat.

Det talas ibland också om *halvautomatiska stabilisatorer*. Därmed avses budgetposter som det visserligen krävs aktiva beslut för att ändra men där det finns en beredskap för förändringar beroende på konjunkturläget och där sådana återkommande också görs. Det mest uppenbara exemplet är utgifter för arbetsmarknadsprogram. Dessa inkluderas i alternativa beräkningar av såväl Flodén som Almenberg och Sigonius. Enligt Flodén blir då budgetelasticiteten cirka 0,1 högre än i grundkalkylen. Almenberg och Sigonius finner däremot att elasticiteten endast påverkas marginellt därför att utgifterna för arbetsmarknadsprogram i huvudsak tycks ha bestämts av andra faktorer än konjunkturläget.

Fördjupning 2.2 Budgetelasticiteten

Den offentliga sektorns finansiella sparande, F , som andel av BNP, Y , kan skrivas

$$\frac{F}{Y} = \frac{T(Y)}{Y} - \frac{G(Y)}{Y},$$

där T är skatteintäkter och G är offentliga utgifter inklusive kapitalinkomstnettot.¹⁵ Derivering med avseende på, och division med, Y ger följande uttryck för den så kallade *budgetelasticiteten*, som anger med hur många procent av BNP som det finansiella sparandet ändras när BNP ökar med 1 procent:

$$\frac{d(F/Y)}{dY/Y} = T'(Y) - \frac{T(Y)}{Y} - G'(Y) + \frac{G}{Y}. \quad (2.4)$$

Om $T(Y) = tY$ och $G'(Y) = 0$, får vi

$$\frac{d(F/Y)}{dY/Y} = \frac{G}{Y}. \quad (2.5)$$

¹⁵ I Sverige uppgår kapitalinkomstnettot till cirka 1 procent av BNP och har därför liten betydelse. I fördjupning 2.1 skiljer vi mellan det primära finansiella sparandet och det (totala) finansiella sparandet genom att explicit beakta räntebetalningar på utestående statsskuld. Här gör vi ingen sådan åtskillnad.

Budgetelasticiteten blir alltså i detta fall lika med de offentliga utgifternas andel av BNP. Den relativa förändringen i BNP är approximativt lika med förändringen i BNP-gapet, eftersom

$$d\left(\frac{Y - Y^*}{Y^*}\right) = \frac{dY}{Y^*} \approx \frac{dY}{Y},$$

om $Y \approx Y^*$, där Y^* är potentiell BNP. Det betyder att budgetelasticiteten också anger approximativt med hur många procent av BNP som det finansiella sparandet ändras när BNP-gapet ökar med 1 procent av potentiell BNP.

När man tar hänsyn till olika skatter och skattebaser brukar man i stället använda formeln

$$\frac{d(F/Y)}{dY/Y} = \sum_i \epsilon_i \left(\frac{T_i}{Y}\right) - \epsilon_Y^G \left(\frac{G}{Y}\right), \quad (2.6)$$

där ϵ_i är elasticiteten mellan skatteintäkter från skattebas i och denna skattebas samt ϵ_Y^G är elasticiteten mellan offentliga utgifter och BNP. Budgetelasticiteten beräknas då som en vägd summa av elasticiteterna för skatteintäkterna från olika skattebaser med avseende på dessa skattebaser, där vikterna utgörs av de olika skatteintäkternas andel av BNP, minus de offentliga utgifternas elasticitet med avseende på BNP vägd med de offentliga utgifternas andel av BNP. Det är lätt att förvissa sig om att (2.6) överensstämmer med (2.5) om BNP utgör den enda skattebasen, $T(Y) = tY$, $G'(Y) = 0$ och $F = 0$.

Den offentliga sektorns finansiella sparande kan dekomponeras i statens och kommunsektorns sparande:

$$\frac{F}{Y} = t - \frac{G}{Y} = \left(t^K + \frac{B}{Y} - \frac{G^K}{Y}\right) + \left(t^S - \frac{B}{Y} - \frac{G^S}{Y}\right),$$

där t^K är den kommunala proportionella skattesatsen, t^S den statliga proportionella skattesatsen, B statsbidragen till kommunerna, G^K de kommunala utgifterna och G^S de statliga utgifterna exklusive statsbidragen till kommunerna. Om det kommunala balanskravet innebär att $t^K + B/Y - G^K/Y = 0$, har vi $F/Y = t^S - B/Y - G^S/Y$.

Derivering med avseende på, och division med, Y ger då

$$\frac{d(F/Y)}{dY/Y} = \frac{(B + G^S)}{Y}. \quad (2.7)$$

I detta fall blir alltså budgetelasticiteten lika med de statliga utgifternas andel av BNP.

Det kommunala balanskravet

De beskrivna beräkningarna utgår från att kommunernas utgifter inte påverkas av konjunkturen. Men detta är ett tveksamt antagande eftersom hänsyn då inte tas till det kommunala balanskravet. Enligt detta måste kommunerna budgetera för större intäkter än kostnader. Om ett underskott ändå uppstår, måste det regleras inom en treårsperiod. Det kan betyda att de kommunala utgifterna behöver anpassas till lägre skatteintäkter i en lågkonjunktur. Om man beaktar det, blir de automatiska stabilisatorerna svagare än enligt beräkningarna ovan.

Anta att det kommunala balanskravet är bindande och att utgifterna därför dras ner lika mycket som skatteintäkterna minskar i en lågkonjunktur. En överslagskalkyl på hur det förändrar beräkningen av de automatiska stabilisatorernas styrka kan då göras genom att anta att alla skatter är proportionella mot BNP och att den övriga offentliga sektorns (statens) utgifter är opåverkade. Då blir budgetelasticiteten lika med summan av statsbidragen till kommunerna och de offentliga utgifterna exklusive kommunernas utgifter, båda mätta som andelar av BNP.¹⁶ År 2019 (sista året före pandemin) uppgick de totala utgifterna för den konsoliderade offentliga sektorn till 48,0 procent av BNP, kommunernas utgifter till 23,6 procent av BNP och statsbidragen till 4,1 procent av BNP. Med de gjorda antagandena blir i så fall budgetelasticiteten $0,480 - 0,236 + 0,041 \approx 0,29$. Värdet ska jämföras med den elasticitet på 0,48 som skulle gälla om de kommunala utgifterna inte påverkades av konjunkturen.

Kalkylen ovan är grov. Dessutom gäller balanskravet kommunernas *resultat* (intäkter minus *kostnader* där avskrivningar på invest-

¹⁶ Se ekvation (2.7) i fördjupning 2.2.

eringar ingår) och inte deras finansiella sparande (intäkter minus *utgifter*). Resultat och finansiellt sparande kan utvecklas olika, särskilt under kortare perioder. Vidare förutsätts kommunerna enligt kravet på ”god ekonomisk hushållning” normalt gå med ett visst överskott (ofta tolkat som 2 procent av statsbidrag och skatteintäkter,¹⁷ vilket motsvarar cirka 0,5 procent av BNP). Slutligen har kommunerna sedan 2013 kunnat bygga upp *resultatutjämningsreserver*, som kan tas i anspråk i en konjunkturedgång. Dessa uppgick 2020 till cirka 0,6 procent av BNP. De är ojämnt fördelade: huvuddelen (3/4) återfinns i primärkommunerna och endast 1/4 i regionerna (Regeringen 2022). Cirka 40 procent av såväl primärkommuner som regioner har inte gjort några avsättningar till resultatutjämningsreserver och är också de som har svagast resultat (och därför minst fallhöjd innan balanskravet biter). Det är därför sannolikt att många kommuner kommer att agera procykliskt, i varje fall i djupa lågkonjunkturer, om det inte fattas diskretionära beslut om att variera statsbidragen kontracykliskt.¹⁸ Ur ett stabiliseringspolitiskt perspektiv kan detta vara problematiskt.

En rimlig bedömning är att Almenbergs och Sigonius uppskattning av en budgetelasticitet strax under 0,5 endast är en mindre överskattning vid måttliga konjunkturedgångar, men att elasticiteten vid stora negativa störningar kan ligga i intervallet 0,3–0,4 och närmare den nedre gränsen ju större de är.

Stödet för korttidsarbete

En bedömning av de automatiska stabilisatorerna bör också ta hänsyn till stöden för korttidsarbete. De syftar till att förhindra uppsägningar genom att arbetstagare i vissa situationer kan gå ner i arbetstid och att kostnaderna för detta då delas mellan stat, arbetsgivare och arbetstagare. Ett sådant system infördes 2014. Detta kan bara användas vid en synnerligen djup lågkonjunktur. Stödet kan karakteriseras som en halvautomatisk stabilisator eftersom ett färdigt system finns utarbetat men det krävs ett diskretionärt regeringsbeslut om aktivering. Detta kan fattas först efter en

¹⁷ Regeringen (2018).

¹⁸ En liknande bedömning görs av Utredningen om en effektiv ekonomistyrning i kommuner och regioner (2021).

bedömning av Konjunkturinstitutet att ekonomin befinner sig i en synnerligen djup lågkonjunktur.

År 2020 infördes även ett system som ska vara i permanent bruk. Tillgång till stöd inom detta system är en *rättighet* för arbetsgivare ”som fått tillfälliga och allvarliga ekonomiska svårigheter som har orsakats av något förhållande utom arbetsgivarens kontroll och som inte heller rimligen hade kunnat förutses eller undvikas” (Regeringen 2021a). Det nya systemet utgör därför en automatisk stabilisator. Det användes under pandemin 2020–21 (då det dessutom gjordes mer generöst genom aktiva beslut). I den mån stödet för korttidsarbete håller nere arbetslösheten, minskar arbetslöshetsförsäkringens betydelse som automatisk stabilisator.

Än så länge har inga beräkningar gjorts av hur stöden för korttidsarbete påverkar den totala budgetelasticiteten. Det är emellertid uppenbart att de verkar asymmetriskt över konjunkturcykeln: stöd enligt det nya systemet utgår visserligen till företag som uppfyller kriterierna även i en normalkonjunktur, men eftersom dessa kan antas vara ganska få är potentialen mycket mindre för att minska stöden i en högkonjunktur än för att öka dem i en lågkonjunktur.

Effekterna på aktivitetsnivån

Budgetelasticiteten säger inget om hur mycket de automatiska stabilisatorerna påverkar aktivitetsnivån. Liksom olika diskretionära finanspolitiska åtgärder har olika multiplikatoreffekter påverkar olika automatiska stabilisatorer resursutnyttjandet på olika sätt. En bedömning av dessa effekter kräver en jämförelse av hur ekonomin anpassar sig till olika störningar i två situationer: med respektive utan de stabilisatorer som följer av existerande regelsystem. Några sådana analyser finns oss veterligen inte för den svenska ekonomin.

Uppskattningar av budgetelasticiteten som mått på de automatiska stabilisatorernas styrka passar bäst ihop med traditionella keynesianska mekanismer för hur hushållens konsumtion styrs av deras reala disponibla inkomster. Men begreppet automatiska stabilisatorer bör egentligen ges en vidare definition och innefatta alla mekanismer som följer av regelsystemen för skatter och offentliga utgifter och som motverkar samhällsekonomiskt ineffektiva svängningar i aktivitetsnivån. Det kan vara frågan också om system

som omallokerar arbetsutbud mellan olika tidsperioder (sådan intertemporal substitution sker om en progressiv inkomstskatt innebär lägre marginalskatt i låg- än i högkonjunkturer). Andra mekanismer är att arbetslöshetsförsäkringen omfördelar inkomster från hushåll med låg till hushåll med hög marginell konsumtionsbenägenhet samt minskar försiktighetssparande i lågkonjunkturer (Auerbach 2019).

McKay och Reis (2016) analyserar med hjälp av en *dynamisk stokastisk allmän-jämviktsmodell* (en så kallad DSGE-modell) med heterogena framåtblickande aktörer och nominella prisstelheter i vilken mån de automatiska stabilisatorerna i den amerikanska ekonomin minskar variationerna i produktion och sysselsättning.¹⁹ Enligt modellen skulle lägre skatter eller mindre progressiva sådana ha liten effekt på konjunktursvängningarna, medan effekterna av sänkningar av arbetslöshetsersättning och andra sociala ersättningar skulle vara större. De viktigaste mekanismerna har att göra med omfördelning av inkomster mellan rika och fattiga hushåll samt med försiktighetssparande. Analysen leder till den förvånande slutsatsen att effekterna på de aggregerade reala disponibla inkomsterna är av liten betydelse och att det inte spelar någon större roll för stabiliseringen av aktivitetsnivån om det finansiella sparandet varierar över konjunkturen.

McKay och Reis (2021) studerar i en liknande modell som ovan vilken styrka de automatiska stabilisatorerna bör ha. Bland annat analyseras arbetslöshetsersättningens optimala nivå. Enligt Baily (1978) och Chetty (2006) ska ersättningsgraden väljas så att en ytterligare ökning exakt balanserar nyttovinsten av högre konsumtion för arbetslösa mot nyttoförlusten av lägre konsumtion för sysselsatta till följd av den högre skatt de måste betala därför att arbetslösheten blir högre när de arbetssökande får svagare incitament att komma i arbete. McKays och Reis slutsats är att man i en modell med nominella prisstelheter också bör ta hänsyn till hur arbetslöshetsersättningen påverkar aktivitetsnivån i ekonomin. Ersättningsgraden bör sättas högre än enligt Baily-Chetty-formeln om en given nivå för den stimulerar den ekonomiska aktiviteten mer

¹⁹ DSGE-modeller – vilket står för *dynamic stochastic general equilibrium models* – är moderna allmän-jämviktsmodeller med mikrofundament, vilket betyder att de utgår från hushåll och företag som nytto- respektive vinstmaximerar. Modellerna är dynamiska i meningen att de beskriver hur ekonomin utvecklas över tid. Vidare bygger de på antaganden om att vissa variabler beter sig som stokastiska processer, så att modellerna kan belysa hur ekonomin påverkas av olika störningar i allmän jämvikt.

i en lågkonjunktur (när aktivitetsnivån är ineffektivt låg) än i en högkonjunktur (när aktivitetsnivån är för hög). Det finns skäl att tro att så är fallet. Ett skäl är att fler är arbetslösa i en lågkonjunktur, vilket betyder en större omfördelning till denna grupp. Ett annat skäl är att en högre arbetslöshetsersättning innebär ett starkare försäkringsskydd vid arbetslöshet, vilket motverkar de drivkrafter för ökat försiktighetssparande bland sysselsatta som uppkommer i en lågkonjunktur. Enligt McKay och Reis spelar den makroekonomiska stimulans-effekten stor roll för den optimala ersättningsgraden: för den amerikanska ekonomin stiger den från 36 till 49 procent.

Stöd för korttidsarbete kan ha stora effekter på sysselsättningen. Enligt Konjunkturinstitutet (2020) var arbetslösheten i Sverige våren 2020, då ekonomin var starkt påverkad av pandemin, knappt 9 procent samtidigt som andelen korttidspermitterade utgjorde cirka 3,5 procent av arbetskraften. Det är svårt att veta hur många av de korttidspermitterade som annars skulle ha varit arbetslösa. Å ena sidan hade företagen sannolikt inte sagt upp alla korttidspermitterade om det inte funnits stöd för dessa. Å andra sidan hade aggregerad efterfrågan minskat mer utan stödet (såväl företagsvinster som hushållens disponibla inkomster hade sjunkit mer och försiktighetssparandet blivit större). Omfattningen av korttidspermitteringarna tyder dock på att de var av stor betydelse.

2.2.3 Fördelningseffekter av finanspolitik

Finanspolitik kan ha både intragenerationella och intergenerationella fördelningseffekter. De intragenerationella effekterna beror på vilka instrument som används och hur de riktas mot olika grupper. Dessa effekter av stabiliseringspolitiska åtgärder kan antas vara små om olika instrument används symmetriskt över konjunkturcykeln, men så är sannolikt inte fallet. Finanspolitiska stimulanser verkar ofta ges en annan fördelningspolitisk profil än finanspolitiska åtgärder, med starkare inriktning på låginkomstgrupper, och kan därför antas ha en inkomstutjämnande effekt.

Finanspolitiska åtgärder för att stabilisera konjunkturen som innebär budgetunderskott och högre statsskuld har intergenerationella fördelningseffekter i den mån framtida generationer behöver

betala för den skuld som ackumuleras idag.²⁰ Det kan därmed finnas en intergenerationell rättvisaspekt på skuldfinansierad finanspolitik där en svår fråga är hur olika generationers välfärd ska vägas mot varandra. Vilka intergenerationella målkonflikter som uppkommer beror på relationen mellan statsskuldränta och tillväxt. Detta diskuteras i avsnitt 3.1.1.

Utöver de ovan diskuterade intergenerationella fördelningsaspekterna på offentlig skuldsättning finns ett antal problem relaterade till risker för att staten ska tvingas ställa in sina betalningar och den finansiella instabilitet som det kan åstadkomma. Vi återkommer till detta i avsnitt 3.2.3.

2.3 Penningpolitik

Definitionen av penningpolitik är mindre rättfram än den av finanspolitik. Riksbanken konstaterar att ”penningpolitik syftar till att pengar ska behålla sitt värde över tiden, något centralbanker försöker åstadkomma genom att påverka kostnaden och tillgängligheten på pengar i ekonomin”.²¹ Enligt detta synsätt är alltså alla åtgärder som påverkar pengars värde penningpolitik. En mer praktisk definition är att penningpolitik omfattar alla åtgärder som centralbanker har mandat att vidta. Eftersom det är vad dessa faktiskt kan göra som är relevant för vår diskussion väljer vi denna bredare definition.

I princip har centralbanker i alla ekonomiskt utvecklade länder till uppgift att upprätthålla prisstabilitet och ett väl fungerande betalningsväsende. Centralbanken kan också ha mer eller mindre uttalade mål vad gäller finansiell stabilitet och konjunkturstabilisering. De senaste decennierna har det funnits en global trend i riktning mot tydligare penningpolitiska ramverk som ska göra det möjligt att nå uppsatta mål.

Penningpolitiken antas i teoretiska standardmodeller endast ha kortsiktiga effekter på den reala ekonomin. Det är bara prinsnivån som påverkas på lång sikt. Då föreligger *monetär neutralitet*. Exakt

²⁰ För att återbetala eller betala ränta på befintlig skuld kan skatter behöva höjas i framtiden, vilket ger upphov till effektivitetsförluster. Enligt Barro (1974) bör man sträva efter så konstanta inkomstskatter som möjligt för att minimera de snedvridningar som de ger upphov till, så kallad *tax smoothing*. Underskott kan dessutom tränga undan offentliga investeringar som skulle kunna gynna framtida generationer.

²¹ <https://www.riksbank.se/sv/penningpolitik/vad-ar-penningpolitik/>.

vad som här menas med lång sikt går inte att säga med någon exakthet. Klart är att penningpolitiken enligt de empiriskt grundade modeller som används av centralbanker världen över har reala effekter som varar i flera år. Men det går inte att utesluta ännu mer långvariga effekter. Sådana kan till exempel uppstå om det finns starka persistenseffekter på sysselsättningen. Perioder av hög arbetslöshet till följd av låg efterfrågan kan tänkas öka jämviktsarbetslösheten genom olika mekanismer: utslagning av arbetslösa från arbetsmarknaden, förluster av humankapital för dessa, demoraliserande effekter på de arbetslösas sökaktivitet och att antalet insiders, vars sysselsättning facket bekymrar sig mest om i lönebildningen, minskar. I den mån penningpolitiken motverkar sådana effekter, kan den ha långsiktiga effekter på sysselsättnings- och produktionsnivån. På motsvarande sätt är det möjligt att en penningpolitik som håller efterfrågan och sysselsättning höga under en längre period ökar jämviktssysselsättningen.²²

Penningpolitiken påverkar efterfrågan mer indirekt än finanspolitiken, via effekter på de finansiella marknaderna (Bartsch med flera 2020). Dessa effekter har förstärkts över tid i takt med att finansmarknaderna blivit mer utvecklade (Boivin med flera 2011). Detta har gjort att förväntningar om hur penningpolitiken ska föras i framtiden har blivit av allt större betydelse. Att påverka förväntningar har därför blivit ett allt viktigare verktyg för centralbankerna. Centralbankernas huvudsakliga instrument har under lång tid varit styrräntan, men på senare år har penningpolitik kommit att handla allt mer om det som brukar betecknas okonventionell penningpolitik: negativa styrräntor (*negative interest rate policy*, NIRP), framåtblickande vägledning (*forward guidance*, FG) och kvantitativa lättnader (*quantitative easing*, QE).

2.3.1 Styrräntan

Under rörlig växelkurs och i normala tider är styrräntan (tidigare i Sverige kallad reporäntan) centralbankens viktigaste instrument. Denna ränta bestämmer räntorna på lån mellan affärsbankerna och centralbanken (se också fördjupning 2.6) samt styr dagslåneräntan, den ränta som bankerna betalar när de lånar pengar av varandra från

²² Se till exempel Svensson (2014a), Holden (2017), Galí (2020a) och Calmfors (2020a).

en dag till en annan. Dagslåneräntan påverkar i sin tur bankernas räntor gentemot de hushåll och företag som är deras kunder och därigenom aktivitetsnivån genom olika kanaler som vi återkommer till nedan. Gemensamt för dessa är att en tillräckligt hög ränta stramar åt ekonomin medan en tillräckligt låg stimulerar. Därav följer att det måste finnas en räntenivå som varken stimulerar eller stramar åt. Denna brukar kallas den *neutrala* eller *naturliga räntan* och kan definieras både Realt och nominellt. Ett viktigt, och förhållandevis väl underbyggt, antagande är att den neutrala realräntan bestäms av faktorer som ligger utanför centralbankernas kontroll (se avsnitten 3.1.4 och 5.1).

Ett enkelt sätt att beskriva hur centralbanker sätter räntan är genom en så kallad *Taylorregel* (se fördjupning 2.3). Taylorregeln är en *reaktionsfunktion* som beskriver hur centralbanken reagerar på ekonomins tillstånd. Ekvation (2.7) i fördjupning 2.3 visar hur centralbanken sätter styrräntan som en reaktion på inflationens avvikelse från en målnivå och på BNP-gapet. Om BNP-gapet är noll och inflationsmålet är uppfyllt bestämmer centralbanken styrräntan så att den är lika med den neutrala räntan.

Detta avsnitt diskuterar effekterna av förändrad styrränta på den ekonomiska aktiviteten och inflationen via olika transmissionsmekanismer: (i) *räntekanal*; (ii) *kassaflödeskanal*; (iii) *nuvärdeskanal* och (iv) *växelkurskanal*.^{23, 24}

Fördjupning 2.3 Taylorregeln

Taylorregeln innebär att centralbanken bestämmer styrräntan baserat på inflationens avvikelse från ett inflationsmål samt på BNP-gapet (se till exempel Taylor 1993, Svensson 2003 och Flodén med flera 2012). Regeln skrivs ofta på följande form:

$$i_t = r_t^* + \pi_t + \lambda_\pi(\pi_t - \pi^*) + \lambda_y(y_t - y_t^*), \quad (2.8)$$

²³ Det finns ett antal olika sätt att klassificera transmissionsmekanismer på. Boivin med flera (2011) skiljer mellan neoklassiska mekanismer, som utgår från perfekta kapitalmarknader, och icke-neoklassiska mekanismer, som uppstår när det finns imperfektioner på finansmarknaderna. I forskningen om heterogena agenter skiljer man mellan direkta och indirekta effekter av penningpolitik beroende på om de påverkar hushållens disponibla inkomster (se avsnitt 2.3.6).

²⁴ Utöver dessa kanaler, som samtliga verkar via efterfrågan, finns också en kostnadskanal, som innebär att en förändrad räntenivå påverkar företagets kostnader. Eftersom det troliga är att de inflationsdämpande efterfrågeeffekterna av en räntehöjning dominerar denna kostnads-effekt (Hopkins med flera 2009) fokuserar vi på de förra.

där i är centralbankens (nominella) styrränta, r^* är den neutrala realräntan, π är inflationen, π^* är inflationsmålet, y är logaritmerad BNP och y^* är logaritmerad potentiell BNP. Parametrarna λ_π och λ_y visar vilken vikt centralbanken fäster vid prisstabilitet respektive stabil aktivitetsnivå. Taylorregeln säger att om inflationen är vid målnivån och BNP-gapet är noll, så bör styrräntan vara lika med den neutrala realräntan plus inflationsmålet.

Taylor (1993) antog ursprungligen att $\lambda_\pi = 0,5$ och $\lambda_y = 0,5$. Det första antagandet innebär att, om inflationen ökar, så höjer centralbanken styrräntan ännu mer än ökningen i inflationen. Då stiger realräntan, vilket minskar BNP-gapet och därmed inflationen. Detta är den så kallade *Taylorprincipen*. Derivering av styrräntan enligt Taylorregeln (2.7) med avseende på inflationen ger:

$$\frac{\partial i_t}{\partial \pi_t} = 1 + \lambda_\pi > 1.$$

Eftersom $r_t = i_t - \pi_t$ får vi:

$$\frac{\partial r_t}{\partial \pi_t} = \frac{\partial i_t}{\partial \pi_t} - 1 = 1 + \lambda_\pi - 1 = \lambda_\pi > 0.$$

Taylorregeln används ofta för att beskriva hur centralbanken sätter styrräntan i teoretiska analyser. Många olika formuleringar har föreslagits. I vissa modeller beror styrräntan innevarande period också på styrräntan tidigare period, så att räntan utjämnas över tiden (*interest rate smoothing*).²⁵ I nykeynesianska modeller är Taylorregeln ofta framåtblickande, det vill säga styrräntan antas reagera på förväntad framtida avvikelser från inflationsmålet och förväntat framtida BNP-gap. Det är också en realistisk beskrivning av hur de flesta centralbanker agerar, eftersom de är medvetna om att räntepolitiken påverkar resursutnyttjande och inflation med tidsfördröjningar på 1–2 år.

²⁵ Se till exempel Söderström med flera (2005) för en analys av detta.

Räntekanalerna

Styrräntan har effekt på andra nominella räntor i ekonomin, eftersom den påverkar bankernas intäkter av att placera medel på konto i centralbanken och kostnader för att låna där. Det är realräntan, det vill säga den nominella räntan minus (förväntad) inflation, som styr hushållens och företagens beslut om hur de ska fördela sina utgifter över tid om det inte finns några likviditetsbegränsningar (se diskussionen av kassaflödeskanalen nedan). Eftersom löner och priser är trögrörliga påverkas inte inflationen på kort sikt av förändringar i den nominella räntan. Dessa har därför effekt på realräntan som antas påverka hushållens konsumtionsbana över tiden (se fördjupning 2.4). Om räntan stiger, blir det mer fördelaktigt för hushållen att spara och mindre fördelaktigt att låna, vilket minskar konsumtionen och den aggregerade efterfrågan. Eftersom konsumtion är den största komponenten i BNP är denna transmissionsmekanism, åtminstone i teorin, av potentiellt stor vikt.

Räntekanalerna verkar således genom så kallad *intertemporal substitution*: hushållen får incitament att omfördela sin konsumtion över tiden. Attanasio och Weber (2010) diskuterar empiriska belägg för detta under olika antaganden om exempelvis nyttofunktioner och marknadsförhållanden. Boivin med flera (2011) och Kaplan med flera (2018) konstaterar dock att de empiriska beläggen för intertemporal substitution i någon större omfattning är svaga.

När realräntan ändras påverkas dessutom *investeringsarna*. Enligt läroboksmodellerna påverkas investeringsefterfrågan av realräntan, eller, mer specifikt, realräntans avvikelse från jämviktsrealräntan. Den senare ges av kapitalets marginalproduktivitet. Detta följer av villkoret för företagets vinstmaximering på en marknad med perfekt konkurrens. Där maximerar företagen sina vinster när de använder precis så mycket kapital i produktionen att marginalprodukten, alltså produktionsökningen när kapitalstocken växer med en enhet, är lika med kostnaden för denna enhet, det vill säga realräntan. När realräntan är högre än jämviktsrealräntan har företagen incitament att placera i finansiella tillgångar i stället för i mer kapital i produktionsprocessen, vilket leder till lägre investeringar. Om realräntan är lägre än jämviktsrealräntan kan företagen låna billigt och har incitament att investera i kapital. Det ökar investeringsefterfrågan.

Fördjupning 2.4 Eulerekvationen

En viktig komponent i moderna makromodeller där hushåll väljer konsumtion och sparande är den så kallade Eulerekvationen. Den kan skrivas

$$u'(c_t) = \beta(1 + r_{t+1})u'(c_{t+1}), \quad (2.9)$$

där c är hushållets konsumtion, β är diskonteringsfaktorn och r är realräntan. $u(c_t)$ anger hushållets nytta i period t och $u'(c_t)$ marginalnyttan i samma period, det vill säga nyttan av ytterligare en enhets konsumtion. $u'(c_{t+1})$ betecknar marginalnyttan av konsumtion i period $t + 1$. Diskonteringsfaktorn mäter hur hushållet värderar framtida konsumtion relativt konsumtion idag och antas generellt vara mindre än 1. Enligt Eulerekvationen väljer hushållet att fördela sin konsumtion över tiden så att marginalnyttan av konsumtion i period t är lika stor som marginalnyttan i period $t + 1$ när hänsyn tagits till diskonteringsfaktorn och räntan. Diskonteringsfaktorn spelar roll eftersom den speglar hur hushållet värderar konsumtion i olika perioder. Räntan har betydelse på grund av ett alternativskostnadsresonemang: i stället för att konsumera idag kan hushållet spara motsvarande resurser, få avkastning på dem på finansiella marknader och sedan konsumera avkastningen i nästa period.

Kassaflödeskanalen

En transmissionsmekanism som fått uppmärksamhet på senare år är kassaflödeskanalen, som ibland också kallas inkomstkanalen (se Flodén med flera 2021). Enligt denna mekanism leder en räntehöjning till att hushållens ränteutgifter för lån, i synnerhet bostadslån, stiger. Om hushållen saknar buffert eller har begränsade möjligheter att låna, minskar deras konsumtion. Kassaflödeskanalen beror på bristande likviditet, vilket gör att den inte bara påverkar låginkomsttagare utan, som framhölls ovan, också ekonomiskt starka hushåll med sina tillgångar bundna i ägda bostäder som är fullt utnyttjade som säkerhet för lån (Kaplan med flera 2014; se också Gulbrandsen och Natvik 2020). Det är nominalräntan, inte real-

räntan, som är av betydelse för kassaflödeskanalen. En höjning av nominalräntan har en direkt negativ effekt på hushållens konsumtionsutrymme efter räntebetalningar oavsett vad som sker med realräntan. Almgren med flera (2021) visar att ECB:s ränteförändringar haft en kraftigare effekt på BNP i euroländer med en hög andel likviditetsbegränsade hushåll än i euroländer med en låg sådan andel. Mycket talar för att kassaflödeskanalen är av betydligt större vikt för hushållens konsumtion än räntekanalerna.

Kassaflödeskanalen påverkar också likviditetsbegränsade företag. Höjda nominalräntor försämrar kassaflödet och minskar utrymmet för investeringar, igen oberoende av vad som sker med realräntan.

Nuvärdeskanalen

Ränteförändringar påverkar tillgångspriser, till exempel priserna på aktier och bostäder. Sådana förändringar påverkar hushållens konsumtion genom vad som ibland går under samlingsnamnet nuvärdeskanalen (Blanchard 2021b). En räntesänkning innebär att det diskonterade nuvärdet av givna framtida intäktsströmmar ökar. För aktier utgörs dessa av utdelningar, för ägda bostäder av inbesparade hyresbetalningar i förhållande till en situation med hyrt boende. Därmed ökar värdet av de tillgångar som ger dessa intäktsströmmar. Den därmed förbundna *förmögenhetsökningen* innebär att ägarna blivit rikare och därmed har råd att öka sin konsumtion. Den *marginella konsumtionsbenägenheten* av förmögenhet mäter hur mycket konsumtionen stiger om förmögenheten ökar med ytterligare en enhet. Skattningar av den marginella konsumtionsbenägenheten skiljer sig åt mellan studier och beror på vilken horisont och vilka typer av förmögenhet som beaktas. Caceres (2019) finner en marginell konsumtionsbenägenhet för förmögenhet knuten till bostaden på 0,04 i USA. Effekterna är dock små eller insignifikanta för andra tillgångar, såsom aktier. Mian med flera (2013) skattar den marginella konsumtionsbenägenheten av förmögenhet knuten till bostaden till 0,05–0,07 i USA men konstaterar att effekterna skiljer sig åt mellan olika geografiska områden.

En annan effekt av högre tillgångspriser är att värdet på de säkerheter som hushållen kan erbjuda långivare ökar. Det blir därmed möjligt för hushållen att öka sin belåning; färre blir likviditets-

begränsade och kan därför öka sin konsumtion. På engelska talar man om en *housing-collateral consumption-demand channel* och om *housing-equity withdrawal* (se till exempel Muellbauer 2012 och Berger med flera 2018). Just denna mekanism, som alltså uppstår därför att en räntesänkning ökar kreditgivningen, är ett vanligt skäl till oro för att låga räntor ska öka risken för makroekonomisk instabilitet därför att hushållen överbelånar sig. Flera studier har belagt hur stigande bostadspriser, genom att öka värdet på bostäder som säkerheter, före den globala finanskrisen 2008–10 gjorde det möjligt för hushållen i flera länder att genom bostadslån finansiera överkonsumtion i förhållande till sina disponibla inkomster. Detta bidrog i till exempel Australien, Danmark, Storbritannien och USA till överkonjunkturer (Mian med flera 2017, Mian och Sufi 2018, Guren med flera 2019). Sedan förvärrades nedgången när konsumtionen minskade kraftigt i samband med fallande bostadspriser (Andersen med flera 2016, Broadbent 2019 och Svensson 2019).

Växelkurskanalen

I en öppen ekonomi med fri kapitalrörlighet som den svenska får förändringar i räntan effekter på den nominella växelkursen. Sambandet mellan inhemsk ränta, utländsk ränta och växelkurs fångas av det så kallade *ränteparitetsvillkoret*, som beskrivs mer ingående i fördjupning 2.5.

Ränteparitetsvillkoret förklarar den transmissionsmekanism som brukar benämnas växelkurskanalen. Om Riksbanken höjer styrrentan, blir det mer attraktivt att placera i krontillgångar och kronan stiger därför i värde. Detta gör svenska varor dyrare samtidigt som det blir billigare att importera från utlandet. Efterfrågan på svenska varor faller då, vilket bidrar till lägre inflation. Dessutom innebär apprecieringen av kronan en mekanisk dämpande effekt på inflationen till följd av de lägre importpriserna.

Ränteparitetsvillkoret illustrerar vårt omvärldsberoende och aktualiserar frågan om hur mycket vår penningpolitik kan avvika från den i andra länder. Om *Europeiska centralbanken* (ECB) eller den amerikanska centralbanken, *Federal Reserve*, höjer sina räntor, så deprecierar den svenska kronan eftersom placerare då söker sig till eurozonen och USA. Deprecieringen leder till högre inflation i

Sverige, vilket kan göra att Riksbanken måste följa efter och höja räntan.

Fördjupning 2.5 Räntheparitet

Om vi antar att placeringar i två länder anses likvärdiga i termer av likviditet och risk, tar en placerare som väljer mellan att placera i Sverige och ett land i euroområdet hänsyn till nominell avkastning i de två länderna samt förväntad förändring i växelkursen mellan den svenska kronan och euron. I jämvikt måste placeringar i de två länderna ge samma förväntade nominella avkastning:

$$i_t = i_t^f + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}, \quad (2.10)$$

där i_t är den svenska nominella räntan i period t , i_t^f är den nominella räntan i eurolandet i period t , E_t är den nominella växelkursen i svenska kronor per euro i period t (så att en ökning innebär en nominell depreciering av kronan) och E_{t+1}^e är den förväntade växelkursen i period $t + 1$. Ekvation (2.10) är villkoret för (icke-kurssäkrad) *räntheparitet*. Det säger att avkastningen på en placering i Sverige måste vara lika med avkastningen på en placering i eurolandet plus den förväntade deprecieringen av kronan. Om placeraren förväntar sig att kronan ska depreciera, måste den svenska räntan vara motsvarande högre än den utländska för att de två alternativen ska vara likvärdiga.

Om vi löser ut växelkursen i (2.10) får vi

$$E_t = \frac{E_{t+1}^e}{i_t - i_t^f + 1}. \quad (2.11)$$

Ekvationen visar att den nominella växelkursen beror negativt på räntedifferensen. Om den svenska räntan stiger i förhållande till räntan i eurozonen, så att $i_t - i_t^f$ ökar, apprecierar den svenska kronan gentemot euron, det vill säga E_t minskar.

Ovan formulerades räntheparitetsvillkoret i nominella termer. Men det kan också skrivas reallt. Då talar man om *real räntheparitet*.

För att härleda detta villkor definierar vi först den *reala växelkursen* i period t , Q_t , som:

$$Q_t = \frac{E_t P_t^f}{P_t}, \quad (2.12)$$

där P_t^f och P_t betecknar utländsk respektive inhemsk prisnivå. Den reala växelkursen anger alltså relativpriset mellan utländska och inhemska produkter. En ökning i den reala växelkursen innebär en real depreciering, det vill säga att utländska produkter blir dyrare i förhållande till inhemska. Den förväntade reala växelkursen i nästa period, Q_{t+1}^e , definieras på ett likartat sätt som i (2.12) men i förväntningstermer.

Om vi låter π_t^e beteckna förväntad inhemsk inflation och π_t^{ef} förväntad utländsk inflation och antar att inflationen både hemma och utomlands är låg och den förväntade växelkursförändringen liten, kan den förväntade förändringen i real växelkurs skrivas:

$$\frac{Q_{t+1}^e - Q_t}{Q_t} \approx \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} + \pi_t^{ef} - \pi_t^e. \quad (2.13)$$

Genom att lösa ut $(E_{t+1}^e - E_t)/E_t$ från (2.13) och använda detta uttryck i (2.10) får vi

$$i_t = i_t^f + \frac{Q_{t+1}^e - Q_t}{Q_t} - \pi_t^{ef} + \pi_t^e,$$

vilket kan skrivas

$$r_t = r_t^f + \frac{Q_{t+1}^e - Q_t}{Q_t}, \quad (2.14)$$

där $r_t = i_t - \pi_t^e$ är den inhemska realräntan och $r_t^f = i_t^f - \pi_t^{ef}$ den utländska realräntan. Ekvation (2.14) är villkoret för real ränteparitet. Det innebär att den inhemska realräntan är lika med summan av den utländska realräntan och den förväntade reala deprecieringen. Om den inhemska realräntan är högre än den utländska, så måste det motsvaras av en förväntad real depreciering av den inhemska varu-

korgen, det vill säga av att inhemska varor ska sjunka i pris i förhållande till utländska.

Om man till arbitragevillkoret (2.11) lägger antagandet att en oväntad temporär räntehöjning inte påverkar den framtida förväntade växelkursen följer att en räntehöjning måste leda till en omedelbar (och oväntad) appreciering. Detta bekräftas också av empiriska studier (se till exempel Andersen med flera 2003). Om arbitragevillkoret ska vara uppfyllt, måste dock växelkursen därefter kontinuerligt depreciera så länge den inhemska räntan är högre än den utländska. Det empiriska stödet för detta är emellertid svagt. En högre ränta än i omvärlden förefaller snarare vara förenligt med en apprecierande växelkurs. Detta så kallade *uncovered interest parity puzzle* har diskuterats av bland andra Backus med flera (2013) och Engel (2014). Stödet för ränteparitet är dock starkare för instrument med långa löptider (Alexius och Sellin 2012).

Trots det blandade empiriska stödet för ränteparitet är sambandet en central komponent i makromodeller för öppna ekonomier.

Effekter av styrränteförändringar

En utmaning när effekterna av styrränteförändringar ska uppskattas är att dessa i regel föränleds av någon störning, vilket gör det svårt att separera effekterna av ränteförändringen från effekterna av det som utlöste den. Olika empiriska strategier har använts för att hantera detta problem. Coibion (2012) sammanfattar litteraturen. En vanlig ansats är att skatta VAR-modeller under antagandet att en styrränteförändring påverkar produktion, sysselsättning och priser först i framtida perioder. Resultaten i Christiano med flera (1999) tyder på att en höjning av den amerikanska centralbankens styrränta med 1 procentenhet minskar BNP med cirka 0,7 procent. Produktionen börjar falla efter två kvartal och fortsätter därefter att minska ytterligare några kvartal. Styrräntehöjningen påverkar även prisnivån som initialt är opåverkad men börjar sjunka efter ungefär ett och ett halvt år. Även andra VAR-studier finner ungefär lika stora effekter.

En annan ansats är att skapa mått på penningpolitiska överraskningar baserat på centralbankens kommunikation. Med denna ansats blir effekterna av en styrränteförändring betydligt större. Så till

exempel finner Romer och Romer (2004) att en styrräntehöjning på 1 procentenhet ger en maximal minskning i BNP på 4,3 procent. Coibion (2012) menar att effekterna av en styrränteförändring troligen ligger mellan de små estimaten i VAR-litteraturen och de stora effekterna i Romer och Romer (2004) samt relaterade studier.

Andra studier kombinerar teori och empiri genom att estimera DSGE-modeller och studera effekten av penningpolitiska chocker. Corbo och Strid (2020) skattar en sådan modell anpassad till svenska förhållanden. I deras modell ger en ökning av styrräntan med 1 procentenhet upphov till en maximal nedgång i BNP på drygt 0,6 procent efter 5–6 kvartal. Den årliga inflationen faller med som mest 0,15–0,20 procent (efter ett år). En styrränteförändring får relativt snabbt effekt på inflationen i denna och andra DSGE-modeller därför att företagen antas vara framåtblickande.

2.3.2 Framåtblickande vägledning

Flera av de penningpolitiska transmissionsmekanismerna drivs av förväntningar. Som nämnts ovan har kommunikation om den framtida styrräntan, så kallad *framåtblickande vägledning* (*forward guidance*), blivit ett av moderna centralbankers viktigaste verktyg. Genom signalering i publikationer, tal och prognoser kan centralbanken påverka förväntningarna i ekonomin (se exempelvis Bernanke 2017, 2020 och Jansson 2018).

Man skiljer ofta mellan två typer av signalering: *delfisk* vägledning, som innebär att centralbanken publicerar prognoser om hur penningpolitiken sannolikt kommer att bedrivas på olika tidshorisonter, och *odyssevisk* vägledning, enligt vilken centralbanken förbinder sig att genomföra en viss politik.²⁶ Odyssevisk vägledning kan vara tidsberoende (*time contingent*) eller tillståndsberoende (*state contingent*). Tidsberoende vägledning anger en räntebana som ska följas över tiden. Tillståndsberoende vägledning låter i stället räntebanan anpassas efter hur ekonomin utvecklas; den kan till exempel innebära en räntehöjning först när inflationen legat över en angiven nivå under viss tid eller när arbetslösheten sjunkit under en bestämd

²⁶ Terminologin lanseras i Campbell med flera (2012) och är hämtad från grekisk mytologi. Odysseus band sig vid masten på sin båt för att undvika sirenernas frestelser medan oraklet i Delphi gjorde (vaga) förutsägelser om framtiden baserat på den information som var tillgänglig vid tillfället.

nivå. Delfisk vägledning är uppenbarligen vagare och mindre förpliktande än odyssevisk. Den senare innebär att om oväntade händelser gör centralbankens plan mindre adekvat, så riskerar banken antingen trovärdighetsförluster om den avviker från planen eller sämre måluppfyllelse om den fullföljs.

Bernanke (2017) konstaterar att delfisk vägledning går ut på att centralbanken förmedlar hur den ser på utvecklingen, hur den avser att reagera och vilka planer som finns för styrräntan. Denna strategi används även under normala tider och är ett led i trenden mot allt mer transparent penningpolitik. Odyssevisk vägledning är mer användbar när den nedre ränterestriktionen binder, så att ytterligare räntesänkningar inte är möjliga. Då kan centralbanken försäkra marknader om att räntan kommer att hållas låg över en längre period, längre än vad bankens typiska reaktionsfunktion skulle innebära (Bernanke 2017).

Gränsen mellan delfisk och odyssevisk vägledning är inte alltid kristallklar. Så till exempel diskuterar Flug och Honohan (2022) flera fall där Riksbanken tycks ha känt sig tvingad att genomföra åtgärder som förutskickats – men inte utlovats – trots att det var tveksamt om de vid genomförandetidpunkten verkligen var motiverade.²⁷ Liknande kritik framförs av Walentin (2022).

2.3.3 Kvantitativa lättnader

Från finanskrisen 2008–10 fram till våren 2022 fick korta räntor nära den nedre restriktionen centralbanker världen över att genomföra olika balansräkningsoperationer, så kallade kvantitativa lättnader (*quantitative easing*, QE).²⁸ Den vanligaste formen av QE har varit att centralbanken köpt statsobligationer med långa löptider på

²⁷ Ett fall avsåg höjningen av den negativa styrräntan till noll 2019 trots att det då inte var klart om inflationen varaktigt nått över målet på 2 procent. Flug och Honohan menar att vägledningen från året före skapat marknadsförväntningar som Riksbanken inte ville svika. Ett annat fall gällde Riksbankens köp av företagsobligationer pandemiåret 2020. Köpen annonserades på våren men krävde sedan några månaders förberedelse. De genomfördes därefter under hösten trots att räntespreadarna då minskat igen. Flug och Honohans bedömning är att Riksbanken, för att bevara sin trovärdighet, kände sig tvungen att genomföra köpen trots att de inte längre behövdes.

²⁸ Under finanskrisen 2008 köpte exempelvis den amerikanska centralbanken *Federal Reserve* inledningsvis bland annat så kallade *mortgage-backed securities* (MBS) men gick i ett senare skede över till att köpa statsobligationer med längre löptider (Kuttner 2018). *Bank of Japan* använde sig av QE redan 2001–06 (Woodford 2012) och har på senare år bedrivit så kallad *yield curve control* som inneburit att man försökt hålla de långa räntorna på målsatta nivåer (Buiter 2021).

sekundärmarknaden. QE har också kommit att omfatta mer riskabla tillgångar. I Sverige har det främst handlat om så kallade säkerställda obligationer som banker ger ut för att finansiera sina bostadslån till hushållen, men också obligationer utgivna av företag.

Obligationsköp expanderar centralbankens balansräkning. Tillgångssidan växer med värdet av de inköpta obligationerna. Samtidigt ökar bankens kortfristiga skulder, alltså centralbankspengarna, eftersom de (elektroniska) pengar som obligationerna betalas med hamnar på bankernas konton i centralbanken, alltså som deras reserver (Riksbanken 2020). Fördjupning 2.6 förklarar mer ingående centralbankens balansräkning.

Fördjupning 2.6 Centralbankens balansräkning

Centralbankens tillgångar och skulder registreras i centralbankens balansräkning. Balansräkningar ser olika ut i olika länder (Flodén 2018) och har förändrats markant över tid, men tabell 2.1 ger en schematisk bild.

Tabell 2.1 Schematisk bild av centralbankens balansräkning

Tillgångar	Skulder
Statsobligationer	Bankreserver
Övriga värdepapper	Sedlar och mynt
Guld	Eget kapital
Valutareserv	Övrigt
Övrigt	

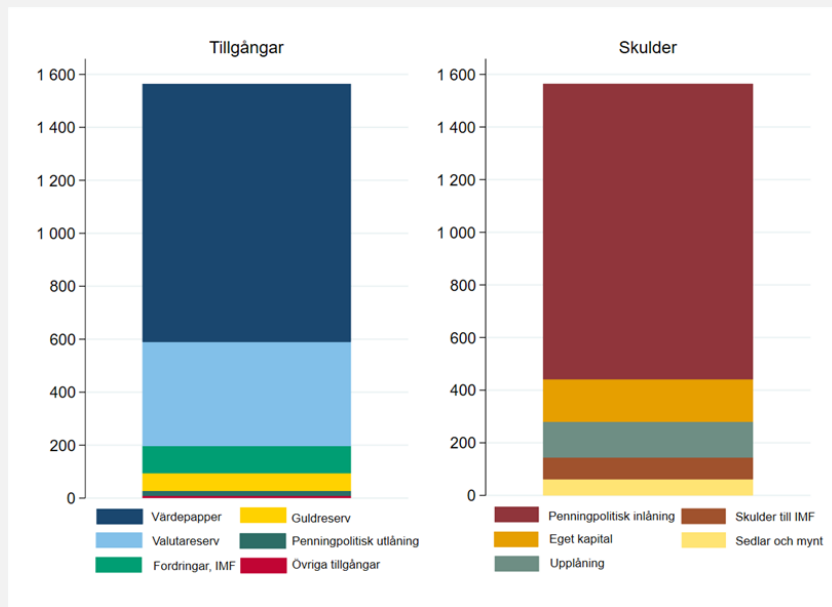
På tillgångssidan återfinns främst centralbankens innehav av statsobligationer, guld och utländska valutor. På senare år har dock centralbanker inte bara köpt statsobligationer utan även andra värdepapper. Under pandemin köpte exempelvis Riksbanken även säkerställda obligationer (bostadsobligationer), som ges ut av banker och används för att finansiera utlåning i form av bostadslån med säkerhet i fast egendom. Vidare köpte Riksbanken kommunobligationer och företagspapper, som också registreras på tillgångssidan. På skuldsidan finns banksystemets reserver, sedlar och mynt samt Riksbankens eget kapital.

Efter finanskrisen 2008–10 och i takt med att kvantitativa lättnader använts i stor skala har centralbankernas balansräkningar

expanderat kraftigt. QE påverkar både tillgångs- och skuldsidan av centralbankens balansräkning. När centralbanken köper värdepapper på andrahandsmarknaden adderas dessa på tillgångssidan. De medel man betalar med hamnar som tillgodohavanden på bankernas konton i centralbanken, det vill säga som bankernas reserver där. Centralbanken betalar normalt ränta på dessa reserver.

Figur 2.1. visar hur Riksbankens balansräkning såg ut vid utgången av 2021. Den största posten på tillgångssidan är Riksbankens innehav av olika värdepapper, där huvuddelen utgörs av statsobligationer. På skuldsidan är den största posten penningpolitisk inlåning, det vill säga bankernas reserver i Riksbanken. Dessa består till hälften av riksbankscertifikat med en veckas löptid och till hälften av inlåning över natten. Den förra inlåningen sker till styrräntan, den senare till en ränta 0,10 procentenheter under styrräntan. Den genomsnittliga räntan på bankernas reserver i Riksbanken är alltså 0,05 procentenheter lägre än styrräntan. Penningpolitisk utlåning sker till en ränta som ligger 0,10 procentenheter över styrräntan.

Figur 2.1 Riksbankens balansräkning vid utgången av 2021



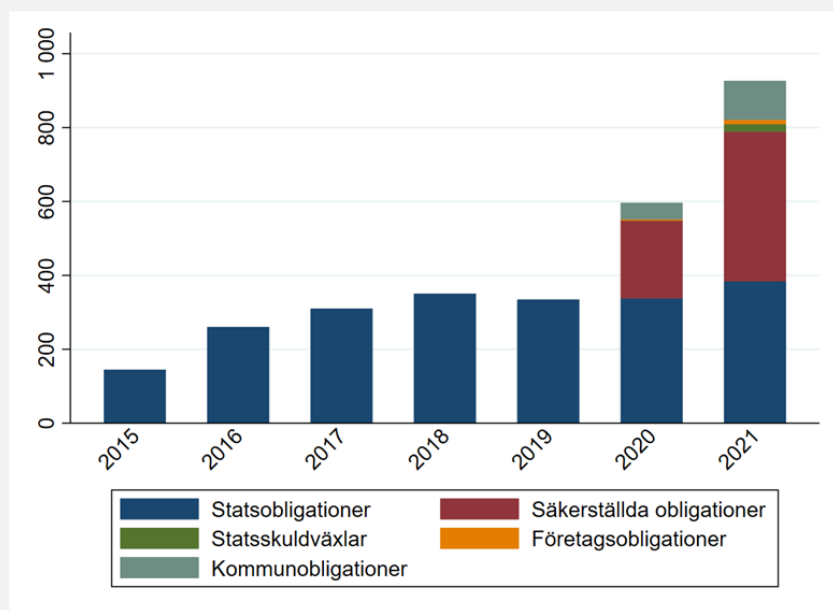
Anm: Tillgångar och skulder anges i miljarder kronor.
 Källa: Riksbanken (2021a).

Figur 2.2 visar hur Riksbankens värdepappersinnehav utvecklats över tid. Som vi konstaterade ovan handlade det uteslutande om köp av statsobligationer fram till pandemin. Men under 2019–20 köptes även andra värdepapper.

Figur 2.3 visar hur bankernas reserver i Riksbanken vuxit som en konsekvens av de kvantitativa lättnaderna. Eftersom Riksbanken normalt betalar ränta på dessa innebär de senaste årens politik en ränterisk: en höjning av styrräntan ger banken högre ränteutgifter. På tillgångssidan blir avkastningen på innehavet av långa värdepapper oförändrad om dessa behålls tills de löper ut (se också fördjupning 2.7). Alternativt skulle Riksbanken göra realisationsförluster på de långa värdepapperen om de säljs innan de förfaller (eftersom priserna på dem går ner när räntenivån går upp).

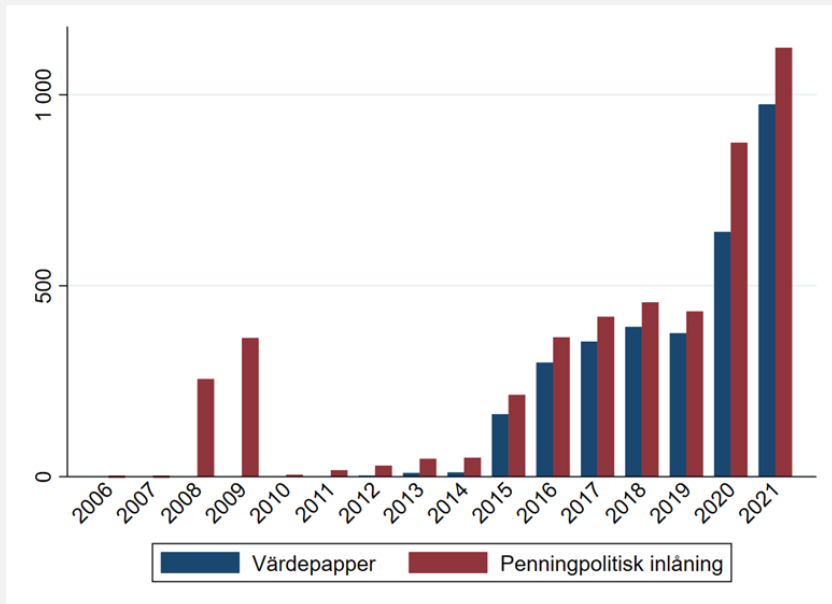
Kjellberg och Åhl (2022) beräknar att de stigande räntorna under 2022 kan leda till att Riksbanken under detta år gör en förlust på runt 65 miljarder kronor, vilket i så fall i stort sett raderar ut det egna kapitalet.

Figur 2.2 Riksbankens värdepappersinnehav vid slutet av året uppdelat i olika kategorier 2015–21



Anm: Volymen anges i miljarder kronor och avser det sista kvartalet varje år.
Källa: Riksbanken (2022).

Figur 2.3 Riksbankens totala värdepappersinnehav och penningpolitisk inlåning i miljarder kronor 2006–21



Anm: Värdepappersinnehav och penningpolitisk inlåning anges i miljarder kronor. Data avser det sista kvartalet varje år.

Källa: Riksbanken (2022).

Förlusten följer av den tillämpade bokföringsprincipen att belasta resultaträkningen även med orealiserade värdeförluster. Riksbanken planerar att behålla de köpta värdepapperen tills de förfaller så den förlust som redovisas under 2022 motsvaras av ett negativt kassaflöde till följd av lägre ränteintäkter än ränteutgifter under de närmaste åren. Den uppkommande förlusten behöver inte betyda att värdepappersköpen inneburit ett negativt netto för den konsoliderade staten (inklusive Riksbanken). Kjellberg och Åhl redovisar en kalkyl enligt vilken köpen genom att tidigare ha hållit nere statens räntekostnader för nyupplåning och genom att hålla uppe den ekonomiska aktiviteten, och därigenom skatteintäkterna, kan förväntas ge ett litet positivt statsfinansiellt netto.

När centralbanken köper obligationer, leder den högre efterfrågan på dem till att deras priser ökar. Eftersom betalningarna på en obligation är givna (kupongräntor och återbetalning) innebär ett högre

pris att obligationens avkastning, det vill säga räntan på den, sjunker.²⁹

Utöver effekter på de långa räntorna kan QE ha en signaleringseffekt. Woodford (2012) noterar att centralbanken kan skapa trovärdighet för sina styrränteprognoser med hjälp av balansräkningsoperationer. Det beror på att större obligationsinnehav kan ge centralbanken incitament att hålla räntorna låga under en längre tid. Som framhölls i fördjupning 2.6 innebär en höjning av styrräntan förluster för en centralbank som bedrivit QE: antingen kapitalförluster om obligationerna avyttras före löptidens utgång eller ränteförluster därför att intäktsräntorna från obligationerna understiger de räntor som centralbanken betalar på bankernas reserver. Eftersom centralbanker har andra mål än att vinstmaximera är det dock oklart vilken vikt som ska tillmätas sådana signaleringseffekter av QE.

En kritik som framförs av Flug och Honohan (2022) är att Riksbanken inte i förväg varit tydlig med tidsordningen mellan styrräntehöjningar och minskade/avslutade värdepappersköp när penningpolitiken efter pandemin skulle normaliseras igen. Ett motargument är emellertid att eftersom den ekonomiska utvecklingen påverkar behovet av styrränteförändringar respektive balansräkningsoperationer, så kan det finnas skäl för en centralbank att behålla viss flexibilitet när det gäller i vilken ordning de senare ska avvecklas.

QE innebär att centralbanken köper stora mängder finansiella instrument med lång löptid och betalar genom att öka motparternas (affärsbanker som handlar direkt med centralbanken) tillgångar på konton i centralbanken, det vill säga deras reserver där. Eftersom såväl Riksbanken som andra centralbanker i de ekonomiskt mest utvecklade länderna betalar ränta på dessa tillgodohavanden, ägnar de sig därmed åt löptidstransformering genom att köpa tillgångar med lång löptid och betala med tillgångar med kort sådan. Fördjupning 2.7 analyserar konsekvenserna av detta för statens (både inklusive och exklusive centralbanken) dynamiska budgetrestriktion.

²⁹ Anta som exempel att en obligation förfaller om ett år och att staten då ska betala 10 000 kronor till obligationens innehavare. Om priset på obligationen är 9 500 kronor idag, blir den nominella avkastningen på obligationen $(10\,000 - 9\,500)/9\,500 \approx 5,26$ procent. Om centralbankens obligationsköp får priset att stiga till 9 600 kronor idag, är räntan i stället $(10\,000 - 9\,600)/9\,600 \approx 4,2$ procent.

Fördjupning 2.7 Den konsoliderade statens dynamiska budgetrestriktion

För att analysera centralbankens påverkan på den *konsoliderade* statens dynamiska budgetrestriktion, det vill säga den budgetekvation som gäller för staten inklusive centralbanken, skiljer vi nu mellan total utestående statsskuld, D^T , och den statsskuld som centralbanken håller i form av statsobligationer, D^{CB} .

Den dynamiska budgetrestriktionen för staten exklusive centralbanken, ”statskassan”, kan skrivas:

$$G_t + i_t^D D_t^T = T_t + D_{t+1}^T - D_t^T + X_t^{CB}, \quad (2.15)$$

där i^D är statsskuldräntan, X^{CB} är transfereringar från centralbanken till statskassan och övriga beteckningar är samma som i fördjupning 2.1. Vänsterledet i ekvationen visar de totala utgifterna som finansieras av intäkterna och upplåningen i högerledet.

Om vi för enkelhetens skull bortser från valutareserven, blir centralbankens budgetidentitet:

$$D_{t+1}^{CB} - D_t^{CB} + i_t^H H_t + X_t^{CB} = i_t^D D_t^{CB} + H_{t+1} - H_t + M_{t+1} - M_t, \quad (2.16)$$

där H är bankernas reserver (inlåning) i centralbanken, i^H är den ränta som centralbanken betalar på reserverna och M är utestående sedlar och mynt. Reserverna utgör, tillsammans med sedlar och mynt det som brukar kallas centralbankspengar eller *high-powered money*. Vänsterledet i ekvation (2.16) är centralbankens förvärv av nya statsobligationer, räntebetalningar på inlåningen från bankerna och transfereringar till statskassan, vilka tillsammans utgör centralbankens utgifter. Dessa finansieras av avkastning på befintligt innehav av statsobligationer och öknings av mängden centralbankspengar.

Genom att låta $D_t = D_t^T - D_t^{CB}$ vara de statsobligationer som hålls av andra än centralbanken och substituera in X_t^{CB} från ekvation (2.16) i ekvation (2.15) får vi den konsoliderade statens dynamiska budgetrestriktion:

$$G_t + i_t^D D_t + i_t^H H_t = T_t + D_{t+1} - D_t + H_{t+1} - H_t + M_{t+1} - M_t. \quad (2.17)$$

Från den konsoliderade statens perspektiv är det endast skuld till andra än centralbanken som utgör utestående skuld. Enligt den konsoliderade dynamiska budgetrestriktionen (2.17) måste primära offentliga utgifter och räntebetalningar på utestående skuld till privat sektor finansieras genom skatteintäkter, ny upplåning eller en ökning av mängden centralbankspengar.

Effekten av balansräkningsoperationer på de dynamiska budgetrestriktionerna

Balansräkningsoperationer som centralbanken genomför påverkar den dynamiska budgetrestriktionen för såväl den konsoliderade staten (inklusive centralbanken) som staten (exklusive centralbanken). Som vi diskuterar i avsnitt 2.3.3 och i fördjupning 2.7 innebär kvantitativa lättnader (QE) att centralbanken köper statsobligationer på andrahandsmarknaden. Varje statsobligation som centralbanken köper minskar statens obligationsskuld till andra än centralbanken och ökar bankernas reserver med motsvarande belopp, så att $\Delta D_t^{CB} = -\Delta D_t = \Delta H_t$.

I den dynamiska budgetrestriktionen för den konsoliderade staten (2.17) förändras utgifterna i vänsterledet med $(i_t^H - i_t^D)\Delta D_t^{CB}$, det vill säga de ökar (minskar) om räntan på reserverna, i_t^H , är högre (lägre) än räntan på statsobligationer, i_t^D . Detta kräver motsvarande förändring i primära utgifter, i skatter, i ny upplåning eller i ökning av mängden centralbankspengar. Om centralbankens vinst påverkar transfereringen till statskassan blir det också en effekt på den dynamiska budgetrestriktionen (2.15) för statskassan (staten exklusive centralbanken). Bortse för enkelhetens skull från förändringen av mängden centralbankspengar och anta att centralbanken transferering till statskassan, X_t^{CB} , är lika med dess vinst. Då gäller att $X_t^{CB} = (i_t^D - i_t^H)D_t^{CB}$. I så fall innebär centralbanksköp av statsobligationer en förändring i statskassans resurser som måste motverkas genom motsvarande förändring av skatter, primära utgifter eller upplåning.

I Sverige har räntan på centralbanksreserver överstigit räntan på statsobligationer sedan Riksbanken började bedriva QE (se Flodén 2016, Diagram 3), vilket innebär att balansräkningsoperationerna haft en ogynnsam effekt på de statliga finanserna. Analysen tar dock

inte hänsyn till allmänna-jämviktseffekter av QE på statens budget. Om balansräkningsoperationerna bidrar till att hålla aktivitetsnivån uppe så upprätthålls exempelvis även statens skatteintäkter. Som vi diskuterar i fördjupning 2.6 redovisar Kjellberg och Åhl (2022) beräkningar som än så länge tyder på ett litet positivt statsfinansiellt netto av Riksbankens balansräkningsoperationer.

QE ska alltså ses som löptidstransformering där den privata sektorns portfölj av finansiella tillgångar ändras. Statsobligationer, inlåning hos centralbanken och även sedlar och mynt är alla statliga skuldförbindelser. Om dessa finansiella tillgångar skulle vara perfekta substitut borde centralbankens värdepapperstransaktioner inte påverka ekonomin.³⁰ Men som vi konstaterar i avsnitt 5.1.2 visar en snabbt växande empirisk litteratur att de uppenbarligen gör det. Olika finansiella instrument har olika funktioner och deras avkastning beror bland annat på tillgången på dem.

Tillgångar på likvida konton fungerar som betalningsmedel, såväl för hushåll och företag som mellan banker. Att skapa sådana betalningsmedel från mer illikvida tillgångar som till exempel bostadslån är en av bankernas huvuduppgifter. Empirin ger stöd för att såväl QE och löptidsförändringar av statsskulden som normal penningpolitik påverkar aktivitetsnivån i ekonomin (se avsnitten 2.3.1 och 5.1.2). Hur viktiga olika mekanismer är för att sådan politik fungerar är ett aktivt forskningsområde. Erfarenheter från den globala finanskrisen 2008–10, när den privata sektorns förmåga att skapa likviditet kollapsade, och från covidkrisen 2020–21 när efterfrågan på likvida tillgångar ökade kraftigt, visar att kvantitativa lättnader åtminstone i sådana situationer kan ha mycket stora effekter. Vid dessa tillfällen tog centralbanker, inklusive Riksbanken, över en del av de uppgifter som normalt ligger på banksystemet. Kanske ännu viktigare var att centralbankerna signalerade att de var beredda att göra vad som krävdes för att finansmarknaderna skulle fortsätta att fungera. Erfarenheterna från 1930-talsdepressionen visar hur all-

³⁰ Om centralbankens köp och försäljning av värdepapper med olika löptid inte har någon effekt på ekonomin brukar man säga att *Wallace-neutralitet* råder (Wallace 1981). Med perfekta marknader och perfekt rationella hushåll med oändlig horisont är löptiderna irrelevanta och löptidstransformering blir därför verkningslös. Något behov av pengar eller banker finns då inte heller. Det betyder att en modell med sådana egenskaper bara är användbar för en diskussion om vilka teoretiska förutsättningar som krävs för att såväl QE som penningpolitik i allmänhet ska ha några effekter.

varliga konsekvenserna blir om banksystemet fallerar (Bernanke 1983).

QE har, som nämnts, omfattat också andra tillgångar än statens skuldinstrument. I Sverige finansieras bostadslån inte främst av inlåning utan genom att bankerna ger ut säkerställda obligationer (även kallade bostadsobligationer; se fördjupning 2.6) som köps av pensionsfonder och andra institutioner som kanaliserar sparande till investeringar. Under inledningen av covidkrisen i mars 2020 ökade oron på de finansiella marknaderna. När Riksbanken köpte bostadsobligationer minskade den upplevda risken av att äga sådana. På så sätt kunde bankernas förmåga att finansiera sin utlåning i form av bostadslån upprätthållas. Utan denna politik hade en utveckling liknande en klassisk ”bankrusning” kunnat starta (se Dybvig och Diamond 1983 för en teoretisk analys av en sådan situation).

I den mån Riksbankens köp förhindrade en annars självuppfyllande bankrusning behöver de inte ha medfört någon kostnad för staten. Man kan jämföra med en insättningsgaranti som är tänkt att förhindra en dålig jämvikt (bankrusning) i en situation med multipla jämvikter. Insättningsgarantin fungerar, åtminstone i teorin, utan att behöva användas. Men sannolikt flyttades en del av också den ”normala” risken i bostadsobligationer under covidkrisen över från privata placerare till skattebetalarna. I den mån detta skedde ska det ses som en subvention som fördelades mellan låntagare (bostadsägare) och långivare (till exempel pensionsfonder). För detta talar det faktum att riskpremien på bostadsobligationer föll till en klart lägre nivå än före krisen sedan Riksbanken börjat med sina köp.

Europeiska centralbankens köp av statsobligationer utgivna av stater med hög skuldsättning under såväl euro- som covidkrisen fungerade på liknande sätt. Det blev möjligt för högt skuldsatta stater att fortsätta rulla över sina skulder. En förväntan om att så inte skulle ske hade kunnat bli självuppfyllande. Men ECB:s köp har sannolikt också inneburit en subvention i meningen att dessa stater kunnat låna till lägre räntor än annars även i frånvaro av multipla jämvikter.

Den kraftiga expansionen av centralbankernas balansräkningar som började med den globala finanskrisen 2008–10 avbröts under våren 2022. Centralbanker som *Federal Reserve*, *Bank of England* och Riksbanken har aviserat neddragningar av sina värde-

pappersinnehav som ett komplement till styrräntehöjningar i syfte att hantera den uppgång av inflationen över rådande inflationsmål som skett. En process med kvantitativa åtstramningar (*quantitative tightening*, QT) har inletts. En viktig fråga är hur QT ska samordnas med styrräntehöjningarna, det vill säga i vilken takt centralbankernas värdepappersinnehav bör dras ner. Ska det ske i takt med att innehavda obligationer förfaller – vilket till exempel Riksbanken indikerat – eller ska det ske i snabbare takt genom försäljningar som *Bank of England* förutskickat? Detta diskuteras vidare i avsnitt 5.1.2.

2.3.4 Andra penningpolitiska verktyg

Utöver styrräntan, framåtblickande vägledning och balansräkningsoperationer kan en centralbank använda även andra verktyg för att påverka efterfrågan och inflation, även om dessa tillgrips mer sällan.

Centralbanken kan intervensera på valutamarknaden genom att köpa och sälja valuta. Om den egna valutan försvagats kan centralbanken stödköpa den så att kursen apprecierar. Interventioner på valutamarknaden är ovanliga i ekonomier med rörlig växelkurs. På senare år har möjligheten dock diskuterats som en möjlig stimulansåtgärd eftersom växelkursens utveckling spelar en viktig roll för inflationen. Syftet med valutainterventioner är då inte att påverka växelkursen i sig utan att stabilisera inflation och resursutnyttjande (Riksbanken 2017).

Centralbanken kan även ge lån till bankerna för att de ska öka sin utlåning till företag. Detta skedde i Sverige under den globala finanskrisen 2008–10) men också under perioden mars 2020–september 2021 då Riksbanken erbjöd bankerna lån i syfte att förhindra konkurser i livskraftiga företag på grund av bristande likviditet. Det senare programmet innebar att bankerna kunde låna till styrräntan givet att pengarna lånades ut till icke-finansiella företag. Eftersom styrräntan under denna period var noll betydde detta i praktiken att bankerna beviljades räntefria lån. Det var sedan upp till bankerna vilka företag de var beredda att låna ut till, men på de medel som inte lånades ut fick bankerna betala en högre ränta. En sådan åtgärd ligger uppenbarligen i gränslandet mellan finans- och penningpolitik.

2.3.5 Centralbanken som sista-utvägs-långgivare

Eftersom centralbanken alltid kan skapa pengar, har den en roll som sista-utvägs-långgivare, *lender of last resort*. Tidigare innebar detta att centralbanken kunde trycka pengar vid behov, men numera handlar det om möjligheten att skapa pengar digitalt.

Centralbanken förser banker med betalningsmedel genom att låna ut pengar mot accepterade säkerheter. Banker som får likviditetsproblem men saknar sådana säkerheter, eller inte kan låna av andra finansiella institut på interbankmarknaden, har möjlighet att vända sig till centralbanken. Centralbanken kan då bevilja nödkrediter mot säkerheter som normalt inte accepteras (Riksbanken 2003). Sådana nödkrediter ska enbart ges till solventa institut. Att agera som sista-utvägs-långgivare ingår inte i den normala stabiliseringspolitiska arsenalen men är en central funktion i finansiella kriser.

2.3.6 Fördelningseffekter av penningpolitik

Penningpolitik har fördelningseffekter. Dels bidrar stabiliseringspolitik som påverkar sysselsättningen till en jämnare inkomstfördelning över konjunkturcykeln (Ekholm 2020), men det mest uppenbara skälet är att ränteförändringar påverkar värdet på tillgångar vars löpande avkastning inte direkt styrs av den korta räntan. När räntan faller stiger värdet på sådana tillgångar. Det gäller till exempel bostäder, aktier och obligationer med lång löptid. En räntesänkning leder därmed till kapitalvinster för dem som äger sådana tillgångar. Effekten på ägarens förmögenhet blir större ju mer av ägandet som är lånefinansierat – hävstångseffekten blir större. En räntesänkning gynnar därför främst dem som tagit stora lån för att finansiera innehav av aktier eller fastigheter (se diskussionen om nuvärdeskanalen i avsnitt 2.3.1). Eftersom penningpolitiken ibland är åtstramande och ibland stimulerande kommer en del av dessa fördelningseffekter att jämnas ut över tid. Men man kan inte utgå ifrån att penningpolitiken i genomsnitt är fördelningsspolitiskt neutral. Till exempel får varierande räntebetalningar större negativa konsekvenser för likviditetsbegränsade hushåll än för andra.

På senare år har intresset för penningpolitikens fördelningseffekter ökat. I den akademiska litteraturen har nykeynesianska modeller

med heterogena agenter, så kallade HANK-modeller (efter *heterogeneous agent new keynesian models*), bidragit med ny kunskap om transmissionen från en ränteförändring till aggregerade utfall och effekter på förmögenhets- och inkomstfördelningen.

Kaplan med flera (2018) fokuserar på transmissionsmekanismen från en ränteförändring till privat konsumtion i en sådan HANK-modell. Där kan hushållen spara i två tillgångar: en likvid med låg avkastning och en illikvid med hög avkastning. I modellen finns två typer av ur-hand-i-mun-konsumenter: de med låg inkomst och de med hög inkomst med tillgångar låsta i illikvid form. Därutöver finns individer som inte är likviditetsbegränsade.

Det är viktigt att skilja mellan direkta effekter av penningpolitik som uppstår utan att den disponibla inkomsten ändras och indirekta effekter som verkar via inkomstförändringar. Författarna börjar med att studera transmissionsmekanismen i en modell med homogena, representativa agenter (en RANK-modell efter *representative agent new keynesian model*). Där får penningpolitiken främst direkta effekter på konsumtionen via intertemporal substitution enligt Eulerekvationen (se fördjupning 2.4). Indirekta effekter är försumbara i RANK-modeller. Skälet är att det representativa hushållets konsumtion baseras på dess permanenta inkomst och därför inte reagerar på de tillfälliga förändringar i disponibel inkomst som en ränteförändring innebär.

I HANK-modeller har en ränteförändring också flera indirekta effekter. Dessa påverkar såväl aggregerad efterfrågan som inkomstfördelningen. En lägre ränta minskar avkastningen på likvida tillgångar. Därför konsumerar de som inte är likviditetsbegränsade mer (intertemporal substitution). Denna ökade efterfrågan får företagen att öka sin arbetskraftsefterfrågan, vilket driver upp lönerna. När arbetsinkomsterna stiger, konsumerar hushållen ännu mer. Dessutom påverkar ränteförändringen konsumtionen via statens dynamiska budgetrestriktion. Ränteutgifterna för statskulden sjunker och de högre arbetsinkomsterna ger ökade skatteintäkter. Båda dessa effekter bidrar till att staten kan sänka skatterna. Det ökar hushållens disponibla inkomster och därmed konsumtionen ytterligare.

Kaplan med flera (2018) menar att det finns anledning att ifrågasätta de direkta effekter som driver den penningpolitiska transmissionen i RANK-modellerna. Empiriska studier visat att konsumtionen är relativt okänslig för ränteförändringar när man

kontrollerar för inkomst (Campbell och Mankiw 1989, Canzoneri med flera 2007, Kaplan med flera 2018). Kaplan med flera visar att de indirekta effekterna av en ränteförändring däremot är betydande. En slutsats är att penningpolitik bör påverka hushållens disponibla inkomster om den ska få mer betydande effekter. Prediktionerna i HANK-modellen får stöd i studier på mikrodata. Holm med flera (2021) studerar hur transmissionen från ränteförändringar till konsumtion beror på hushållens tillgång till likviditet och finner evidens för betydande indirekta effekter som byggs upp över tid. Almgren med flera (2021) visar, som tidigare nämnts, att ECB:s ränteförändringar haft en kraftigare effekt på BNP i euroländer med en hög andel likviditetsbegränsade hushåll än i euroländer med en låg sådan andel.

Den empiriska litteraturen om fördelningseffekter av penningpolitik är begränsad (Borio och Zabai 2016) men har vuxit på senare år. Amberg med flera (2021) framhåller vikten av att studera hela inkomstfördelningen, snarare än aggregerade mått såsom Gini-koefficienten, för att förstå fördelningseffekterna. I en studie för Sverige finner de att en mer expansiv penningpolitik ökar inkomsterna över hela fördelningen men att effekterna är störst i dess båda ändar. För låginkomsttagare genererar en räntesänkning högre arbetsinkomst, sannolikt genom att öka sysselsättningen, medan effekten i toppen av inkomstfördelningen drivs av ökade kapitalinkomster (se också Coibion med flera 2017). Amberg med flera (2021) finner att oförutsedda sänkningar av reporäntan med 25 punkter ger upphov till en inkomstökning för medelinkomsttagare med 0,6 procent, men att ökningen är 4–5 gånger större för både låg- och höginkomsttagare.³¹ Effekterna på arbetsinkomsterna är stora i de två lägsta inkomstdecilerna men insignifikanta i resten av fördelningen. Där påverkas i stället kapitalinkomsterna. Med hjälp av simuleringar visas att aggregerade mått på inkomstojämlikhet, såsom Ginikoefficienten, förändras mycket lite av en ränteförändring eftersom de stora effekterna i toppen och botten tenderar att ta ut varandra. I en studie på danska data finner dock Andersen med flera (2021) att en mer expansiv penningpolitik leder till större

³¹ Det är dock inte helt klart hur man ska tolka dessa resultat. En betydande andel av höginkomsttagarna ett givet år utgörs av hushåll som just det året fått en stor realisationsvinst till följd av bostadsförsäljning. De flesta av dessa hushåll är förmodligen normalt medelinkomsttagare med stora bolån.

inkomstolikhet genom att öka inkomsterna i toppen av fördelningen och minska dem i botten.

Mot bakgrund av de senaste årens stigande tillgångspriser är det inte förvånande att frågan om penningpolitikens effekter på inkomst- och förmögenhetsfördelning aktualiserats. Det är troligt att en expansiv penningpolitik gynnar hushåll med stora reala tillgångar i form av aktier och fastigheter och samtidigt stora lån i förhållande till andra hushåll. Samtidigt är det främst låginkomsttagare som drar nytta av penningpolitiska åtgärder som håller nere arbetslösheten. En förutsättning för att penningpolitiken ska få mer betydande effekter på ekonomisk ojämlikhet är att politikförändringarna inte är symmetriska över konjunkturcykeln, eftersom grupper som gynnas i lågkonjunkturer då skulle missgynnas i högkonjunkturer. Under de senaste femton åren har penningpolitiken för det mesta varit expansiv (se avsnitt 4.3) vilket innebär att det primärt är hushåll med tillgångar som gynnas. Men det är också för dessa hushåll som fallande tillgångspriser till följd av de räntehöjningar vilka nu (augusti 2022) börjat genomföras blir mest kännbara. Vår bedömning är att det är troligare att inkomst- och förmögenhetsfördelningen på lång sikt påverkas mer av trender, exempelvis globalisering, slaget av teknologiskt framåtskridande och den neutrala realräntans utveckling, än av penningpolitiska åtgärder för att stabilisera konjunktur och inflation.

3 Balansen mellan finans- och penningpolitik

Sedan början på 1990-talet har ansvaret för att stabilisera ekonomin i Sverige och många andra länder fördelats mellan regering och en oberoende centralbank. Orsaken till denna delegering kan sökas i missnöjet med de ekonomiska utfallen under 1970- och 1980-talen. I Sverige ledde inflation och höga löneökningar i kombination med en fast växelkurs upprepade gånger till att exportindustri och övrig verksamhet utsatt för utländsk konkurrens fick för höga kostnader för att vara konkurrenskraftiga. Fallande lönsamhet ledde till uppsägningar och arbetslöshet. Till slut blev situationen akut och konkurrenskraften fick återställas genom en devalvering. Detta blev emellertid bara en temporär lösning och mönstret upprepades i flera devalveringscykler (se Calmfors 2021).

Under 1990-talet lades penning- och finanspolitiken i Sverige om radikalt. Försöken att upprätthålla en fast växelkurs övergavs till förmån för en flytande kurs, ett inflationsmål på 2 procent infördes, ett ramverk för finanspolitiken etablerades och Riksbanken gjordes mer självständig i förhållande till det politiska systemet.³² Ett centralt motiv för både det finanspolitiska ramverket och Riksbankens större oberoende var att motverka kortsiktighet i politiken. För det första ville man minska frestelsen att, med penning- eller finanspolitik, stimulera ekonomin för kraftigt. För det andra var målet att förhindra att en alltför stor offentlig skuld som under 1990-talskrisen kringskär möjligheten att med finanspolitiken hantera ekonomiska kriser. För det tredje ville man förankra inflationsförväntningarna på en stabil nivå för att på så sätt öka penning-

³² Se till exempel Finans- och penningpolitiskt bokslut för 1990-talet (2001), Heikensten och Vredin (2002) samt Calmfors (2021).

politikens handlingsfrihet i konjunkturedgångar och minska riskerna för förväntningsdrivna inflationsspiraler i högkonjunkturer.

Den globala finanskrisen 2008–10 visade vilka makroekonomiska risker som är förenade med finansiell instabilitet. Under och efter krisen inleddes därför internationellt ett omfattande reformarbete för att förebygga finansiella kriser och utforma instrument för att hantera dem ifall de ändå uppkommer. I Sverige, liksom i andra länder, har det byggts upp ramverk också för finansiell stabilitet.

Fördjupning 3.1 De ekonomisk-politiska ramverken i Sverige

Penningpolitiken

Enligt den tidigare riksbankslagen var penningpolitikens mål att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som att den årliga förändringen av konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska vara 2 procent. Banken strävar dessutom enligt sin penningpolitiska strategi ”efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor” (se till exempel Riksbanken 2022, sid 3). Denna *flexibla inflationsmålpolitik* är direkt inskriven i den föreslagna nya riksbankslagen (2 kap. 1 §) enligt vilken Riksbanken ”utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet” ska ”bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning (realekonomiska hänsyn)”.

Riksbanken ska agera självständigt. Det finns därför ett dubbelt instruktionsförbud. Gällande regeringsform slår fast att ”ingen myndighet får bestämma hur Riksbanken ska besluta i frågor som rör penningpolitik” (9 kap. 13 §). Samtidigt stadgar riksbankslagen att direktionens ledamöter ”får inte söka eller ta emot instruktioner när de fullgör penningpolitiska uppgifter” (3 kap. 2 §). Regeringen har nu föreslagit att de beskrivna stadgandena om Riksbankens oberoende sammanförs till en bestämmelse i regeringsformen och att den förtydligar att instruktionsförbudet gäller alla de uppgifter som Riksbanken ansvarar för (Regeringen 2021b).³³

Liksom tidigare måste Riksbanken enligt den nya föreslagna riksbankslagen tillämpa det växelkurssystem som regeringen

³³ Förutom penningpolitiken gäller dessa att ”genomföra valutainterventioner, inneha och förvalta valutareserven, främja ett väl fungerande betalningssystem och utföra andra grundläggande uppgifter som följer av särskild lag (9 kap. 13 § i den föreslagna förändringen av regeringsformen).

beslutat om. En skillnad mot den tidigare lagen är att om ett system med fast växelkurs väljs, så är det regeringen – inte Riksbanken – som bestämmer centralkurs och bandbredd. Riksbanken får liksom tidigare inte heller ge lån direkt till staten eller andra delar av offentlig sektor men däremot förvärva skuldförbindelser från dessa på andrahandsmarknaden. En nyhet i den föreslagna riksbankslagen är att det införs en *proportionalitetsprincip*: det avsedda resultatet av Riksbankens åtgärder måste stå ”i rimlig proportion till de kostnader och risker som åtgärden medför för Riksbanken och statens finanser” (1 kap. 8 §). En specifik viktig begränsning är att andra finansiella instrument än statspapper får köpas och säljas endast ”om det finns synnerliga skäl” (2 kap. 5 §).

Den nya riksbankslagen har i skrivande stund inte antagits av riksdagen men föreslås träda i kraft 1 januari 2023. De föreslagna förändringarna i regeringsformen, som är en grundlag, måste antas två gånger – både före och efter valet i september 2022.

Finanspolitiken

Enligt budgetlagen ska det finnas ett *överskottsmål* för den offentliga sektorns finansiella sparande, det vill säga skillnaden mellan intäkter och utgifter. Från att tidigare ha varit 1 procent av BNP sänktes det till 1/3 procent av BNP 2019. Målet avser genomsnittet över en konjunkturcykel. Det ska tillämpas så att ett budgetutrymme för diskretionära beslut om utgiftsökningar eller skattesänkningar inför varje budgetår uppskattas utifrån premissen att det *strukturella* finansiella sparandet, alltså det finansiella sparandet rensat för cykliska svängningar och engångseffekter, i ett normalt konjunkturläge ska vara 1/3 procent av BNP. Utrymmet uppstår därför att skatteintäkterna normalt ökar automatiskt i takt med BNP, medan de flesta offentliga utgifter inte gör det, eftersom de är bestämda i nominella termer eller är indexerade på ett sådant sätt att de stiger långsammare än BNP (se till exempel Finanspolitiska rådet 2011).

Överskottsmålet kompletteras enligt praxis sedan 2019 av ett *skuldankare* på 35 procent av BNP. Detta avser den konsoliderade offentliga sektorns bruttoskuld, alltså den samlade skulden för den offentliga sektorn (exklusive Riksbanken) sedan interna fodringar och skulder avräknats mot varandra. Skuldankaret används inte för

att styra finanspolitiken från år till år utan är snarare ett riktmärke vid de översyner av överskottsmålet som ska företas vart åttonde år. Regeringen är dock skyldig att vid större avvikelser än +/- 5 procent av BNP förklara för riksdagen varför de uppkommit och hur de ska hanteras.

Ett annat komplement till överskottsmålet är budgetlagens bestämmelse om att det ska fastställas *tak för de statliga utgifterna* tre år framåt. Enligt praxis ska det finnas en budgeteringsmarginal av viss storlek under utgiftstaket. Marginalen ska fungera som en buffert för oväntade utgiftsökningar.

Kommuner och regioner måste enligt kommunallagen normalt budgetera för ett resultat, alltså en skillnad mellan intäkter och kostnader, i minst *balans*.³⁴ Enligt kommunallagen ska kommunerna dessutom ha en god ekonomisk hushållning. Det brukar tolkas som ett resultat motsvarande minst 2 procent av intäkterna från skatter och generella statsbidrag (se också avsnitt 2.2.2).

Flera myndigheter ska löpande följa upp finanspolitiken. Regeringens ramverksskrivelse lyfter särskilt fram *Finanspolitiska rådets* ansvar för att bedöma om regeringen uppfyller det finanspolitiska ramverkets bestämmelser och om finanspolitiken är långsiktigt hållbar (Regeringen 2018).

Slutligen omfattas Sverige av *EU:s finanspolitiska regler*. Dessa innefattar bland annat ett högsta tillåtet underskott i det finansiella sparandet på 3 procent av BNP, ett tak för den konsoliderade bruttoskulden på 60 procent av BNP och ett medelfristigt mål för det finansiella sparandet (ett mål för det strukturella finansiella sparandet) som för Sveriges del är satt till -1 procent av BNP.

Politiken för finansiell stabilitet

Ansvaret för finansiell stabilitet delas mellan olika myndigheter. *Finansinspektionen* har till uppgift att förebygga finansiella kriser.³⁵ Genom *tillstånds- och regelgivning* styrs vilka företag som har rätt att driva finansiell verksamhet och reglerna de ska följa. Genom *tillsyn* kontrolleras att företagen följer reglerna. Inspektionens verksamhet har både en mikro- och en makrodimension. Mikrodimensionen

³⁴ Den viktigaste skillnaden mellan resultatet och det finansiella sparandet är att avskrivningar ingår som en negativ post i det förra och investeringsutgifter i det senare.

³⁵ Se till exempel Finansinspektionen (2019).

fokuserar på enskilda aktörer, makrodimensionen på sårbarheter som kan uppstå i det finansiella systemet som helhet. Finansinspektionens instrument kan inriktas på såväl de finansiella företagen som låntagarna. Till de förra instrumenten hör kapital- och likviditetskrav, till de senare regler om belåningsgrad och amorteringskrav.

I *Riksbankens* uppgifter ingår enligt den nya föreslagna riksbankslagen ”att utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt, inbegripet att allmänheten ska kunna göra betalningar” (3 kap. 1 §). Riksbanken har tidigare formulerat det som att finansiella risker vägs in i de penningpolitiska besluten samtidigt som den betonat att detta bara är ett komplement till väl fungerande regelverk och effektiv tillsyn (se till exempel Penningpolitisk rapport 2022 om den penningpolitiska strategin). Enligt propositionen om en ny riksbankslag bör dock motverkande av finansiella obalanser inte ses som ”ett självständigt, underordnat mål inom ramen för penningpolitiken utan bör bidra till måluppfyllelsen i fråga om prisstabilitet och real-ekonomiska hänsyn (Regeringen 2021b).

Den föreslagna nya riksbankslagen uppdrar formellt åt Riksbanken att göra och redovisa bedömningar av det finansiella systemets stabilitet och risker för finansiella störningar. Riksbankens viktigaste roll i sammanhanget är dock att i egenskap av enda statliga infrastrukturmyndighet på området se till att betalningssystemet fungerar i akuta finansiella kriser. En annan central uppgift i en sådan situation är att om så behövs ge likviditetsstöd generellt till finansiella företag eller selektivt till sådana med särskilda problem (se avsnitt 2.3.5).

Riksgälden har huvudansvaret för krisande banker. Den kan försätta en sådan bank i så kallad *resolution*. Då ska i första hand aktieägare och långivare stå för kostnaderna. Under extraordinära omständigheter kan också medel tas i anspråk från den resolutionsreserv som byggts upp genom avgifter från banker och finansiella institut. Medel från insättningsgarantifonden, som finansierats på liknande sätt, kan också användas om det behövs för att skydda insättare i bankerna. Riksgälden har vidare möjlighet att under vissa villkor ge förebyggande stöd till problemdrabbade, men i grunden livskraftiga, banker och finansinstitut genom att utnyttja en tidigare uppbyggd stabilitetsfond.

I *Finansiella stabilitetsrådet* träffas regelbundet företrädare för Finansdepartementet, Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden för att diskutera finansiella risker och utbyta information. Rådet fattar dock inga beslut utan är endast ett diskussionsforum.

Såväl den globala finanskrisen 2008–10 som covidkrisen 2020–21 har visat vikten av ett starkt förtroende för de offentliga finanserna, penningvärdet och det finansiella systemets stabilitet. Under båda dessa kriser kunde finans- och penningpolitiken i Sverige bedrivas utan förtroendeproblem trots massiva krisåtgärder. De mycket omfattande lånefinansierade finanspolitiska stödprogrammen under pandemin hade inte kunnat genomföras, eller i varje fall inte fungerat så väl som de gjorde, om det inte funnits förtroende för statsfinanserna. På motsvarande sätt var förtroende för penningvärdet en förutsättning för att Riksbankens köp av stora mängder bostadsobligationer skulle förhindra att riskpremierna på dessa ökade.³⁶

Erfarenheterna från den globala finanskrisen och covidkrisen talar tydligt för att de finans- och penningpolitiska ramverken varit ändamålsenliga. Samtidigt har viktiga förutsättningar för den ekonomiska politiken förändrats jämfört med när ramverken infördes. Stora makroekonomiska störningar av annan karaktär än tidigare har inträffat och krävt insatser från såväl penning- som finanspolitik. Den neutrala realräntan har sjunkit kraftigt. Under ett antal år hade penningpolitiken problem att nå inflationsmålet. Som diskuteras i avsnitten 2.3.3 och 5.1.2 kompletterade Riksbanken, liksom andra centralbanker, i en situation med nominella räntor runt noll den vanliga räntepolitiken med andra penningpolitiska medel, främst stora obligationsköp. Under 2022 har hög inflation återigen blivit ett problem som penning- och finanspolitiken måste förhålla sig till (se avsnitt 5.4).

Som framhölls i inledningen till denna rapport finns följaktligen skäl att fundera på om ramverken som infördes under 1990-talet

³⁶ I en kris ökar efterfrågan på tillgångar som uppfattas som säkra. Historiskt har detta ofta tagit sig uttryck i att priset på guld stiger samtidigt som värdet på finansiella tillgångar faller. Om förtroendet för penningvärdet är starkt ökar även efterfrågan på likviditet. Genom att köpa finansiella tillgångar och samtidigt skapa likviditet under pandemin kunde Riksbanken både förhindra att priset på finansiella tillgångar föll och undvika en situation där priset på likviditet ökade, det vill säga deflation. Utan förtroende för penningvärdet hade fallande tillgångspriser samt osäkerhet kunnat leda till oro för att det finansiella systemet skulle fallera, kapitalflykt och i förlängningen en finanskris (se även avsnitt 3.2.3).

behöver förändras. Det är särskilt viktigt att diskutera samspelet mellan finanspolitik och penningpolitik i olika situationer. Avsnitt 3.1 diskuterar detta samspel på lång sikt och avsnitt 3.2 på kort sikt.

3.1 Samspelet mellan finans- och penningpolitik på lång sikt

Penning- och finanspolitiken är beroende av varandra på kort sikt eftersom båda bidrar till stabiliseringspolitiken och är delvis utbytbara. Även på lång sikt finns ett ömsesidigt beroende. Det viktigaste skälet är att statens finanser måste vara långsiktigt hållbara och att både finans- och penningpolitiken påverkar statens dynamiska budgetrestriktion (se fördjupning 2.7). Detta avsnitt belyser olika aspekter av detta samband. Avsnitt 3.1.1 diskuterar hur det finansiella sparandet påverkar skulddynamiken under olika antaganden om räntor och tillväxt. Därefter analyserar avsnitt 3.1.2 hur inflationen påverkar skulddynamiken. Avsnitt 3.1.3 redogör för den så kallade *fiscal theory of the price level*. Avsnitt 3.1.4 diskuterar om finanspolitiken kan ändra förutsättningarna för penningpolitiken genom att påverka den neutrala räntan.

3.1.1 Finanspolitik och skulddynamik

Som diskuterades i avsnitt 2.2 innebär stabiliseringspolitik med hjälp av finanspolitiken att det offentliga finansiella sparandet bör variera kontracykliskt. Om regeringen för en kontraktiv politik i högkonjunktur, så blir det finansiella sparandet mer positivt (mindre negativt). Det blir mindre positivt (mer negativt) om regeringen för en expansiv politik i lågkonjunktur. Frågan blir då kring vilket värde det finansiella sparandet ska variera. Ett intuitivt svar är att detta värde bör vara noll så att budgeten i genomsnitt över konjunkturcykeln är i balans. Ett genomsnittligt underskott skulle leda till en ohållbar utveckling av statsskulden medan ett överskott skulle göra staten oändligt rik på den privata sektorns bekostnad. Denna intuition är emellertid felaktig.

Såväl permanenta (genomsnittliga) underskott som överskott är förenliga med hållbara offentliga finanser. Det grundläggande skälet till att intuitionen leder fel är att det inte finns något slutdatum då

staten upphör att existera och då dess skulder måste vara betalade. Statsskuldens storlek måste vidare sättas i relation till storleken på ekonomin, det vill säga nominell BNP. Orsaken är att statens förmåga att betala sina skulder, liksom frestelsen att komma undan dem, beror på skulden i förhållande till samhällets inkomster. Det centrala måttet för statsskulden är därför *skuldkvoten*, det vill säga skulden i förhållande till BNP. Fördjupning 3.2 visar matematiskt hur skuldkvotens utveckling över tid beror på det finansiella sparandet, BNP-tillväxten och statsskuldräntan.

Skuldkvoten faller om skulden amorteras. Det sker om det finansiella sparandet är positivt. Men skuldkvoten kan också sjunka därför att nämnaren, BNP, växer. Nominell tillväxt minskar skuldkvoten därför att en given nominell skuld ”späds ut” över en större BNP. Tillväxt i BNP skapar alltså utrymme för ett negativt finansiellt sparande utan att skuldkvoten behöver öka. Hur stor denna utspädningseffekt är beror förutom på tillväxttakten också på skuldens nivå. Utan skuld skapas inget utrymme och ju större skulden är desto större blir utspädningen. Om skuldkvoten är negativ, alltså om staten har en finansiell förmögenhet blir även utspädningseffekten negativ. För att upprätthålla en konstant förmögenhetskvot när BNP växer måste staten öka sina finansiella tillgångar, alltså ha ett positivt finansiellt sparande.

Man kan visa att varje konstant nivå på det finansiella sparandet, positiv eller negativ, leder till att statsskuldkvoten till slut når en stabil nivå (se ekvation 3.2 i fördjupning 3.2). Denna långsiktiga skuldkvot ges av storleken på det finansiella sparandet med omvänt tecken dividerad med den långsiktiga tillväxttakten i nominell BNP.

Fördjupning 3.2 Skulldynamik

För att analysera skulldynamik och finanspolitisk hållbarhet använder vi den dynamiska budgetrestriktionen för staten exklusive centralbanken i fördjupning 2.1 och motsvarande uttryck för centralbanken i fördjupning 2.7.

Skulddynamik utan centralbanken

Vi bortser först från centralbankens roll. Vår utgångspunkt är ekvation (2.3) i fördjupning (2.1) som vi upprepar här:

$$d_{t+1}(1 + \rho_t) - d_t = i_t^D d_t - s_t = -f_t. \quad (3.1)$$

Skuldkvoten konvergerar mot ett stationärt värde om det finansiella sparandet, f , är konstant som andel av BNP och tillväxttakten, ρ , är konstant. Detta värde fås genom att sätta $d_{t+1} = d_t \equiv d$ och blir

$$d = -\frac{f}{\rho}. \quad (3.2)$$

Statsskuldkvoten blir alltså lägre om det finansiella sparandeunderskottet som andel av BNP, $-f$, minskar eller om nominell BNP växer snabbare.³⁷ Om det finansiella sparandet är positivt blir den stabila skuldkvoten negativ, vilket innebär en positiv finansiell förmögenhet i staten.

Det är instruktivt att tänka på ekvationen för skulddynamik i termer av relationen mellan den nominella statsskuldräntan och tillväxttakten för nominell BNP. Genom att subtrahera $\rho_t d_t$ från båda sidorna av ekvation (3.1), anta att tillväxttakt, ρ , och statsskuldränta, i^D , är konstanta och återigen sätta $d_{t+1} = d_t \equiv d$ får vi en stationär jämvikt i vilken det gäller att

$$0 = (i^D - \rho)d - s = -\frac{(i^D - \rho)f}{\rho} - s \quad (3.3)$$

och följaktligen att

$$s = -\frac{(i^D - \rho)f}{\rho}. \quad (3.4)$$

Effekten av en förändring i det finansiella sparandet, f , på det primära finansiella sparandet, s , ges av

$$\frac{ds}{df} = -\frac{i^D - \rho}{\rho}. \quad (3.5)$$

³⁷ Observera att ett negativt finansiellt sparande, $f < 0$, innebär ett positivt finansiellt sparandeunderskott, $-f > 0$.

Ekvation (3.5) visar att om den nominella räntan är högre än den nominella tillväxttakten, det vill säga $i^D > \rho$, så innebär ett högre (lägre) finansiellt sparande att det primära finansiella sparandet blir lägre (högre) på lång sikt. Om i stället den nominella räntan är lägre än den nominella tillväxttakten, vilket under en lång tid varit fallet, alltså $i^D < \rho$, betyder ett högre (lägre) finansiellt sparande i stället att det primära sparandet på lång sikt blir högre (lägre).

Utvidgning med finansiella tillgångar

Framställningen ovan tog inte hänsyn till att staten har såväl finansiella tillgångar som skulder. Tillgångarna utgörs av både räntebärande och icke-räntebärande sådana (aktier). Vi antar nu följande:

1. Staten köper och säljer inte några aktier. Värdestegringen på aktier är lika med BNP:s nominella tillväxttakt. Statens aktieinnehav utgör därför en konstant andel av BNP, a .
2. Statens räntebärande tillgångar är också konstanta som andel av BNP.

Med dessa antaganden kan skuldvariabeln d i ekvation (3.1) omtolkas till att avse statens *räntebärande nettoskuld*. Det är således den som konvergerar mot $-f/\rho$. Med ett överskottsmål på 1/3 procent av BNP och en nominell tillväxttakt på 4 procent går den räntebärande nettoskulden mot $-1/12 \approx -8,3$ procent av BNP. Det innebär en räntebärande nettofordran på 8,3 procent av BNP. Den *finansiella nettoskulden* i denna situation blir den räntebärande nettoskulden minus aktieinnehavet, $-f/\rho - a$. Enklare uttryckt så konvergerar den finansiella nettoförmögenheten mot $f/\rho + a$. I den mån den offentliga sektorns finansiella tillgångar finansierats genom upplåning måste den adderas till den räntebärande nettoskulden för att vi ska få den konsoliderade offentliga sektorns *bruttoskuld*.

Relationen mellan finansiellt sparande och primärt finansiellt sparande blir nu

$$i^D d_t - n_t a_t - s_t = -f_t,$$

där d_t står för den räntebärande nettoskulden och n för utdelningsinkomster som andel av aktieinnehavet. I stationär jämvikt gäller då för det primära finansiella sparandet, s , att:

$$s = -\frac{(i^D - \rho)f}{\rho} - na.$$

Följaktligen gäller, liksom ovan, att $ds/df = -(i^D - \rho)/\rho$.

Vid utgången av 2021 var enligt finansräkenskaperna den offentliga sektorns räntebärande nettoskuld 34,9 procent av BNP, dess (konsoliderade) bruttoskuld 36,7 procent av BNP, dess icke räntebärande tillgångar (aktier) 65,7 procent av BNP och dess finansiella nettoförmögenhet 30,7 procent av BNP. Det bör observeras att den (konsoliderade) bruttoskulden mäts till sitt nominella värde, medan övriga mått speglar rådande marknadsvärdering. I ekvationerna ovan har genomgående nominell värdering antagits.

Skulldynamik med centralbanken

För att analysera centralbankens påverkan på (den okonsoliderade) statens finanser uttrycker vi den dynamiska budgetrestriktionen för staten exklusive centralbanken som andelar av BNP. Ekvation (2.15) i fördjupning 2.7 ger

$$g_t + i_t^D d_t^T = t_t + (1 + \rho_t)d_{t+1}^T - d_t^T + x_t^{CB}, \quad (3.6)$$

där små variabler som tidigare betecknar andelar av nominell BNP, vilken antas växa med takten ρ .

På liknande sätt kan vi uttrycka variablerna i centralbankens budgetekvation (2.16) som andelar av BNP. Vi får:

$$\begin{aligned} (1 + \rho_t)d_{t+1}^{CB} - d_t^{CB} + i_t^H h_t + x_t^{CB} \\ = i_t^D d_t^{CB} + (1 + \rho_t)h_{t+1} - h_t + z_{t+1}, \end{aligned} \quad (3.7)$$

där den sista termen är seignorage, z_{t+1} , som andel av nominell BNP:

$$z_{t+1} \equiv \frac{M_{t+1} - M_t}{P_t Y_t} = (1 + \rho_t)m_{t+1} - m_t. \quad (3.8)$$

Liksom ovan definierar vi statens primära finansiella sparande som skillnaden mellan skatteintäkter och primära utgifter. När dessa uttrycks som andelar av BNP får vi:

$$s_t = t_t - g_t. \quad (3.9)$$

Till statens totala finansiella sparande i fördjupning 2.1 adderar vi nu centralbankens transfereringar till statskassan så att uttrycket blir:

$$f_t = s_t - i_t^D d_t^T + x_t^{CB}. \quad (3.10)$$

I stationär jämvikt, där skuldkvoten, det finansiella sparandet och tillväxttakten är konstanta, innebär (3.6) liksom i analysen ovan utan centralbank (ekvation 3.2) att

$$f = -\rho d^T \quad (3.11)$$

och att skuldkvoten konvergerar mot

$$d^T = -\frac{f}{\rho}. \quad (3.12)$$

Den enda skillnaden mot ekvation 3.2 är att definitionen av statens finansiella sparande har ändrats så att det nu även omfattar centralbankens transfereringar till statskassan, vilket gör att det påverkas av centralbankens balansräkningsoperationer.

Från (3.7) kan vi lösa ut centralbankens transfereringar till statskassan i stationär jämvikt (där vi nu förutom tidigare antaganden också antar att centralbankens innehav av statsobligationer, d^{CB} , reserverna, h , räntan på reserverna, i^h , och seignoraget, z , är konstanta):

$$x^{CB} = (i^D - \rho)d^{CB} - (i^h - \rho)h + z. \quad (3.13)$$

Från (3.6) och (3.9) har vi att statens primära finansiella sparande i stationär jämvikt är

$$s = (i^D - \rho)d^T - x^{CB}. \quad (3.14)$$

Om vi substituerar in uttrycket för x^{CB} från (3.13) i (3.14) och dessutom utnyttjar uttrycket för d^T i (3.12), får vi:

$$s = -\frac{(i^D - \rho)f}{\rho} - (i^D - \rho)d^{CB} + (i^h - \rho)h - z. \quad (3.15)$$

Relationen mellan statens primära finansiella sparande och dess finansiella sparande är densamma som i analysen ovan utan centralbank. Men ekvation (3.15) tillåter oss nu också att analysera hur centralbankens balansräkningsoperationer påverkar statens primära finansiella sparande i stationär jämvikt. När centralbanken köper statsobligationer, ökar bankernas reserver lika mycket, det vill säga det gäller att $d^{CB} = dh$. Följaktligen har vi:

$$\frac{ds}{dd^{CB}} = i^h - i^D. \quad (3.16)$$

Med ett givet finansiellt sparande för staten (och givet seignorage) innebär centralbanksköp av statsobligationer att det primära sparandet i stationär jämvikt ökar om räntan, i^h , på bankreserver (som centralbanken betalar med) överstiger räntan på de förvärvade obligationerna, i^D . Logiken är elementär. Centralbankens vinst minskar och därmed transfereringarna till statskassan. Det måste då kompenseras av att högre primärt sparande, alltså av att skatteintäkterna ökar i förhållande till de primära utgifterna. Annars kan inte det finansiella sparandet hållas konstant. Om i stället $i^h < i^D$, innebär värdepappersköpen ett lägre primärt sparande för staten.

Tabell 3.1 Långsiktig nettoskuld och primärt finansiellt sparande (procent av BNP) vid 4 procents nominell tillväxttakt

Finansiellt sparande	Nominell ränta		
	6 procent	4 procent	2 procent
<i>1 procent av BNP</i>			
Långsiktig nettoskuld	-25	-25	-25
Långsiktigt primärt sparande	-0,5	0	0,5
<i>0 procent av BNP</i>			
Långsiktig nettoskuld	0	0	0
Långsiktigt primärt sparande	0	0	0
<i>-1 procent av BNP</i>			
Långsiktig nettoskuld	25	25	25
Långsiktigt primärt sparande	0,5	0	-0,5

Tabell 3.1 redovisar de värden som skuldkvoten konvergerar mot över tid för olika nivåer på det finansiella sparandet under olika antaganden om räntan givet att tillväxttakten i nominell BNP är 4 procent. Ett permanent finansiellt sparande på 1 procent av BNP innebär att skuldkvoten, d , tenderar mot ett stabilt värde på $-1/4$, det vill säga -25 procent. Det betyder en finansiell nettoförmögenhet på 25 procent. Ett finansiellt sparandeunderskott på 1 procent skulle på samma sätt leda till en skuldkvot på 25 procent av BNP. Det som avses här när vi talar om statsskulden är egentligen hela den offentliga sektorns nettoskuld. Det svenska finanspolitiska regelverket avser också det finansiella sparandet i den offentliga sektorn som helhet (exklusive Riksbanken). Den (konsoliderade) bruttoskulden kan avvika från nettoskulden och gör så i Sveriges fall. Finansiella tillgångar som ger avkastning i form av värdestegring, exempelvis aktier, måste också behandlas särskilt eftersom denna avkastning inte räknas in i det finansiella sparandet. Vi återkommer till detta nedan (se också fördjupning 3.2).

Givet ett visst (genomsnittligt) finansiellt sparande rör sig alltså den offentliga nettoskulden automatiskt mot en stabil balanspunkt. Hur snabbt denna balanspunkt nås bestäms av den nominella tillväxttakten i BNP. En andel av skillnaden mellan den faktiska skuldkvoten och den långsiktiga balanspunkten försvinner varje år. Denna andel motsvarar BNP:s tillväxttakt, så att med en nominell

tillväxttakt i BNP på 4 procent per år försvinner 4 procent av skillnaden per år. Halveringstiden för avvikelsen är (approximativt) $70/\rho$, där ρ är den nominella tillväxttakten mätt i procent. Med 4 procents årlig tillväxttakt i nominell BNP försvinner alltså hälften av en avvikelse mellan den faktiska skulden och dess långsiktiga balansnivå på cirka 17 år. Med en tillväxttakt på 2 procent blir halveringstiden runt 35 år.

Allt annat lika blir förstås den offentliga nettoskulden högre desto mer negativt det offentliga finansiella sparandet är. Givet att räntan är positiv blir då också räntebetalningarna för skulden större. Eftersom det finansiella sparandet inkluderar (nominella) räntebetalningar kräver större sådana vid ett givet finansiellt sparande högre skatter eller lägre andra (primära) offentliga utgifter, det vill säga ett högre primärt finansiellt sparande. Skillnaden mellan den offentliga sektorns intäkter och dess utgifter exklusive räntebetalningar utgör det primära finansiella sparandet (se fördjupning 2.1.)

Lägre finansiellt sparande med en *given* offentlig skuld skapar utrymme för lägre skatter och/eller högre offentliga utgifter. Å andra sidan leder ett lägre finansiellt sparande till att den offentliga skulden ökar vilket tenderar att minska utrymmet. Vilken av dessa mekanismer är starkast? Måste en sänkning av det finansiella sparandet idag leda till högre skatter eller lägre primära utgifter i framtiden? Svaret beror på skillnaden mellan räntan på statsskulden och BNP:s tillväxttakt. Detta utreds i fördjupning 3.2.

Ett mer negativt finansiellt sparande ökar skuldkvoten när den nått sin balanspunkt. Detta ökar räntebetalningarna om räntan är positiv. Med till exempel en skuldkvot på 25 procent och en nominell ränta på 2 procent är räntebetalningarna produkten av dessa tal, alltså 0,5 procent av BNP. Med dubbelt så hög skuldkvot eller dubbelt så hög ränta blir räntebetalningarna dubbelt så stora, alltså 1 procent av BNP.

En högre skuldkvot betyder också att den utspädningseffekt vi beskrivit ovan blir större. Med en skuldkvot på till exempel 25 procent och en nominell tillväxttakt på 4 procent blir utspädnings-effekten produkten av dessa tal, det vill säga 1 procent av BNP. Utspädningseffekten skapar därmed ett utrymme för ett finansiellt sparandeunderskott på 1 procent av BNP. Med dubbelt så stor skuldkvot blir utrymmet dubbelt så stort.

Från dessa räkneexempel ser vi att en högre skuldkvot har två effekter på det finansiella sparande som krävs för att skuldkvoten ska vara konstant: ränteeffekten och utspädningseffekten. De drar åt motsatta håll. Ränteeffekten är starkare om räntan är högre än tillväxttakten, annars är utspädningseffekten starkare. Om man permanent sänker det finansiella sparandet växer skuldkvoten. I det första fallet då räntan är högre än tillväxttakten leder den högre skuldkvoten till att det primära finansiella sparandet måste öka. Det betyder att man på kort sikt kan sänka skatterna (eller öka de primära utgifterna) om överskotts målet sänks men måste öka dem (eller sänka de primära utgifterna) på lång sikt. Då föreligger alltså en intertemporal målkonflikt.

Någon sådan målkonflikt finns emellertid inte i fallet där räntan är lägre än tillväxttakten i BNP. Då ger ett lägre finansiellt sparande utrymme för lägre skatter eller högre primära utgifter både på kort och lång sikt. Det betyder att det då inte finns någon intertemporal målkonflikt. En sänkning av det finansiella sparandet innebär en statsfinansiell gratislunch.

Låt oss återigen ta ett exempel där den nominella tillväxten är 4 procent som i tabell 3.1. Om räntan är 6 procent, kräver varje procent av BNP som det finansiella sparandet sänks med långsiktigt förstärkningar av det primära finansiella sparandet med en halv procent av BNP. Om räntan i stället är 4 procent, alltså lika hög som tillväxttakten, balanserar de två effekterna varandra. En minskning av det finansiella sparandet leder visserligen till högre skuld och därmed större räntebetalningar, men när skulden nått sin balanspunkt går det att låna till dessa betalningar så att det primära sparandet inte påverkas. Om i stället räntan är 2 procent medan tillväxten är 4 procent, kan det primära sparandet på lång sikt försvagas med en halv procent av BNP – skatterna kan sänkas eller utgifterna ökas med detta belopp.

3.1.2 Penningpolitik och skulddynamik

Låt oss nu analysera hur penningpolitiken kan påverka resone-mangen ovan. Vi utgår först från premisen att penningpolitiken långsiktigt har en effekt på inflationen men inte på realränta och real tillväxttakt i BNP. Det innebär att centralbanken, genom att ändra

inflationens målet, kan påverka såväl nominell ränta som nominell tillväxttakt. Den nominella räntan ges av realräntan plus inflationen och den nominella tillväxttakten av den reala tillväxttakten plus inflationen.

Vi kan nu analysera effekten av förändringar i inflationens målet. En långsiktig ökning (minskning) i inflationen gör att skuldkvotens balanspunkt blir närmare (längre från) noll för ett givet finansiellt sparande. Det följer av att högre (lägre) inflation ökar (minskar) den nominella tillväxttakten i BNP. I fördjupning 3.2. innebär högre inflation en ökning i parametern ρ . Anta att det finansiella sparandet är -1 procent samt att den reala tillväxttakten är 2 procent och inflationen 2 procent så att den nominella tillväxttakten är 4 procent. Tabell 3.1 visar att skuldkvoten långsiktigt då blir 25 procent. Om inflationen ökar till 4 procent blir den nominella tillväxten 6 procent. Då går skuldkvoten i stället mot $1/6$, det vill säga ungefär 17 procent. Med ett överskott i det finansiella sparandet på 1 procent av BNP fås i stället på lång sikt en offentlig finansiell nettoförmögenhet på 25 procent av BNP vid 2 procent inflation och 17 procent vid 4 procent inflation.

Givet våra antaganden kommer en permanent förändring i inflationen att förändra den nominella räntan ett till ett så att realräntan inte påverkas. Om till exempel inflationen ökar med 2 procentenheter, stiger den nominella räntan lika mycket. Inledningsvis ökar då de nominella räntebetalningarna. Men den högre tillväxttakten gör också att en given skuld varje år späds ut över en högre nominell BNP. Över tid minskar skulden (eller förmögenheten om den är positiv) i förhållande till BNP. En högre inflation och därmed högre nominell tillväxttakt skapar utrymme för ett finansiellt sparande längre ifrån noll utan att skuldkvoten (eller förmögenhetskvoten) ökar på lång sikt.

Använd igen exemplet med ett finansiellt sparande på -1 procent, en real tillväxttakt på 2 procent och en inflationstakt på 2 procent. Då blir skuldkvoten på lång sikt 25 procent. Om inflationen och den nominella räntan permanent ökar med 2 procentenheter, så ökar räntebetalningarna med 0,5 procent av BNP när skuldkvoten är 25 procent. Om det finansiella sparandet då minskar lika mycket, alltså till -1,5 procent, är det primära sparandet oförändrat. Med den nominella tillväxten, som nu är 6 procent, blir skuldkvoten $1,5/6 = 1/4$, det vill säga den är oförändrad på 25 procent.

Om inflationen ökar och det leder till en lika stor ökning av nominell tillväxttakt och nominell ränta, blir skuldkvoten på lång sikt oförändrad om det finansiella sparandet ändras så att det primära finansiella sparandet är konstant.³⁸ Det är frestande att från detta dra slutsatsen att man skulle kunna sätta ett mål för det *primära* sparandet i stället för det finansiella. Detta fungerar dock bara om räntan är lägre än tillväxttakten i BNP. Annars leder ett mål för det primära sparandet till en icke-stabil skulddynamik (se fördjupning 3.2). I så fall innebär varje avvikelse av skuldkvoten från dess balanspunkt att avvikelsen från den stabila skuldkvoten bara blir större och större. Orsaken till skillnaden i stabilitet är att, med ett mål för det finansiella sparandet, är det primära sparandet lägre (högre) om skulden är högre (lägre) än i balanspunkten. Detta skapar en stabiliserande kraft som drar mot balanspunkten genom att sparandet blir högre när skulden är högre än denna och tvärtom. Därmed går skulden alltid mot ett värde som bestäms av kvoten mellan det finansiella sparandet och den nominella tillväxttakten. Om inflationsmålet ändras kan dock målnivån för det finansiella sparandet utan problem justeras så att det primära sparandet långsiktigt blir oförändrat.

Ett överskottsmål innebär att den offentliga sektorns nettoförmögenhet på sikt blir positiv. Detta betyder dock inte att statskulden måste försvinna. För det första har staten finansiella tillgångar och om dessa överstiger nettoförmögenheten krävs en skuld för att finansiera dem. Även i Norge, som har en mycket stor statlig nettoförmögenhet som flera gånger överstiger BNP, finns en betydande statsskuld i form av statsobligationer. Det är alltså fullt möjligt att via ett överskottsmål bygga upp en statlig nettoförmögenhet utan att detta måste innebära att statsskulden försvinner.

För det andra avser det finanspolitiska ramverkets mål för det finansiella sparandet (överskottsmålet) sparandet i hela den offentliga sektorn, inklusive pensionssystemet. Trots att pensionssystemet finansierar är isolerade från den övriga statliga förvaltningen skapar överskott i pensionssystemet utrymme för ett mindre statligt finansiellt sparande (och tvärtom). Enligt en prognos av

³⁸ Skuldkvoten i stabil jämvikt är $d = -f/\rho$. Följaktligen gäller $f = -\rho d$ och om vi tar differentieral $df = -\rho dd = did$ (notera att det okursiverade d :et är symbolen för en differentiel och att det kursiverade d :et betecknar skuldkvoten i de två produkterna). Vidare har vi från definitionerna av finansiellt sparande och primärt finansiellt sparande att $f = s - id$ och följaktligen att $df = -did$ om det primära finansiella sparandet hålls konstant.

Konjunkturinstitutet (2022) ökar det finansiella sparandet i pensionssystemet till 0,9 procent av BNP år 2030. Om inte överskott i pensionssystemet börjar delas ut (en så kallad *gas*) fortsätter det finansiella sparandet där sedan att växa.³⁹ Ett överskott i pensionssystemets finansiella sparande och ett underskott i det statliga skapar finansiella tillgångar i pensionssystemet men skulder i staten. Tillgångar i form av inhemska statsobligationer hos statliga myndigheter, pensionssystem och kommuner räknas bort från den utestående statsskulden när den konsoliderade offentliga sektorns bruttoskuld (Maastrichtskulden) beräknas.⁴⁰ Merparten av pensionssystemets finansiella tillgångar ligger dock i andra tillgångsslag än svenska statsobligationer. Skulder som tagits upp av kommunsektorn inräknas i Maastrichtskulden som därför är större än statsskulden. Vid utgången av 2021 var de 37 respektive 23 procent av BNP.

Överskotten i pensionssystemet har skapat, och fortsätter att skapa, finansiella tillgångar där. De är för närvarande drygt 30 procent av BNP och antas stanna ungefär på denna nivå fram till 2050 enligt Konjunkturinstitutet (2022). Dessa tillgångar är större än de nettotillgångar som genereras av ett finansiellt sparande på 1/3 procent.⁴¹ Som vi konstaterat är överskottsmålet formulerat för hela den offentliga sektorn, det vill säga för summan av staten, pensionssystemet och kommunerna. Om pensionssystemet genererar ett tillräckligt stort överskott och kommunsektorn är i balans kan staten då ha ett underskott samtidigt som överskottsmålet nås. Detta underskott leder till behov av upplåning via utgivning av statsobligationer. I den mån pensionssystemet inte köper dessa får den konsoliderade offentliga sektorn en skuld. Även om överskottsmålet nås behöver därför inte Maastrichtskulden försvinna. Konjunkturinstitutet (2022) prognostiserar att den offentliga sektorns sammanlagda finansiella nettoförmögenhet ökar svagt från 26 procent av BNP år 2022 till 29 procent år 2050 om nuvarande

³⁹ Kommunsektorn antas ha ett finansiellt sparande på -0,3 procent i Konjunkturinstitutets basscenario (Konjunkturinstitutet 2022).

⁴⁰ Riksbanken räknas dock inte in i den konsoliderade offentliga sektorn. Den upplåning som Riksgälden tidigare gjort för att finansiera en del av Riksbankens valutareserv har därför ökat den konsoliderade offentliga skulden. Denna upplåning har nu upphört och Riksbanken betalar löpande av lånen från Riksgälden (Riksbanken 2021b).

⁴¹ Som vi visat ovan kommer ett överskottsmål på 1/3 procent tillsammans med en nominell tillväxttakt på 4 procent långsiktigt att leda till en finansiell skuldkvot på $(-1/3)/4 = -1/12$, alltså en positiv nettoförmögenhet på 8 procent av BNP.

överskottsmål ligger kvar och uppfylls. Maastrichtskulden faller, men långsamt, från 32 procent av BNP år 2022 till 28 år 2050. Med ett balansmål skulle nettoförmögenheten i stället nå 24 procent och Maastrichtskulden 34 procent över denna horisont.

På grund av bland annat demografiska faktorer kan sparandet i pensionssystemet variera. Hur eventuella framtida växande överskott i systemet hanteras kommer också att påverka pensionssystemets sparande. Om buffertfonderna i pensionssystemet behöver användas för att överbrygga en tillfällig diskrepans mellan systemets intäkter och utgifter, räknas det som en negativ post i det offentliga finansiella sparandet. För att ett givet överskottsmål ska nås måste då det finansiella sparandet i resten av den offentliga sektorn öka, genom att skatterna höjs eller de primära utgifterna minskar. Detta bör dock undvikas eftersom en temporär användning av buffertfonderna inte signalerar något behov av budgetmässiga förstärkningar utan är en konsekvens av naturliga demografiska variationer som pensionssystemet är byggt för att hantera. Detta motiverar att överskottsmålet justeras när det sker stora förändringar i pensionssystemets finansiella sparande.

3.1.3 *Fiscal theory of the price level*

Enligt läroböckerna är den offentliga sektorn bunden av den *intertemporal budgetrestriktionen*. Detta villkor bygger på statens dynamiska budgetrestriktion, men tar hänsyn till att denna måste gälla för alla framtida perioder (se även avsnitt 2.2 och fördjupning 2.1). Den intertemporal budgetrestriktionen säger att den utestående skulden måste motsvaras av det diskonterade nuvärdet av framtida amorteringar. De senare utgörs av de framtida primära överskotten, alltså skillnaden mellan inkomster och utgifter exklusive räntebetalningar. Om den offentliga sektorn har en utestående skuld går det då inte att i all oändlighet rulla över den genom att ta nya lån för att betala amorteringar och räntor. Det finns enligt detta synsätt alltså inga finansiella gratisluncher utan den offentliga sektorn måste betala vad den är skyldig. Men som vi sett i avsnitt 3.1.1 behöver detta inte vara fallet. Om ekonomins tillväxttakt permanent är högre än räntan finns finansiella gratisluncher. Det går då att för evigt rulla över räntor och amorteringar i nya lån utan att

någonsin betala igen den utestående skulden. De som lånat ut pengar får tillbaka dessa när de obligationer som staten gett ut förfaller. Obligationsräntor och amortering finansieras med utgivning av nya obligationer. Om räntan permanent är lägre än tillväxten är strategin förenlig med en stabil skuldkvot. Men om räntan är högre än ekonomins tillväxttakt kommer en sådan strategi att leda till att skuldkvoten kontinuerligt växer, vilket inte är förenligt med hållbara offentliga finanser.

Under en längre tid har räntan på säkra statsobligationer varit betydligt lägre än ekonomins tillväxttakt. Räntorna har stigit det senaste året men mycket talar för att de även framöver kommer att vara lägre än ekonomins tillväxttakt förutsatt att upplåningen uppfattas som förhållandevis riskfri. Det är givetvis inte möjligt att göra säkra långsiktiga prognoser för vare sig räntan eller ekonomins tillväxttakt. Om räntan över en längre, men ändlig, horisont är lägre än tillväxttakten går det inte att för evigt rulla över räntor och amorteringar. Dock kommer en skuld som rullas över att krympa som andel av BNP ända till dess att räntan överstiger tillväxttakten. Det uppstår alltså en finansiellt mycket billig lunch, om än inte helt gratis.

Vi har ovan använt begreppet finansiell gratislunch. Men det kan även finnas reala gratisluncher. Sådana kan uppstå om avkastningen på reala investeringar, som maskiner och infrastruktur, är lägre än ekonomins tillväxttakt. Om en sådan situation är permanent är ekonomin *dynamiskt ineffektiv*.⁴² Ekonomin ackumulerar då för mycket kapital och om investeringstakten minskas och den andel av BNP som konsumeras i stället ökar kan alla generationer – såväl nuvarande som framtida – få det bättre. Under dessa antaganden uppstår reala gratisluncher. Det är dock svårt att tro att vi är i en situation med överinvesteringar.⁴³ Tvärtom pekar det mesta på att övergången till klimatneutralitet i Sverige såväl som i omvärlden kommer att kräva en ökad investeringskvot. Även om detta åtminstone delvis kan finansieras med ökad upplåning måste de reala resurser som tas i anspråk komma från produktionen – de är inte gratis.

⁴² Diamond (1965) var först att beskriva detta.

⁴³ Här avser vi aggregerade investeringar. En annan aspekt gäller styrningen av investeringarna. Offentliga medel satsas ibland på projekt med låg samhällsekonomisk avkastning (se till exempel Börjesson och Eliasson 2015).

Om den intertemporala budgetrestriktionen ändå måste uppfyllas, är den traditionella uppfattningen att detta måste ske genom att staten (den offentliga sektorn) anpassar sina intäkter eller primära utgifter. Men att ställa in betalningarna är också ett sätt att uppfylla restriktionen. Enligt teorin betraktas då de förluster som görs av dem som lånat ut pengar som ett slags intäkter för staten.

Enligt den så kallade *fiscal theory of the price level* är i stället den offentliga sektorns intertemporala budgetrestriktion ett jämvikt-villkor som bestämmer prisnivån. Utgångspunkten är att stats-skulden (i huvudsak) är nominell, alltså en utfästelse att betala ett bestämt antal kronor i framtiden. Övöantade förändringar i framtida prisnivåer förändrar då realvärdet av den utestående skulden, det vill säga hur mycket varor och tjänster den motsvarar. Nästa steg i teorin är att anta att det är inflationen som kommer att se till att det intertemporala budgetvillkoret uppfylls. Om staten hårdnackat, plötsligt och övöantat bestämmer sig för att minska framtida amorteringar måste skuldens realvärde gå ner. Enligt *fiscal theory of the price level* åstadkoms detta genom att inflationen ökar. Om detta synsätt dras till sin spets är sådana förändringar i statens amorteringar på statsskulden det enda sättet att åstadkomma övöantade förändringar i inflationen. Penningpolitiken kan styra den förväntade inflationen men avvikelser från den bestäms av övöantade förändringar i finanspolitiken (Cochrane 2021). Det är alltså övöantade förändringar i prisnivån som förändrar det reala värdet av den utestående nominella offentliga skulden.⁴⁴ Med andra ord går det att under vissa förutsättningar inflatera bort delar av den offentliga skulden. På samma sätt kan övöantat låg inflation öka värdet av den utestående offentliga skulden.

Vår bedömning är att denna teori har lite att säga om sambandet mellan svensk finans- och penningpolitik. Det finns flera skäl till detta. För det första är det oklart om det intertemporala budgetvillkoret verkligen binder. Mycket talar för att det åtminstone under överskådlig tid kommer att vara möjligt att rulla över den offentliga skulden utan att amortera därför att den nominella tillväxttakten överstiger skuldräntan. Det betydande fallet i den offentliga skuld-kvoten som skett sedan 1990-talskrisen har dessutom i stort sett

⁴⁴ Om förväntade förändringar i inflationen leder till förändringar i det reala värdet av den utestående statsskulden skulle rationella långgivare inte låna till staten. Varför skulle någon göra det om man förväntar sig att skulden ska inflateras bort?

skett utan amorteringar. Det är i stället den nominella tillväxten som fått skulden att falla i förhållande till BNP genom den utspädningsmekanism som diskuterats ovan.

Vidare är det oklart varför prisnivån måste bestämma realvärdet av statsskulden. Om ägarna av statsskulden plötsligt förväntar sig mindre amorteringar i framtiden kan priset på obligationerna falla utan att den allmänna prisnivån behöver ändras. Så har skett många gånger tidigare i historien, i vår närhet senast i euroländer under eurokrisen.

Den svenska statsskulden var i slutet av 2021 cirka 23 procent av BNP, varav ungefär en femtedel var realobligationer vilkas realvärde inte kan sänkas genom inflation. Inräknat också kommunsektorn var den konsoliderade offentliga sektorns skuld 37 procent av BNP. Möjligheterna att inflatera bort skuld beror på skuldens löptid. Den genomsnittliga löptiden på statsskulden är 5 år, vilket är lågt i ett internationellt perspektiv. Detta innebär att runt en femtedel av statskulden omsätts varje år. En oväntad ökning i inflationen leder till att värdet på nominella skulder faller. Anta till exempel att prisnivån plötsligt stiger med 5 procent. Det reala värdet av den utestående nominella statsskulden minskar då med 5 procent, det vill säga med drygt 1 procent av BNP. En plötslig och permanent ökning av inflationen har större effekter, men på grund av statsskuldens korta löptid är inte heller effekten av en permanent ökning av inflationen särskilt stor. En plötslig och permanent ökning av inflationen med 2 procentenheter minskar värdet av en nominell femårig obligation med knappt 10 procent medan en 30-årig obligation tappar ungefär 45 procent.⁴⁵

Den offentliga sektorns räntebärande nettoskuld är dessutom betydligt mindre än statsskulden. Den offentliga sektorn har betydande räntebärande tillgångar som 2021 uppgick till 679 miljarder kronor.⁴⁶ Visserligen hålls dessa huvudsakligen av de offentliga pensionsfonderna men en politik som medvetet inflaterar bort en del av fondernas värde kan mycket väl leda till kompensationskrav från nuvarande och framtida pensionärer. Slutsatsen blir därför att en

⁴⁵ Här utgår vi ifrån en obligation utan kuponger. Om en sådan förfaller till betalning om 5 år och inflationen ökar med 2 procentenheter minskar det reala värdet av denna betalning med $(1 - (1 + 0,02)^{-5}) = 9,4$ procent. Om betalningen förfaller om 30 år blir värdeminskningen $(1 - (1 + 0,02)^{-30}) = 44,8$ procent. Om obligationen har kuponger, alltså ger betalningar innan den förfaller, blir värdefallet mindre.

⁴⁶ Finansräkenskaperna, SCB. Icke-räntebärande tillgångar (aktier) är inte relevanta i sammanhanget eftersom deras värde, allt annat lika, kan antas vara i stort sett oberoende av inflationen.

politik som medvetet skapar oväntade förändringar i inflationen i Sverige skulle ha förhållandevis små effekter på den offentliga sektorns skuld och intertemporala budgetvillkor. Enligt *fiscal theory of the price level* skulle det innebära att små förändringar i förväntade framtida primära överskott får mycket stora effekter på prisnivån. Detta förefaller orimligt.

3.1.4 Finanspolitiken och förutsättningarna för penningpolitiken

Som vi konstaterat i avsnitt 2.3 är penningpolitikens primära instrument styrräntan. Enligt Taylorregeln, som diskuterades i fördjupning 2.3, bestämmer centralbanken styrräntan som en reaktion på inflationens avvikelse från en målnivå och på BNP-gapet. Om BNP-gapet och inflationsavvikelsen är noll följer den reala styrräntan den neutrala realräntan, som bestäms av faktorer utanför centralbankens kontroll.

Den neutrala reala styrräntan är dock inte konstant över tiden. Även om den inte direkt kan observeras finns stark evidens för att den trendmässigt fallit markant under de senaste tre decennierna. Enligt Armelius med flera (2018) har den i Sverige sjunkit med runt 5 procentenheter sedan mitten på 1990-talet. Eftersom den neutrala nominella räntan är lika med den neutrala realräntan plus förväntad inflation innebär ett konstant (och trovärdigt) inflationsmål att den neutrala nominella räntan faller parallellt med den reala. Eftersom den nominella räntan inte kan sättas hur lågt som helst, minskar utrymmet för stimulerande penningpolitik.

Orsakerna till den fallande neutrala realräntan är ett aktivt forskningsområde. Vi diskuterar detta i avsnitt 5.1.1. Här är fokus på om finanspolitiken långsiktigt kan påverka den neutrala realräntan och om det i så fall är önskvärt.

Som vi diskuterar i avsnitt 3.2, kan finanspolitik och penningpolitik vara (imperfekta) substitut i stabiliseringspolitiken. Om finanspolitiken är mer stimulerande minskar behovet av en expansiv penningpolitik. Den konjunkturstimulerande effekten av en expansiv finanspolitik – liksom av en expansiv penningpolitik – är dock temporär. Enkelt uttryckt finns i varje stund en produktionsnivå som är förenlig med normal användning av produktionsresurserna. Temporärt kan faktisk användning av dessa vara högre eller lägre, till

exempel genom övertidsarbete respektive genom hög arbetslöshet och många individer i korttidsarbete. Via en rad olika mekanismer tenderar ekonomin vanligtvis att på sikt återgå till den normala användningen av produktionsfaktorerna, alltså till den potentiella produktionen. En permanent försvagning av det finansiella sparandet (en sänkning av överskotts målet) får därmed en konjunkturstimulerande effekt som klingar av på några års sikt.⁴⁷ Detta utesluter dock inte att ett lägre offentligt finansiellt sparande kan ha långsiktiga effekter på den neutrala realräntan.

Enligt traditionell makroekonomisk teori har en permanent försvagning av finanspolitiken effekter på räntan i en sluten ekonomi. Man brukar tala om undanträngning (*crowding out*). Stimulans effekten av en expansiv finanspolitik motverkas på längre sikt av att räntan drivs upp, vilket minskar investeringsefterfrågan.

I grundkursernas läroböcker beskrivs också att denna undanträngningseffekt inte uppstår på lång sikt i en liten öppen ekonomi. Visserligen kommer finanspolitikens stimulerande effekt att minska över tiden, men inte via högre realräntor och lägre investeringar utan därför att nettoexporten faller. I en liten öppen ekonomi är realräntan på lång sikt bestämd ifrån omvärlden. En sänkning av det svenska överskotts målet skulle då inte ha några effekter på den neutrala realräntan (se också fördjupning 5.1). Eftersom nedgången i den neutrala realräntan är ett globalt fenomen som skett oberoende av skillnader i finanspolitiken mellan olika länder förefaller resonemanget empiriskt relevant. Men det är troligt att större offentlig-finansiella sparandeunderskott i många länder samtidigt skulle öka den neutrala realräntan i världsekonomin. Det skulle minska de privata investeringarna, men det skulle vara samhällsekonomiskt önskvärt bara om dessa bedöms vara för höga. Lägre finansiellt sparande i enbart Sverige skulle däremot inte ha någon påtaglig effekt på vår långsiktiga neutrala realränta. För att skapa mer utrymme för penningpolitiken och öka den genomsnittliga nominella räntan vore en höjning av inflationsmålet mer ändamålsenlig (se avsnitt 5.1.3).

⁴⁷ Vi avser då effekten av ökat efterfrågan till följd av ett minskat finansiellt sparande. Beroende på hur detta sker kan förstås effekter på potentiell produktion uppkomma. Ett uppenbart exempel är en skattesänkning på arbetsinkomster som kan antas öka jämviktssysselsättningen.

3.2 Samspelet på kort sikt: den stabiliseringspolitiska policymixen

Finans- och penningpolitik påverkar båda aktivitetsnivån – och därmed också inflationen. De två slagen av politik är i det avseendet substitut för varandra i stabiliseringspolitiken. Men de är inte perfekta substitut i meningen att de har identiska effekter på ekonomin. De påverkar efterfrågan via olika mekanismer och har olika sidoeffekter.⁴⁸ De politiska förutsättningarna för det operativa beslutsfattandet skiljer sig också radikalt åt, eftersom finanspolitiken beslutas inom det politiska systemet och penningpolitiken av en självständig centralbank. Det reser frågan om hur man bäst ska försöka uppnå en viss aktivitetsnivå. Det kan ske genom att finans- och penningpolitiken påverkar efterfrågan åt samma håll (*kongruent policymix*) eller genom att de motverkar varandra (*divergent policymix*). En viss aktivitetsnivå kan nås genom en mängd olika kombinationer av finans- och penningpolitik. Denna del av rapporten behandlar olika aspekter av denna policymix. I avsnitt 3.2.1 diskuteras utgångspunkter för analysen. Avsnitt 3.2.2 redogör för hur synen på stabiliseringspolitiken förändrats de senaste decennierna. Avsnitt 3.2.3 flyttar fokus till ekonomiska kriser. Avsnitt 3.2.4 diskuterar vilka riktlinjer som finns för den stabiliseringspolitiska rollfördelningen i Sverige.

3.2.1 Några utgångspunkter

Mundell (1962) är en klassisk analys av hur finans- och penningpolitiken bäst kombineras (tilldelningsproblemet, *the assignment problem*, enligt hans terminologi). Slutsatsen är att ett instrument ska tilldelas det mål som det är relativt sett mest effektivt i att uppnå: principen om *effective market classification*. Mundells analys avsåg hur penningpolitik och finanspolitik bör användas för att samtidigt uppnå intern balans (full sysselsättning) och extern balans (oförändrad valutareserv) under en fast växelkurs. Hans svar var att penningpolitiken bör inriktas på den externa balansen och finanspolitiken på den interna. Motiveringen var att penningpolitiken är relativt mer effektiv för att påverka den externa balansen än finans-

⁴⁸ Med sidoeffekter av finans- och penningpolitik menar vi påverkan på variabler som inte är de direkta målen för en given åtgärd.

politiken.⁴⁹ En sådan tilldelning av mål skulle garantera konvergens mot en stabil jämvikt om de två instrumenten endast gradvis anpassades till avvikelser från respektive mål.⁵⁰

Tobin (1987) är en annan tidig analys av policymixproblemet. Denne kritiserade Reaganårens kombination av kontraktiv penningpolitik och expansiv finanspolitik i USA för att den ledde till höga realräntor och real appreciering, vilket minskade investeringar och bytesbalansöverskott, samt orsakade stor offentlig skuldsättning. Tobin förordade i stället en politik som skulle uppnå samma aktivitetsnivå men där penningpolitiken borde vara expansiv och finanspolitiken kontraktiv. Det skulle enligt hans resonemang innebära högre inkomstillväxt (genom mer investeringar och större ackumulering av utländska tillgångar) och mindre offentlig skuldsättning.⁵¹ Nu (augusti 2022) finns en oro för att en liknande situation som den Tobin kritiserade skulle kunna uppkomma i många länder inklusive både USA och Sverige: en kontraktiv penningpolitik i syfte att bekämpa inflationen samtidigt som finanspolitiken är expansiv (se avsnitt 5.4).

Ett sätt att se på policymixen som betonas av Bartsch med flera (2020) – med hänvisning till resonemang av Arthur Okun återgivna av Tobin (1987) – är att den inte ska *överbelasta* vare sig penning- eller finanspolitiken utan att båda bör hållas ”i mitten av vägen”. Ett sådant synsätt kan motiveras med större osäkerhet om effekterna på efterfrågan när politiken blir extrem. Det kan röra sig om stora budgetunderskott och kraftigt växande offentlig skuldsättning i finanspolitiken respektive nollränta/negativ ränta och stora balansräkningsoperationer i penningpolitiken under lågkonjunkturer. I högkonjunkturer vill man sannolikt undvika extremt höga räntor – som kan slå hårt mot högt belånade hushåll och företag samt ge mycket negativa effekter på investeringsefterfrågan. Extrem politik kan utlösa kriser: höga statsskuldräntor och statsskuldskris i finanspolitikens fall respektive finansiella obalanser och finanskris i penningpolitikens fall. De här övervägandena leder till slutsatsen att

⁴⁹ Innebörden är att penningpolitikens effekt på den externa balansen i förhållande till dess effekt på den interna balansen är större än finanspolitikens effekt på den externa balansen i förhållande till dess effekt på den interna balansen. Att så är fallet beror på att kapitalrörelser är mycket känsliga för ränteskillnader mellan länder.

⁵⁰ Diagramanalytiskt är innebörden att reaktionsfunktionerna (som anger hur det ena instrumentet reagerar på förändringar i det andra) ska ha ”rätt” relativ lutning.

⁵¹ Att en sådan policymix skulle kunna leda till överdriven *privat* skuldsättning och tillgångsprisbubblor var – naturligt nog vid den tidpunkten – ingen risk som föresvävade Tobin.

finans- och penningpolitiken i varje fall vid stora konjunktur- störningar bör användas kongruent så att inte någondera politiken behöver bli extrem.

Leeper (2018) för i en uppmärksam rapport till Finanspolitiska rådet, fram ett annat argument för att finans- och penningpolitiken bör dra åt samma håll. Enligt hans resonemang måste en expansiv penningpolitik – i syfte att få upp aktivitetsnivån och därmed inflationen – för att vara effektiv understödjas av en expansiv finanspolitik. En räntesänkning innebär lägre ränteintäkter för långivare till den offentliga sektorn. För att de ska hålla uppe sin efterfrågan på varor och tjänster måste därför finanspolitiken se till att sektorns primära finansiella sparande försvagas – idag eller i framtiden – så att långivarnas (livs)inkomster hålls uppe på detta sätt. Resonemanget är märkligt. Den mekanism som Leeper lyfter fram kan inte vara viktig för den aggregerade efterfrågan eftersom den offentliga sektorns räntebärande nettoskuld är liten (och en del statspapper dessutom hålls av utländska placerare).⁵²

Det är samtidigt lätt att hitta exempel på situationer då en divergerande policymix är motiverad. Ett uppenbart exempel är om den offentliga skuldsättningen blivit så stor att finanspolitiken bör prioritera att minska den även i en lågkonjunktur. En expansiv penningpolitik kan då vara lämplig för att kompensera för finanspolitikens kontraktiva effekter på efterfrågan.⁵³ Man kan också tänka sig det omvända fallet att en regering vill minska en stark offentlig-finansiell nettoställning och stora budgetöverskott även i en högkonjunktur. I så fall bör den expansiva finanspolitiken motverkas av en penningpolitik som är mer restriktiv än vad konjunkturläget skulle påkalla.

En annan situation då divergerande finans- och penningpolitik kan vara motiverad är när en centralbank använt sig av framåt- blickande vägledning och under en recession "lovat" att hålla räntan låg under viss tid framöver för att därmed påverka ränte- och

⁵² Finanspolitiska rådet tog i sin årsrapport avstånd från slutsatserna i den beställda underlagsrapporten (Finanspolitiska rådet 2018).

⁵³ Resonemanget förutsätter att en finanspolitisk åtstramning i en sådan situation inte har expansiva effekter på efterfrågan därför att risken för en akut statsskuldskris eller mer "kaotiska" konsolideringsåtgärder längre fram minskar och hushåll samt företag följaktligen gör mer optimistiska framtidsbedömningar och långivare kräver lägre riskpremier. Det finns en forskningslitteratur om sådana "expansiva åtstramningar" (se till exempel Giavazzi och Pagano 1990 och Alesina med flera 2019). Men slutsatserna i den har också ifrågasatts. Så till exempel finner Bergman (2010) inget stöd för att den svenska budgetkonsolideringen 1994–97 skulle ha haft några omvända efterfrågeeffekter.

inflationförväntningarna och även den vägen stimulera konjunkturen. Centralbanken kan då av trovärdighetsskäl (inför framtida lågkonjunkturer) vilja hålla fast vid den utlovade låga räntan även i en stark konjunkturuppgång.⁵⁴ I så fall kan det vara motiverat att kombinera en expansiv penningpolitik med en kontraktiv finanspolitik.

3.2.2 Den konventionella synen på policymixen i makroekonomiskt tänkande

Under de senaste decennierna har *conventional wisdom* inom såväl makroekonomisk teori som praktik varit att penningpolitiken bör delegeras till en självständig centralbank och att det främst är denna politik som ska användas för att stabilisera aktivitetsnivå och inflation (se till exempel Snowdon och Vane 1999, Taylor 2000 och Romer 2012).⁵⁵ Denna stabiliseringspolitiska roll för penningpolitiken speglas inte minst av att olika versioner av den i fördjupning 2.3 diskuterade Taylorregeln allmänt kommit att betraktas som ett riktmärke för hur en centralbank bör agera. Finanspolitiken, som beslutas inom det politiska systemet, bör enligt det beskrivna synsättet normalt endast påverka konjunkturen genom de automatiska stabilisatorerna. Diskretionära finanspolitiska insatser för konjunkturstabilisering ska däremot i regel undvikas.⁵⁶ I svensk ekonomisk-politisk diskussion har detta synsätt på samspelet mellan penning- och finanspolitik kommit till uttryck i till exempel STEMU (2002), Regeringen (2011) och Riksbankskommittén (2019).

Enligt denna beskrivna *conventional wisdom* ska det finnas ett tydligt inflationsmål för penningpolitiken. Ju mer förankrade inflationsförväntningarna är vid detta mål, desto större möjligheter har centralbanken att stabilisera aktivitetsnivån om det uppstår konflikter mellan prisstabilitets- och sysselsättningsmål. Finanspolitiken bör vägledas av tydliga regler om budgetsaldo och/eller

⁵⁴ Se också avsnitten 2.3.2 och 5.1.3.

⁵⁵ Romer och Romer (1994) var också ett inflytelserikt bidrag. Det analyserade stabiliseringspolitiken i USA under efterkrigstiden och drog slutsatsen att ”penningpolitiken ensam är ett tillräckligt verksamt och flexibelt medel för att avsluta lågkonjunkturer” medan ”diskretionär finanspolitik däremot inte tycks ha spelat någon viktig roll för att generera återhämtningar” (sid 55).

⁵⁶ Se till exempel Eichenbaum (1997), Feldstein (2002), Fatás och Mihov (2003) samt Finanspolitiska rådet (2021).

offentlig skuldutveckling över konjunkturcykeln som ska trygga långsiktigt hållbara offentliga finanser. Ju bättre budgetreglerna efterlevs desto större är möjligheterna att låta de automatiska stabilisatorerna verka.

Ett antal skäl har anförts för den beskrivna synen på policymixen:

- Penningpolitik är mer *effektiv* än finanspolitik när det gäller att påverka aktivitetsnivån under rörlig växelkurs i olika varianter av Mundell-Fleming-modellen. Detta bygger på slutsatsen att förändringar i finanspolitiken motverkas av förändringar i växelkursen så att en expansiv (kontraktiv) finanspolitik leder till en appreciering (depreciering) av valutan så att nettoexporten minskar (ökar).⁵⁷
- Politiska beslut om stabiliseringspolitik präglas av *kortsiktighet*. Regeringar tenderar att föra en expansiv finanspolitik i lågkonjunkturer som inte kompenseras av motsvarande åtstramningar i högkonjunkturer. Det kan finnas flera skäl till det. En generös finanspolitik kan öka sannolikheten för en regering att bli omvald. Att lämna över stora skulder till nya regeringar som bildas av konkurrerande partier minskar dessas utrymme för att gynna sina väljare. Så kallade *common-pool-problem* innebär vidare att det alltid finns en press på en regering från olika intressegrupper att gynna dem utan hänsyn till kostnaderna för samhället i övrigt. Kortsiktigt finanspolitiskt agerande leder till att de offentliga finanserna långsiktigt försvagas. Man brukar tala om en underskottstendens (*deficit bias*).
- Diskretionärt beslutsfattande ger upphov till *tidsinkonsistensproblem*. Politiker som vill uppnå ambitiösa sysselsättningsmål har incitament att först utlova en låginflationspolitik för att därefter när förväntningarna anpassats försöka uppnå en högre sysselsättning genom en mer expansiv politik än aviserat. Följden blir högre inflation utan att sysselsättningen för den skull kommer att överstiga sin jämviktsnivå.
- En oberoende centralbank är mindre benägen än politiska beslutsfattare att agera kortsiktigt och mindre utsatt för tidsinkonsistensproblem. En centralbank kan vidare fatta snabba

⁵⁷ Corsetti med flera (2012) finner dock att expansiv finanspolitik under vissa förutsättningar kan leda till en real depreciering. Se även avsnitt 2.

beslut, medan finanspolitiken kännetecknas av en långsam beslutsprocess. Finanspolitiska åtgärder riskerar därför att bli fel-tajmade.

- Penningpolitik är tekniskt komplicerad och kräver specialistkunskap om finansiella marknader. Samtidigt är fördelningskonsekvenserna normalt mindre än för finanspolitik och värderingar spelar därför mindre roll för valet av politik. Det kan motivera delegering till opolitiska experter.

I en ideal värld utan imperfektioner – såsom att politik tar alltför stor hänsyn till kortsiktiga aspekter, otillräckliga möjligheter till bindande åtaganden, beslutsfördröjningar för finanspolitiken och asymmetrier i kunskap mellan politiker och experter – skulle fullständig samordning av finans- och penningpolitiken alltid vara önskvärd. Detta brukar i analysmodellerna fångas av de samordningsvinster som uppstår när en samhällelig planerare (*social planner*) beslutar om både finans- och penningpolitik i syfte att maximera en samhällelig välfärdsfunktion. Dessa samordningsvinster förloras när finanspolitiken sköts av regeringen och penningpolitiken av en oberoende centralbank. Men den vanliga bedömningen har varit att de uteblivna samordningsvinsterna uppvägs av att de beskrivna imperfektionerna hanteras bättre i en sådan miljö.

Fördjupning 3.3 Tidsinkonsistens- och samordningsproblem

Delegeringen av penningpolitiken till självständiga centralbanker underbyggs forskningsmässigt i litteraturen om tidsinkonsistensproblem (Kydland och Prescott 1977; Barro och Gordon 1983a, 1983b samt Rogoff 1985 var de ursprungliga bidragen). Enligt dessa modeller kommer diskretionärt politiskt beslutsfattande om penningpolitiken att leda till en inflationstendens (*inflation bias*).

Analysen av penningpolitikens tidsinkonsistensproblem bygger i regel på antaganden om att politikerna (och samhället) värdesätter så små avvikelser som möjligt av inflationen respektive av aktivitetsnivån från önskade målnivåer. För enkelhetens skull brukar den önskade nivån för inflationen sättas till noll. Målet för produktionen antas vara högre än den potentiella produktionen. Inflationen bestäms av en förväntningsutvidgad Phillipskurva. Det betyder att prisstegringarna överstiger (understiger) de förväntade om produk-

tionen är större (mindre) än den potentiella nivån. Enligt analysen har politiska beslutsfattare som agerar i överensstämmelse med medborgarnas preferenser, det vill säga maximerar den samhälleliga välfärdsfunktionen, incitament att föra en politik som leder till inflation. Den (egentligen dess avvikelse från den önskade målnivån) blir i standardmodellerna på området (till exempel Barro och Gordon 1983a, 1983b och Rogoff 1985) proportionell mot skillnaden mellan målet för produktionen och dess potentiella nivå.

Incitamenten för en inflationsdrivande penningpolitik uppstår därför att beslutsfattarna kan agera *efter* det att inflationsförväntningarna bildats. Dessa kan med andra ord tas som givna när politiken bestäms. Med låga inflationsförväntningar kan därför produktionen ökas om penningpolitiken tillåter att inflationen blir högre än förväntat. Men i jämvikt kommer rationella privata aktörer att förstå beslutsfattarnas incitament och därför anpassa sina förväntningar till den inflation som kommer att uppstå. Av det skälet innebär den högre inflationen inte någon högre produktionsnivå. I den beskrivna modellen kan inflationsproblemen reduceras om penningpolitiken delegeras till en oberoende "konservativ" centralbank som värderar låg inflation i förhållande till hög aktivitetsnivå mer än medborgare och regering. Inflationstendensen kan helt elimineras om centralbanken har en preferensfunktion där produktionsmålet är lika med den potentiella nivån.

De flesta modeller av penningpolitikens tidsinkonsistensproblem analyserar inte finanspolitik. Men som visas i Appendix A.2 är det rättfram att inkludera också den i en stiliserad modell. Det kan göras genom att anta att produktionen överstiger den potentiella nivån om finanspolitiken är expansiv (= budgetunderskott) eller realräntan (den penningpolitiska variabeln) är lägre än en jämviktsränta och vice versa med budgetöverskott eller högre realränta än jämviktsräntan. Medborgarna antas enligt den samhälleliga välfärdsfunktionen vilja ha så små avvikelser som möjligt av inflationen från den önskade nivån (satt till noll), av produktionen från ett produktionsmål (som är högre än den potentiella produktionen), av budgetsaldo från ett mål för den (satt till noll) och av realräntan från dess jämviktsnivå.

Om regeringen bestämmer både finans- och penningpolitiken genom att maximera den samhälleliga välfärdsfunktionen (eller – vilket i princip är samma sak – regering och centralbank båda

maximerar den samhälleliga välfärdsfunktionen), så uppstår samma inflationstendens som i den ovan beskrivna modellen med enbart politiskt styrd penningpolitik. Realräntan blir lika med jämviktsräntan och budgetunderskottet noll. Inflationen förklaras av att rationella privata aktörer anpassar sina inflationsförväntningar till en nivå där beslutsfattarna enligt den samhälleliga välfärdsfunktionen inte har incitament att avvika från vare sig jämviktsräntan eller en balanserad budget.

Den beskrivna jämvikten kan jämföras med en jämvikt där penningpolitiken delegeras till en oberoende centralbank, medan regeringen bestämmer finanspolitiken. Vi kan till exempel anta att centralbanken agerar enligt en målfunktion med samma vikter som i den samhälleliga välfärdsfunktionen men där endast inflationen, produktionens avvikelse från ett mål för den och realräntans avvikelse från jämviktsräntan ingår samtidigt som produktionsmålet sammanfaller med den potentiella produktionen. Regeringen kan antas agera utifrån en välfärdsfunktion med samma produktionsmål och vikter som i den samhälleliga välfärdsfunktionen men där endast inflationen, produktionens avvikelse från produktionsmålet och budgetsaldot ingår. Vidare kan vi anta att centralbank och regering agerar samtidigt men oberoende av varandra, alltså att räntan tas som given när budgetsaldot bestäms och vice versa (en så kallad Nashjämvikt).

Med de gjorda antagandena uppstår fortfarande en inflations-tendens, men den är mindre än när regeringen styr både finans- och penningpolitiken. Samtidigt kommer de två typerna av politik att motverka varandra: finanspolitiken blir expansiv med budgetunderskott, medan penningpolitiken blir restriktiv med en realränta över jämviktsräntan.

Det går inte generellt att säga om jämvikten med delegering av penningpolitiken ger högre eller lägre samhällelig välfärd än jämvikten med gemensamt politiskt beslutsfattande för de två slagen av politik. Produktionen är i båda fallen lika med den potentiella. Delegeringsjämvikten har fördelen att inflationen blir lägre. Men samtidigt samordnas inte finans- och penningpolitiken på ett effektivt sätt, vilket leder till en kombination av budgetunderskott och för hög realränta. Vilken jämvikt som är att föredra beror på ett komplicerat sätt på olika parametervärden.

Den beskrivna modellanalysen är en specifik illustration av den principiella avvägningen mellan fördelen att bättre kunna hantera olika imperfektioner genom delegering av penningpolitiken till en oberoende centralbank och nackdelen att finans- och penningpolitiken då blir sämre koordinerade än med gemensamt (politiskt) beslutsfattande om båda typerna av politik. Däremot bidrar inte analysen till att förklara den makroekonomiska utvecklingen under det dryga decenniet mellan den globala finanskrisen 2008–10 och pandemikrisen. Denna period kännetecknades i de flesta ekonomiskt utvecklade länder av inflation under både centralbankens inflationsmål och den privata sektorns förväntningar (sannolikt på grund av positiva utbudschocker), expansiv penningpolitik och budgetkonsolideringar. Men modellen kan beskriva en tänkbar framtida jämvikt, särskilt i länder som USA och Storbritannien men kanske även i Sverige: inflation som blir kvar över inflationsmålet och som drivs på av budgetunderskott samtidigt som centralbanken försöker motverka den genom en restriktiv penningpolitik med hög realränta. Det är möjligt att den kraftiga inflationsuppgång som skett i början av 2022 kan komma att innebära en sådan utveckling (se också avsnitt 5.4).

3.2.3 Finans- och penningpolitik i kriser⁵⁸

Dyrköpta erfarenheter har lärt oss att ekonomiska kriser kraftigt kan förstärkas via de finansiella marknaderna. Effekten av en störning – till exempel en nedgång i exportefterfrågan, mer pessimistiska framtidsutsikter, en pandemi eller en geopolitisk konflikt – kan förvårras av finansmarknadens reaktioner så att de ekonomiska konsekvenserna blir kraftigare och mer varaktiga. Detta avsnitt beskriver kortfattat en taxonomi som delar in finansiella förstärkningsmekanismer i fyra grader. Den första graden är minst allvarlig och mest lätthanterlig, medan det omvända gäller för den fjärde. Taxonomin är till hjälp för att förstå både finansiella krisers anatomi och vilka finans- och penningpolitiska åtgärder som kan vara lämpliga.

⁵⁸ Detta avsnitt är inspirerat av ett föredrag av Olivier Blanchard på Nobelsymposiet Money and Banking i maj 2018. Se <https://www.hhs.se/en/houseoffinance/outreach/conferences/container/nobel-symposium-on-money-and-banking/>.

Första gradens förstärkning – låntagares balansräkningar

Vi utgår i analysen från att en negativ störning av något slag medför fallande tillgångspriser, till exempel bostadspriser. Dessa lägre tillgångspriser försvagar balansräkningarna hos dem som lånar. Detta leder till lägre konsumtion och investeringar. Ett skäl är att låntagarnas förmögenheter minskar men ännu viktigare är att möjligheterna att låna såväl i realtid som i framtiden blir mindre. Hushåll och andra låntagare vill eller tvingas då att försöka återställa sina balansräkningar genom att minska sina utgifter. Effekten blir för det första att efterfrågan på varor och tjänster faller, vilket minskar BNP och ökar arbetslösheten. För det andra minskar efterfrågan på reala tillgångar, vilket förstärker fallet i tillgångspriserna och därmed skapar en återkopplingsmekanism.

Denna förstärkningsmekanism är sedan länge beskriven i forskningen (se Bernanke och Gertler 1989 samt Kiyotaki och Moore 1997 för tidiga analyser). Den är förhållandevis linjär i meningen att styrkan i den är ungefär proportionell mot den initiala chocken. Mekanismen kan därmed beskrivas med standardmodeller och går att prognosticera. Den är jämförelsevis svag även om styrkan beror på den initiala skuldsituationen i förhållande till det långsiktiga ränteläget. Första gradens förstärkning är en väsentlig del i ett normalt konjunkturförlopp och traditionell finans- och penningpolitik är effektiva medel för att mildra effekterna. Också åtgärder direkt inriktade på själva återkopplingsmekanismen, som till exempel amorteringsregler som verkar kontracykliskt (med större amorteringskrav i goda än i dåliga tider) kan vara effektiva motmedel.

Andra gradens förstärkning – långgivares och intermediärers balansräkningar

Denna förstärkningsmekanism aktiveras därför att också långgivares (bankers och andra intermediärers) balansräkningar påverkas, både via kreditförluster och genom att värdet på tillgångar faller. När balansräkningarna försvagas vill eller måste långgivarna dra ner på sin kreditgivning. Särskilt gäller detta mindre säkra placeringar, vilket betyder att riskpremierna tenderar att gå upp. För vissa låntagare blir det omöjligt att låna. En så kallad *credit crunch* uppstår. Effekten är,

liksom med den första förstärkningsmekanismen, att konsumtion, investeringar och tillgångspriser faller.

Den andra gradens förstärkningsmekanism är ofta kraftigare än den första, särskilt om långivarna har litet eget kapital i förhållande till sin kreditgivning. För lån där risken ligger hos solida långivare som till exempel pensionsfonder är effekten svagare. Mekanismen är möjlig att modellera och även den förhållandevis linjär.

Traditionell penningpolitik är effektiv mot den andra gradens förstärkningsmekanism. Regleringar som ser till att banker och andra kreditgivare inte har för svaga balansräkningar är ett sätt att i förväg minska riskerna för att denna förstärkningsmekanism blir stark. I en akut situation behöver dock reglerna lättas. Annars riskerar de att motverka sitt syfte genom att tvinga kreditgivarna att minska utlåningen i ett läge när detta är oönskat från ett samhälls-ekonomiskt perspektiv.

Tredje gradens förstärkning – anstormning mot banker och andra finansinstitut

Den tredje gradens förstärkning bygger på att osäkerhet om viktiga finansiella intermediärers soliditet och överlevnadsförmåga snabbt kan öka. Dessa kan då få problem med sin likviditetsförsörjning. För en bank kan det innebära en anstormning (*run*), det vill säga en situation där alla insättare omedelbart vill ta ut sina innesående medel. Ett sådant förlopp kan leda till självuppfyllande förväntningar om konkurser. Sedan länge finns insättningsgarantier för att undanröja risken för sådana mekanismer när det gäller hushållens tillgodohavanden i banker, men anstormningar kan fortfarande uppkomma när företag vill ta ut sina medel i banker eller andra finansiella institut. För att undvika sådana förlopp kan finansiella företag snabbt behöva sälja stora delar av sina tillgångar. Om tillräckligt många aktörer gör detta samtidigt pressas tillgångspriserna ner, vilket förstärker processen.

Fallande tillgångspriser kan också göra att finansiella tillgångar med fast avkastning som tidigare betraktades som säkra plötsligt blir osäkra. Detta sker om de säkerheter tillgångarna byggde på var högt värderade i förhållande till skulden före krisen, men fallande värden på säkerheterna plötsligt gör att detta inte längre gäller. När det sker kan marknaden frysa helt. Det inträffade i en del länder under den

globala finanskrisen 2008–10. Ett exempel är interbankmarknaden för korta lån mellan banker. Dessa betraktas normalt som riskfria. Den bank som lånar ut behöver då inte fundera på kreditrisker och göra någon kreditprövning av den bank som lånar.

Förloppen som genereras av tredje gradens förstärkning brukar benämnas *finanskris*. De skiljer sig från dem i de lägre graderna: kvantitativt i meningen att förstärkningen är kraftigare och förloppen snabbare, kvalitativt i meningen att processerna inte är linjära och kan ge upphov till multipla jämvikter. En finanskris kan uppstå plötsligt och sprida sig snabbt internationellt. Varningstecken kan gå att observera men att exakt förutspå om eller när processer som leder till en finanskris startar är i praktiken omöjligt.

I ett akut läge kan staten spela en avgörande roll för att stoppa förstärkningsmekanismer av tredje graden. Givet att förtroendet för statens institutioner är tillräckligt starkt kan de genom att utfärda garantier, erbjuda krediter (mot sämre säkerheter) eller ta över riskfyllda tillgångar i bästa fall skära av förstärkningsmekanismerna som hotar att skapa en finanskris. Men då krävs tillräckligt förtroende för både statsfinanser och penningvärde. Det beror på att staten normalt måste låna för att finansiera olika stödåtgärder.

Fjärde gradens förstärkning – förtroendet för staten förloras

Staten kan normalt agera stabiliserande i en finanskris. Men i värsta fall kan även staten dras in i och bidra till att fördjupa en sådan kris. Den utlösande faktorn är att statens långivare börjar betrakta de åtaganden som görs för att minska effekterna av förstärkningsmekanismerna av de lägre graderna som övermäktiga. Förtroendet för statens finanser och/eller penningvärdet försvinner då.

Även här är återkopplingsmekanismen potentiellt så stark att multipla jämvikter kan uppstå. Om staten förväntas klara sina räntebetalningar är det möjligt att ge ut statsobligationer med inte alltför höga räntor. Men om det uppstår förväntningar om att staten inte kommer att klara skuldtjänsten på sina lån blir det omöjligt att låna till räntor som går att hantera. Det kan särskilt gälla lån med långa löptider. En brantare avkastningskurva leder till att kortare löptider väljs, vilket i sin tur ökar mängden obligationer som förfaller vid varje tidpunkt.

Dåliga jämvikter med statsfinansiell kris kan alltså utlösas av självuppfyllande förväntningar. Risken för detta beror på de statliga finansiella åtagandenas omfattning och statens initiala skuldsituation (se Reinhart och Rogoff 2009). Det är också av central betydelse i vilken grad det finanspolitiska ramverket och det politiska systemet i allmänhet skapar förtroende för statens vilja och förmåga att fullgöra sina åtaganden. Även om det alltså går att förstå vilka mekanismer som är väsentliga i en kris, är det svårt att beräkna sannolikheten för att sådana förlopp startar och omöjligt att i praktiken definiera under vilka villkor statsskuldskriser uppstår. Någon generell säkerhetsgräns för exempelvis statsskuldens storlek låter sig därför inte fastslås. Den beror på situationen och en rad institutionella faktorer som varierar över tid och mellan länder (se till exempel Calmfors 2020b).

Ett land som hamnar i en situation där fjärde gradens förstärkningsmekanismer sätter in förlorar förmågan att med ekonomisk-politiska åtgärder påverka utvecklingen på kort sikt. Bartsch med flera (2020) diskuterar hur finans- och penningpolitik kan ge "försäkringsstöd" (utgöra *backstop*) till varandra för att undvika en sådan situation. Centralbanken kan som sista utväg finansiera budgetunderskott "genom sedelpressarna" (i praktiken genom omfattande köp av statsobligationer på andrahandsmarknaden). Det minskar konkursrisken för staten och håller nere de reala statsskuld-räntorna. Samtidigt riskerar en centralbank som gjort stora värdepappersköp stora förluster om räntorna stiger. En – implicit eller explicit – garanti om att staten då ska gå in med kapitaltillskott kan därför vara nödvändig för att en centralbank ska våga sig på sådan politik. Inget hindrar visserligen att centralbanker har negativt eget kapital men i praktiken vill de knappast hamna i den situationen. Ett väl fungerande samspel mellan finans- och penningpolitiken kan vara avgörande för att förhindra den fjärde graden av förstärkningsmekanismer i en kris.

Slutsatser för stabiliseringspolitiken

Utifrån den beskrivna taxonomin kan man dra slutsatsen att den viktigaste uppgiften för den ekonomiska politiken är att förebygga att förstärkningsmekanismer av grad tre och fyra utlöses. Här

handlar det om kapitalkrav på banker och åtgärder för att se till att kreditrisker absorberas av finansiella institut som har tillräcklig kapacitet att bära dem. Om det uppstår stora förluster i pensionsfonder som inte garanterat spararna någon avkastning, får det inte alls samma effekt på ekonomin som om de uppstår i banker eller andra finansiella intermediärer med låg kapitaltäckning.

Minst lika viktigt är att det stabiliseringspolitiska ramverket skapar förutsättningar för att staten i en kris ska kunna agera och förhindra förstärkningsmekanismer av tredje graden utan att de av grad fyra uppstår. Erfarenheterna från coronakrisen visar vikten av ett orubbat förtroende för statens förmåga att bedriva en kraftfull krispolitik. Det understryker betydelsen av tydlighet och trovärdighet för såväl det finanspolitiska som det penningpolitiska ramverket. Här ser vi inga uppenbara målkonflikter mellan finans- och penningpolitik och inte heller några koordineringsproblem.

En viktig uppgift för stabiliseringspolitiken är att vid ekonomiska störningar motverka förstärkningsmekanismer av första och andra graden eftersom de leder till onödigt stora konjunkturfluktuationer. Stabiliseringspolitikens uppgift är också att förhindra att de högre graderna av förstärkningsmekanismer aktiveras så att en finanskris eller en statsfinansiell kris uppstår. Detta är särskilt viktigt om bålverket mot de högre graderna av förstärkningsmekanismer är svagt. Om motsatsen gäller är behovet av en kraftfull stabiliseringspolitik i normala tider mindre. Detsamma gäller också förhållandet mellan förstärkningsmekanismer av grad ett och två. Om den institutionella situationen är sådan att ett fall i bostadspriser leder till att hushållens, men inte bankernas, balansräkningar försämrats, så är det mindre viktigt att motverka förstärkningsmekanismer av första graden.

Flera åtgärder som syftar till att i förväg motverka den första gradens förstärkningsmekanism har betydande kostnader för de påverkade hushållen. Detta gäller till exempel amorteringskrav och regler som begränsar storleken på bostadslån i förhållande till värdet på bostaden eller låntagarens inkomst. Även penningpolitik som "lutar mot vinden" (*leaning against the wind*), det vill säga är stramare än vad som är motiverat utifrån stabilisering av inflation och resursutnyttjande, i syfte att minska den privata sektorns skulduppbyggnad, kan räknas till denna kategori. Det är viktigt att försöka kvantifiera såväl för- som nackdelar av sådana åtgärder. Fördelarna i

form av lägre risk för en finanskris är mindre om förluster i hushållssektorn inte spiller över till banksektorn. Sannolikheten för det är förmodligen liten i Sverige, åtminstone i jämförelse med USA. Där finns i många delstater möjligheter att ”lämna husnyckeln till banken”, alltså att lämna över äganderätten till bostaden, och på så sätt bli kvitt sitt bolån. Detta kan vara attraktivt om bostadspriserna faller så att värdet på bostaden som ett hushåll äger sjunker under skuldens storlek. Med sådana regler tvingas bankerna ta betydande delar av förlusterna vid fall i fastighetspriserna. Så är dock inte fallet i Sverige. När det gäller kommersiella fastigheter finns emellertid betydande risker för banksektorn också hos oss. Det beror på att ett kommersiellt fastighetsbolag kan gå i konkurs och därmed tvinga långivarna (bankerna) att stå för en del av förlusten.

Vår bedömning är att åtgärder av det slag som diskuteras i föregående avsnitt använts utan tillräcklig analys av deras respektive för- och nackdelar. De senare kan bli stora när individens möjligheter att finansiera ett bostadsköp minskas eller när penningpolitiken blir stramare än vad som är stabiliseringspolitiskt motiverat med högre arbetslöshet som följd. Åtgärderna bör därmed bara vidtas om det är troligt att de har tillräckligt stora effekter i form av att minska riskerna för en finansiell kris. Sådana analyser är fullt möjliga att göra, se till exempel Svensson (2017).

3.2.4 Riktlinjer för samspelet mellan finans- och penningpolitik i Sverige

Den i avsnitt 3.2.2 beskrivna konventionella synen på stabiliseringspolitiken har i hög grad styrt tänkandet om finans- och penningpolitiken i Sverige. Det klaraste uttrycket återfinns i regeringens skrivelse till riksdagen 2011 om det dåvarande finanspolitiska ramverket (Regeringen 2011). Ett avsnitt diskuterar rollfördelningen mellan Riksbank och regering samt när och hur finanspolitiken ska användas. Inställningen till aktiva finanspolitiska beslut är genomgående skeptisk.

Skrivelsen konstaterar att ”ekonomin, i normalfallet, via penningpolitiken kommer att stimuleras i lågkonjunkturer och stramas åt i högkonjunkturer” eftersom det vid störningar som påverkar efterfrågeläget inte finns något motsatsförhållande mellan att stabilisera sysselsättningen och inflationen. Det sägs vidare ”att finanspolitiken

i sådana situationer inte ska försvåra Riksbankens arbete med att upprätthålla en låg och stabil inflation” genom att bedrivs procykliskt. Däremot finns det enligt skrivelsen vid normala efterfrågestörningar ”som regel ingen anledning att försöka påverka efterfrågan med aktiva (diskretionära) finanspolitiska åtgärder, eftersom penningpolitiken då påverkar efterfrågan och inflationen i samma riktning”. Riskerna med att finanspolitiska åtgärder på grund av beslutsfördröjningar ska bli feltajmade eller att åtgärder som är avsedda att vara temporära blir permanenta, därför att de är politiskt svåra att återta, betonas. I stället framhålls att finanspolitikens bidrag till stabilisering främst bör ske genom de automatiska och semi-automatiska stabilisatorerna (sid 32–33).

Enligt skrivelsen finns det dock ”situationer då finanspolitiken mer aktivt kan behöva *komplettera* (vår kursivering) penningpolitiken. Det gäller vid kraftiga utbudstörningar och ”vid stora efterfrågestörningar i de fall penningpolitiken inte ensam(t) förmår dämpa efterfrågefallet i tillräcklig utsträckning”. De senare omständigheterna preciseras som ”situationer då reporäntan närmar sig noll procent” (sid 34).

Det finns också resonemang om att den stabiliseringspolitiska mixen bör påverkas av orsakerna till konjunkturstörningarna. Vid störningar i exportefterfrågan lyfts penningpolitiken fram som effektiv eftersom den påverkar växelkursen. Då bör finanspolitiken endast användas för att motverka smittoeffekter i andra delar av ekonomin. Samtidigt konstateras att ”vid störningar som i stället primärt träffar den inhemska efterfrågan är möjligheterna bättre att parera ett efterfrågebortfall med finanspolitiska åtgärder (sid 34).

Andra resonemang framhåller att de finanspolitiska multiplikatorerna är små och att finanspolitiken därför aldrig helt kan återföra arbetslösheten till normala nivåer vid stora konjunkturstörningar eftersom de offentligfinansiella effekterna skulle bli alltför stora. Finanspolitiska åtgärder ska antingen vara temporära (samtidigt som det betonas att de kan vara svåra att dra tillbaka) eller om de är permanenta ”avse strukturellt riktiga åtgärder som bidrar till att undvika flaskhalsproblem när konjunkturen vänder uppåt och som på sikt bidrar till att varaktigt höja sysselsättningen och BNP” (sid 35–36).

I nu gällande ramverksskrivelse från 2018 saknas i stort sett resonemang om stabiliseringspolitiken (Regeringen 2018). De enda

stabiliseringspolitiska riktlinjerna handlar om hur avvikelser från överskottsmålet ska hanteras (sid 15). Då ska konjunkturella hänsyn tas: ”För att minimera risken för att finanspolitiken ska bli procyklisk bör ett offentligt sparande som varaktigt bedöms ligga över (under) överskottsmålet inte åtgärdas förrän vid nästa konjunktur nedgång (konjunkturuppgång)”. Vidare sägs följande: ”Om det offentliga sparandet exempelvis varaktigt bedöms överstiga överskottsmålet, och en konjunktur nedgång inte antas vara nära förestående, är det möjligt att gradvis dra ned det finansiella sparandet. Det måste då säkerställas att effekterna på efterfrågan inte är större än att penningpolitiken kan hantera dem”.

Den föreslagna nya riksbankslagen kodifierar den nuvarande flexibla inflationsmålspolitiken genom tydliga formuleringar om att penningpolitikens mål inte endast är låg inflation utan också att stabilisera produktion och sysselsättning (se fördjupning 3.1). Trots detta innehåller propositionen om lagen (Regeringen 2021b) ingen diskussion om lämplig balans mellan finans- och penningpolitiska åtgärder i stabiliserings syfte.⁵⁹

Sammanfattningsvis finns alltså idag inga tydliga riktlinjer för den stabiliseringspolitiska rollfördelningen mellan finans- och penningpolitiken. Avsaknaden av sådana i regeringens finanspolitiska ramverksskrivelse 2018 kritiserades av Finanspolitiska rådet (2018). Att det stabiliseringspolitiska avsnittet i ramverksskrivelsen utgått skulle kunna tolkas som att regering och riksdag inte längre står bakom de riktlinjer som fanns i 2011 års skrivelse. Den oklarhet som råder är emellertid olycklig. Den riskerar att leda till att såväl finans- som penningpolitiska beslut blir alltför ad-hoc-betonade och att den stabiliseringspolitiska policymixen inte grundas på genomtänkta principer.

⁵⁹ Riksbankskommittén (2019), som hade regeringens uppdrag att föreslå förändringar i riksbankslagen, uttrycker dock klart att ”penningpolitiken har *huvudansvaret* (vår kursivering) för stabiliseringspolitiken när växelkursen är rörlig” men konstaterar också att ”det *utesluter* (vår kursivering) dock inte att finanspolitiken kan behöva *bjälpa till* (vår kursivering) att stabilisera ekonomin vid stora konjunktursvängningar, speciellt i djupa lågkonjunkturer då centralbanken är begränsad och bl.a. inte kan sänka sina styrräntor mer” (sid 685).

4 Hur har svensk finans- och penningpolitik bedrivits?

Avsnittet analyserar empiriskt hur stabiliseringspolitiken bedrivits i Sverige. Vi undersöker i vilken grad finanspolitiken varit kontracyklisk, det vill säga expansiv vid lågt resursutnyttjande och restriktiv vid högt. En *kontracyklisk* politik innebär ett högre finansiellt sparande i högkonjunktur och ett lägre i lågkonjunktur. En *procyklisk* politik förstärker konjunktursvängningarna genom att vara kontraktiv vid lågt resursutnyttjande och expansiv vid högt. Om inget samband föreligger mellan det finansiella sparandet och resursutnyttjandet är finanspolitiken *acyklisk*. Vi kan på liknande sätt karakterisera penningpolitiken beroende på hur hög realräntan varit. Vi studerar också hur finans- och penningpolitiken förhållit sig till inflationen. En del av analysen syftar till att fastställa om finans- och penningpolitiken varit *kongruenta*, det vill säga påverkat efterfrågan i samma riktning, eller *divergenta*, det vill säga påverkat efterfrågan åt olika håll (se också avsnitt 3.2.1).⁶⁰

Utöver diagramanalys skattar vi ekonometriska samband som visar hur realränta, finansiellt sparande och strukturellt finansiellt sparande samvarierat med BNP-gap och inflationens avvikelse från inflationsmålet. Det strukturella finansiella sparandet visar det finansiella sparandet korrigerat för effekter av konjunkturläget, alltså för de automatiska stabilisatorerna (se avsnitt 2.2.2). Syftet är att beräkna hur stort det finansiella sparandet skulle ha varit med faktisk finanspolitik om BNP-gapet varit noll. Det strukturella finansiella sparandet kan ses som ett mått på diskretionär (aktiv) politik. Vi gör både *ex-post*- och *ex-ante*-skattningar. De förra

⁶⁰ Vår analys har inspirerats av Bartsch med flera (2020). De studerar emellertid förändringar i de finans- och penningpolitiska variablerna, medan vi i stället analyserar dessas nivåer, vilket är mer relevant om man vill diskutera hur politiken bidrar till konjunkturstabilisering.

använder realiserade värden, de senare prognosticerade sådana när politiken utformades.

Ett uppenbart problem vid tolkningen av de samband som vi studerar är att kausaliteten kan gå i två riktningar. Vi är intresserade av vilken politik som förs i olika konjunkturlägen. Samtidigt påverkar politiken de makroekonomiska utfallen. En expansiv finans- eller penningpolitik bidrar till högre resursutnyttjande och inflation. De samband som vi observerar utgör en kombination av effekterna av konjunkturen på politiken och av politiken på konjunkturen. Men vi gör tolkningen att den observerade samvariationen till största delen speglar hur politiken förhållit sig till resursutnyttjande och inflation. Vårt implicita identifierande antagande är att exogena störningar som påverkat konjunkturen – 1990-talskrisen, IT-kraschen efter millennieskiftet, den globala finanskrisen, återhämtningen därefter och covidkrisen – varit av mycket större omfattning än eventuella exogena politikstörningar. Men eftersom vi inte gör några ekonometriska försök att hantera kausalitetsproblemen bör resultaten betraktas som preliminära.

Ett annat problem är att effekterna av penning- och finanspolitik på BNP och inflation inte uppstår direkt utan uppträder med fördröjning. Ekonometriska skattningar pekar på att effekten på BNP initialt växer och når sin maximala nivå efter något eller några år. Det betyder att även om de ekonomisk-politiska åtgärderna är perfekt korrelerade med konjunkturen så är effekterna inte det. För finanspolitiken tillkommer också normalt tidsfördröjningar mellan beslut och genomförande. Den allmänna bedömningen inom forskningen är dock att en välavvägd kontracyklisk penningpolitik bidrar till att stabilisera konjunkturen trots tidsförskjutningen. För finanspolitiken är forskningsläget något mer oklart, men vi gör bedömningen att en kontracyklisk finanspolitik i princip kan stabilisera konjunkturen.

Avsnitt 4.1 redogör för data och variabler. I avsnitt 4.2 studeras hur finanspolitiken samvarierat med resursutnyttjande och avvikelser från inflationsmålet. Avsnitt 4.3 dokumenterar hur penningpolitiken samvarierat med samma utfallsvariabler. I avsnitt 4.4 analyserar vi samspelet mellan finans- och penningpolitiken och belyser om politiken varit kongruent eller divergent. Avsnitt 4.5 redogör i korthet för den ekonomiska politiken under pandemin.

En känslighetsanalys, baserad på alternativa mått på realränta och resursutnyttjande, redovisas i Appendix A.3. Appendix A.4 rapporterar skattningsresultaten.

4.1 Data

Vår studie omfattar olika mått på finans- och penningpolitiken och grundas på årsvisa observationer 1996–2021. Nedan redogör vi för de variabler som ligger till grund för analysen och studerar hur de utvecklats över tid.

Variabeldefinitioner

Som mått på finanspolitikens stabiliseringspolitiska inriktning använder vi både det finansiella sparandets och det strukturella finansiella sparandets avvikelse från överskottsmålet. Eftersom målet gäller över en konjunkturcykel kan det vara rimligt att definiera expansiv finanspolitik som ett finansiellt sparande under målnivån och kontraktiv finanspolitik som ett finansiellt sparande över den. Det finansiella sparandet reflekterar såväl aktiva åtgärder som automatiska stabilisatorer. Data för både det finansiella sparandet och det strukturella finansiella sparandet är från Konjunkturinstitutet.

För att mäta hur expansiv penningpolitiken varit använder vi skattningar av både den neutrala realräntan, det vill säga den ränta som skulle krävas för att sluta BNP-gapet vid en given tidpunkt, och den faktiska realräntan från Armelius med flera (2018). Expansiv penningpolitik definieras som att realräntan är lägre än den neutrala realräntan och kontraktiv politik som att den är högre. I merparten av analysen använder vi Armelius med fleras mått på resursutnyttjandet.

Eftersom Riksbankens mål sedan 2019 är formulerat i termer av KPIF (konsumentprisindex med fast ränta) använder vi genomgående detta mått på inflationen. Det säkerställer att mekaniska effekter av ränteförändringar inte påverkar inflationsutfallet.

I våra ex-ante-regressioner använder vi de prognoser för BNP-gap och inflation som redovisas i budgetpropositionen för respektive år. Eftersom prognoser för KPIF inte finns för hela urvals-

perioden, använder vi i dessa ex-ante-skattningar prognoser för KPI när KPIF-prognoser saknas.

Vi avgränsar oss till perioden 1996–2021 eftersom det inte finns något siffersatt överskottsmål att relatera finanspolitiken till dessförinnan (se också fördjupning 3.1). När vi använder oss av skattningarna i Armelius med flera (2018) är den studerade perioden 1996–2018. När vi bygger på prognoser för BNP-gap och inflation från budgetpropositionerna finns data endast för perioden 2002–21.

Som komplement till de skattningar av BNP-gap och realränta som redovisas i Armelius med flera (2018) utnyttjar vi även Konjunkturinstitutets data på resursutnyttjande och tar fram ett eget mått på realräntan baserat på styrräntan minus förväntad inflation fyra kvartal framåt i tiden enligt Prospera. Denna analys rapporteras i Appendix A.3.

Variablernas utveckling över tid

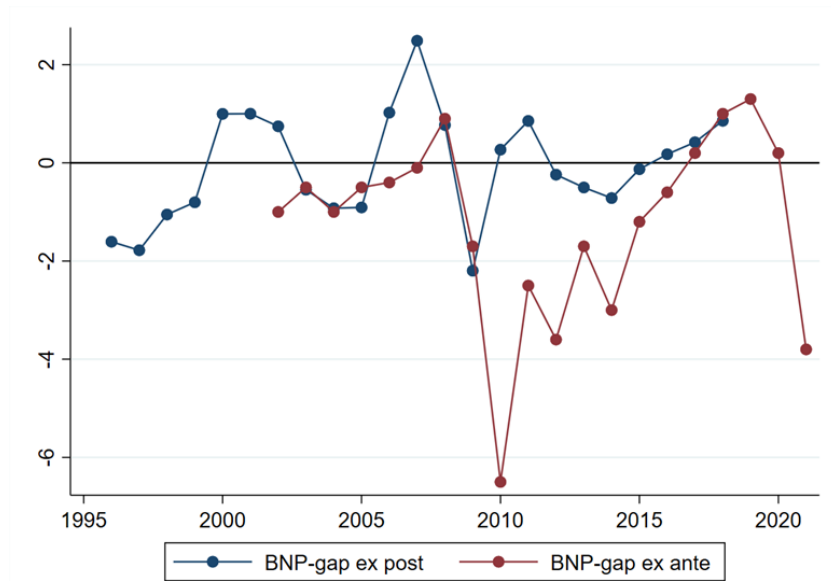
Figur 4.1 visar BNP-gapet ex ante och ex post under urvalsperioden. Det prognosticerade BNP-gapet fluktuerar mer än det faktiska. Avvikelserna är särskilt stora efter finanskrisen. Från 2010 och några år framåt bedömde regeringen i samband med budgetpropositionen att BNP-gapet skulle bli betydligt mer negativt än det sedan blev.

Det finansiella sparandet och det strukturella finansiella sparandet illustreras i figur 4.2. Det finansiella sparandet understiger för det mesta det strukturella finansiella sparandet när BNP-gapet är negativt. Det finns dock undantag som kan spegla svårigheterna med att mäta det strukturella finansiella sparandet. Figur 4.3 visar det finansiella sparandets och det strukturella finansiella sparandets avvikelse från överskottsmålet.

Realräntans utveckling enligt skattningarna i Armelius med flera (2018) och enligt våra egna beräkningar visas i figur 4.4. De två variablerna samvarierar och följer en negativ trend. Båda måtten på realräntan är negativa efter finanskrisen och framåt. Den uppgång som syns i realräntan enligt våra egna beräkningar 2011–12 speglar en högre styrränta men också ett fall i inflationsförväntningarna under denna period. Realräntan föll ytterligare när styrräntan blev negativ 2015.

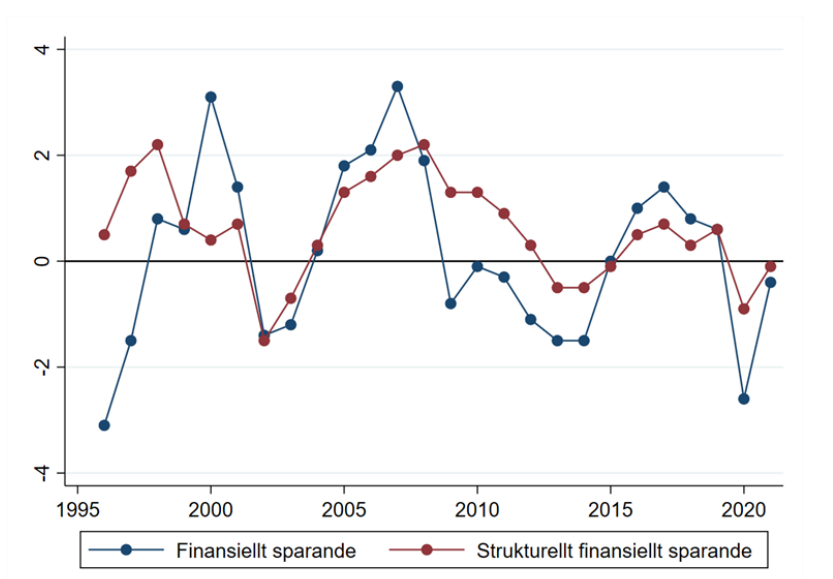
Figur 4.5 visar den neutrala realräntan i Armelius med flera (2018) samt realräntans avvikelse från denna. Eftersom avvikelsen definieras som den neutrala räntan minus den faktiska realräntan, innebär ett positivt värde på denna variabel att penningpolitiken är expansiv och ett negativt värde att den är kontraktiv. Diagrammet tyder på att penningpolitiken var expansiv efter finanskrisen och även har varit det från 2014 och framåt förutom 2018. Att avvikelsen blev negativ under detta år trots att styrräntan då var negativ beror på att den neutrala realräntan var så låg att penningpolitiken enligt vår definition ändå inte kan betecknas som expansiv.

Figur 4.1 BNP-gap ex ante och ex post 1996–2021



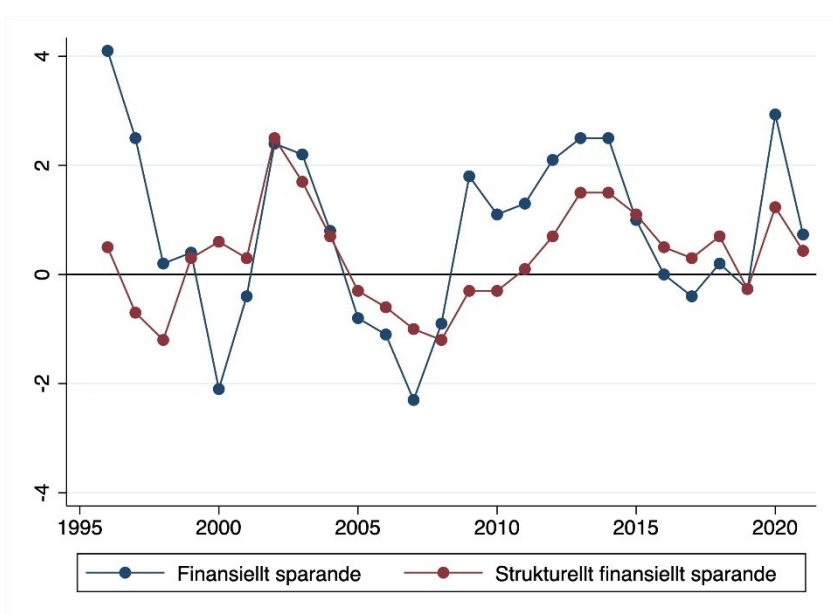
Källor: BNP-gapet ex post enligt Armelius med flera (2018). BNP-gapet ex ante enligt budgetpropositionen respektive år.

Figur 4.2 Finansiellt sparande och strukturellt finansiellt sparande 1996–2021



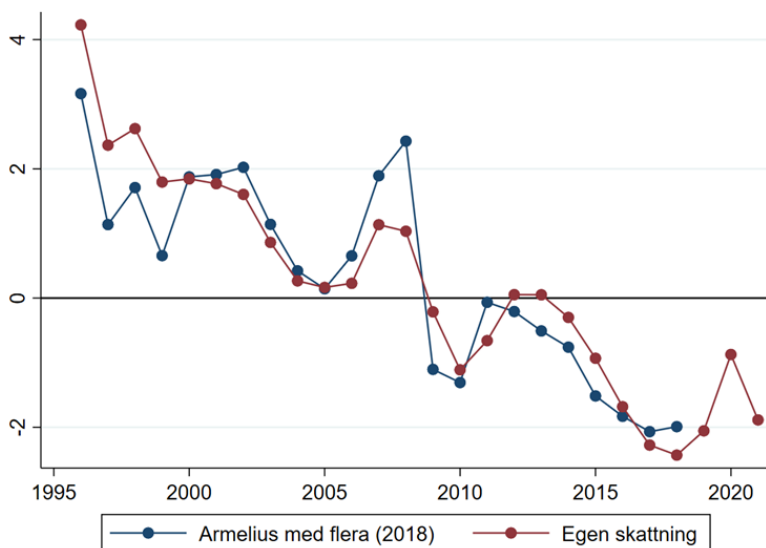
Källa: Konjunkturinstitutet.

Figur 4.3 Överskottsmålet minus finansiellt sparande respektive strukturellt finansiellt sparande 1996–2021



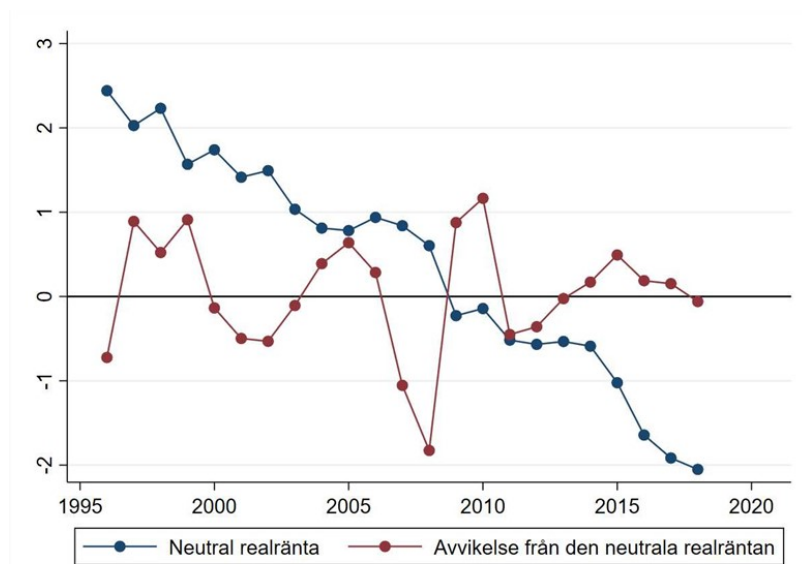
Källa: Konjunkturinstitutet.

Figur 4.4 Realränta 1996–2021



Anm: Realränta enligt Armelius med flera (2018) respektive enligt egen beräkning (styrräntan minus förväntad inflation fyra kvartal framåt i tiden enligt Prospera).

Figur 4.5 Neutral realränta och neutral realränta minus realränta 1996–2018



Anm: Samtliga variabler är hämtade från Armelius med flera (2018). Avvikelsen mäter den neutrala realräntan minus realräntan.

4.2 Finanspolitiken

Figur 4.6 visar skillnaden mellan överskottsmålet och det finansiella sparandet på y-axeln samt BNP-gapet enligt Armelius med flera (2018) på x-axeln. Ett positivt värde på y-axeln betyder att det finansiella sparandet är *mindre* än överskottsmålet, vilket vi som ovan angavs tolkar som en expansiv finanspolitik. Ett negativt värde på y-axeln betyder omvänt att det finansiella sparandet överstiger överskottsmålet, det vill säga en kontraktiv finanspolitik.

Diagrammet visar en tydlig negativ korrelation. I perioder med positiva BNP-gap, har det finansiella sparandet i regel överstigit överskottsmålet, vilket indikerar en kontraktiv finanspolitik. I perioder med negativa BNP-gap har i stället finanspolitiken i genomsnitt varit expansiv, det vill säga det finansiella sparandet har varit lägre än överskottsmålet. Finanspolitiken framstår alltså som kontracyklisk när hänsyn tas till både automatiska stabilisatorer och aktiva åtgärder. Resultaten från den grafiska analysen får stöd av regressionerna i tabell A.1 i Appendix A.4. Där finner vi en signifikant negativ korrelation mellan å ena sidan skillnaden mellan överskottsmålet och det finansiella sparandet och å andra sidan BNP-gapet.

Några år sticker ut vid en närmare granskning. Ett exempel är valåret 2002 då resursutnyttjandet var högt men finanspolitiken ändå mycket expansiv. År 2005 var resursutnyttjandet lågt men finanspolitiken kontraktiv. Dessa och några andra år har finanspolitiken i termer av det totala finansiella sparandet alltså varit procyklisk.

Figur 4.7 visar relationen mellan å ena sidan skillnaden mellan överskottsmålet och det strukturella finansiella sparandet och å andra sidan BNP-gapet. Korrelationen är nära noll. Skattningarna i tabellerna A.3 och A.4 i Appendix A.4 visar inte heller någon samvariation mellan det strukturella finansiella sparandet och resursutnyttjandet. Den diskretionära finanspolitiken har alltså i genomsnitt varit acyklisk. Aktiva finanspolitiska beslut förefaller därmed inte systematiskt ha bidragit till att stabilisera konjunkturen. Även här ser vi att några år präglas av en procyklisk finanspolitik. Det är särskilt tydligt 2002. Ett annat exempel är 2009 under den globala finanskrisen då den diskretionära finanspolitiken var kontraktiv trots ett mycket lågt resursutnyttjande (det lägsta under hela den studerade perioden). Att den diskretionära finanspolitiken var

restriktiv trots ett negativt BNP-gap både 1997 och 1998 speglar sannolikt den konsolidering av de offentliga finanserna som präglade den ekonomiska politiken efter 1990-talskrisen. Åren 2016–18 kännetecknas av en expansiv diskretionär finanspolitik trots ett högt resursutnyttjande.

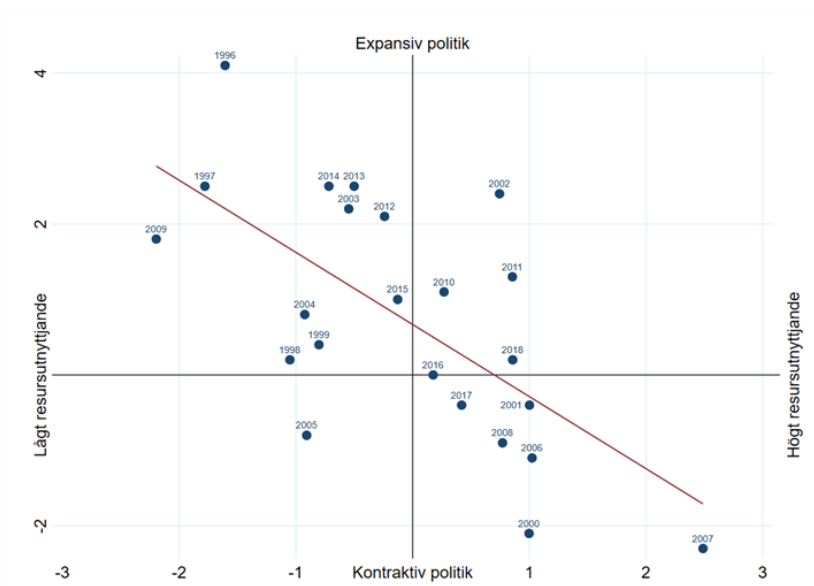
Man skulle kunna förvänta sig särskilt expansiv finanspolitik genom aktiva åtgärder under valår. Figuren visar dock inget systematiskt sådant mönster. Det strukturella finansiella sparandet indikerar en expansiv diskretionär finanspolitik valåren 2002, 2014 och 2018. Den diskretionära finanspolitiken var dock kontraktiv valåren 1998, 2006 och 2010.

Vi studerar även hur finanspolitiken förhållit sig till avvikelser av inflationen från dess målnivå. Figur 4.8 visar skillnaden mellan överskottsmål och finansiellt sparande på y-axeln och skillnaden mellan inflationsmålet och inflationen på x-axeln. Det är en svag negativ korrelation mellan de två variablerna. De år då inflationen legat under målet har finanspolitiken i genomsnitt varit expansiv och de år då inflationen legat över målet har finanspolitiken oftast varit kontraktiv. Det speglar sannolikt inte att finanspolitiken reagerat på inflationens avvikelser från målet utan beror förmodligen på att inflationen samvarierat med BNP-gapet som i sin tur styrt det finansiella sparandet via de automatiska stabilisatorerna.

Figur 4.9 visar det strukturella sparandets avvikelse från överskottsmålet på y-axeln och inflationens avvikelse från inflationsmålet på x-axeln. Här är samvariationen ännu svagare än i figur 4.8. Detta är inte förvånande eftersom konjunkturreffekterna rensats bort i det strukturella saldoot.

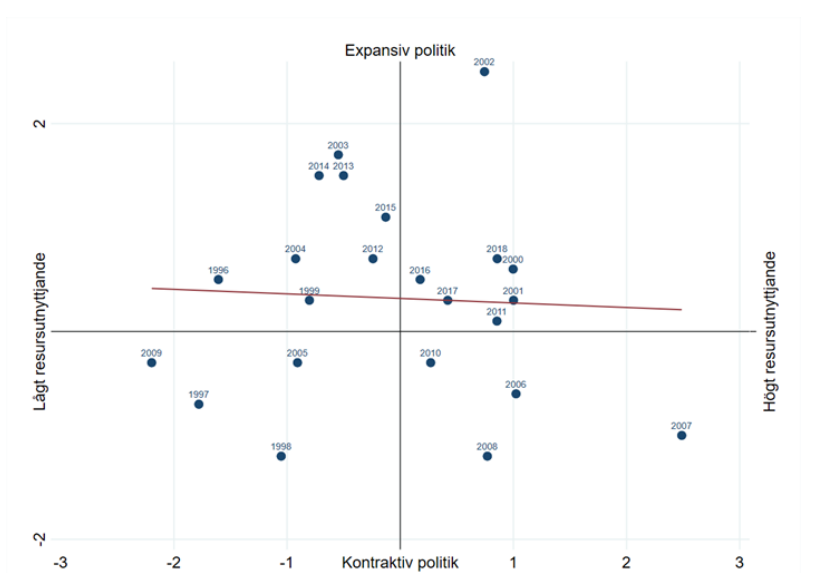
Sammanfattningsvis konstaterar vi att finanspolitiken i genomsnitt förefaller ha varit kontracyklisk när vi inkluderar de automatiska stabilisatorerna i den. Den aktiva finanspolitiken framstår däremot i genomsnitt som *acyklisk*. Under år med små BNP-gap kan detta ses som i överensstämmelse med *conventional wisdom* om att aktiv konjunktursterilisering normalt ska undvikas. Men det är mer uppseendeväckande att det finns så tydliga exempel på procyklisk diskretionär finanspolitik vissa år med stora obalanser i resursutnyttjandet. Det är en viktig observation inför vår diskussion av den framtida balansen mellan finans- och penningpolitik i avsnitten 5.3 och 6.

Figur 4.6 Finansiellt sparande och resursutnyttjande 1996–2018



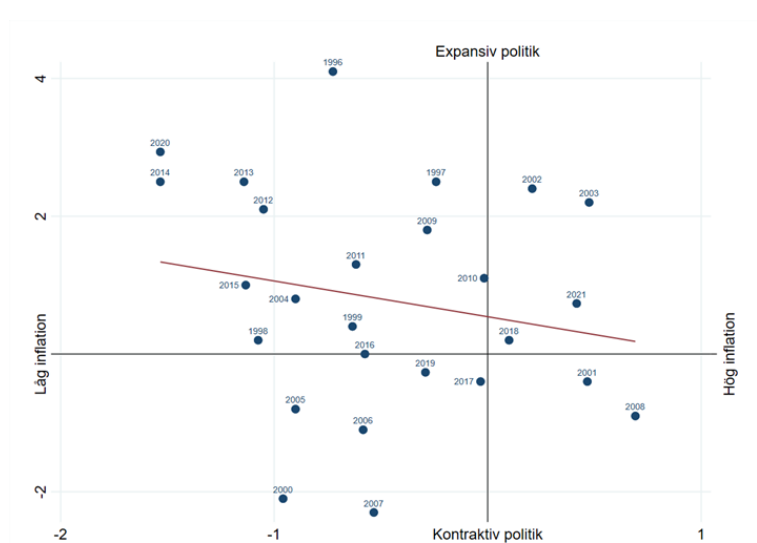
Anm: X-axeln visar BNP-gapet enligt Armelius med flera (2018). Y-axeln visar skillnaden mellan överskottsålet och det finansiella sparandet. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

Figur 4.7 Strukturellt finansiellt sparande och resursutnyttjande 1996–2018



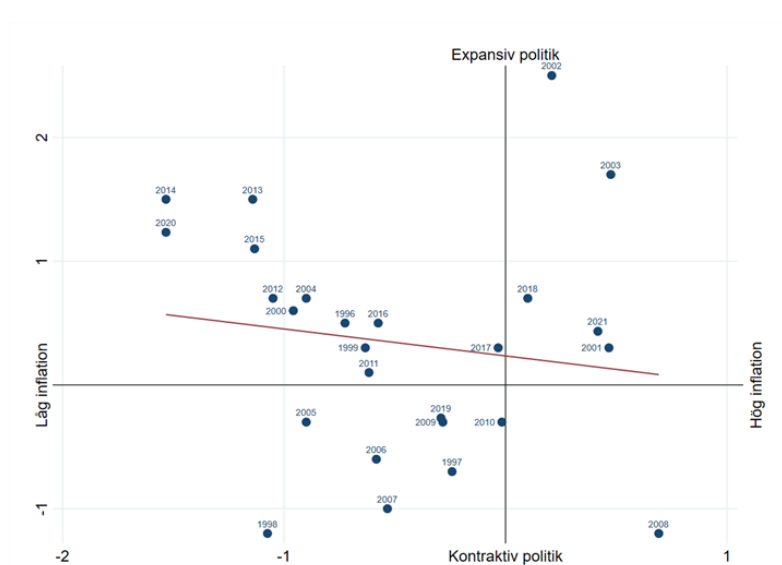
Anm: X-axeln visar BNP-gapet enligt Armelius med flera (2018). Y-axeln visar skillnaden mellan överskottsålet och det strukturella finansiella sparandet. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

Figur 4.8 Finansiellt sparande och avvikelse från inflationsmålet 1996–2021



Anm: X-axeln visar skillnaden mellan inflationsmålet och inflationen. Y-axeln visar skillnaden mellan överskotts-målet och det finansiella spardet. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

Figur 4.9 Strukturellt finansiellt sparande och avvikelse från inflationsmålet 1996–2021



Anm: X-axeln visar skillnaden mellan inflationsmålet och inflationen. Y-axeln visar skillnaden mellan överskotts-målet och det strukturella finansiella spardet. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

4.3 Penningpolitiken

Figur 4.10 visar skillnaden mellan den neutrala realräntan och den faktiska realräntan på y-axeln och inflationens avvikelse från inflationsmålet på x-axeln när vi använder skattningarna i Armelius med flera (2018) för realräntan. Ett positivt värde på y-axeln betyder att realräntan är lägre än den neutrala räntan, alltså en expansiv penningpolitik. Figuren visar en svagt negativ korrelation, det vill säga penningpolitiken har i genomsnitt varit expansiv då inflationen legat under målet och kontraktiv när den legat över det.

Även här är det några år som utmärker sig. Penningpolitiken under 2007 framstår som kontraktiv med tanke på den låga inflationen. Både 2007 och 2011 kännetecknades dock av högt resursutnyttjande. År 2011 kommunicerade vidare Riksbanken en stark oro för stigande priser på bostadsmarknaden.

Figur 4.11 visar skillnaden mellan den neutrala realräntan och realräntan samt BNP-gapet. Diagrammet är konsistent med en svagt kontracyklisk politik.

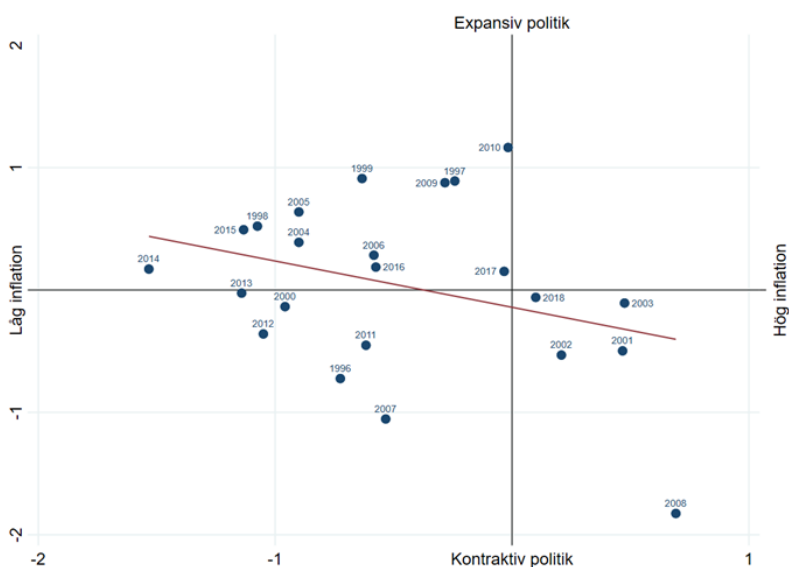
Våra skattningar av Taylorregler styrker resultaten från den grafiska analysen. Ex-post-skattningarna i tabell A.5 visar en negativ samvariation mellan å ena sidan skillnaden mellan den neutrala realräntan och realräntan och å andra sidan BNP-gapet.⁶¹ Ett mindre BNP-gap är därmed korrelerat med en lägre realränta. Mer specifikt innebär en ökning av BNP-gapet med 1 procentenhet att realräntan ökar med 0,3 procentenheter i förhållande till den neutrala realräntan. Ett förvånande resultat i tabell A.4 är att realräntans avvikelse från den neutrala realräntan inte är signifikant korrelerad med inflationens avvikelse från målnivån. Detta resultat är dock känsligt för om vi använder faktiska inflationsutfall eller prognoser. Ex-ante-skattningarna i tabell A.5 visar att en prognosticerad positiv avvikelse från inflationsmålet samvarierar med en kontraktiv (mindre expansiv penningpolitik). Detta är förväntat och speglar sannolikt att Riksbanken bestämmer styrräntan baserat på sin prognos för inflationen framöver.

Sammanfattningsvis har penningpolitiken, som vi mäter den, i genomsnitt endast samvarierat svagt med faktiska avvikelser från inflationsmålet. Penningpolitiken framstår i denna ex-post analys

⁶¹ Notera att den beroende variabeln i skattningarna är formulerad som i figurerna, så att en ökning i den beroende variabeln innebär en expansiv politik, inte en räntehöjning som i standardformuleringar av Taylorregeln.

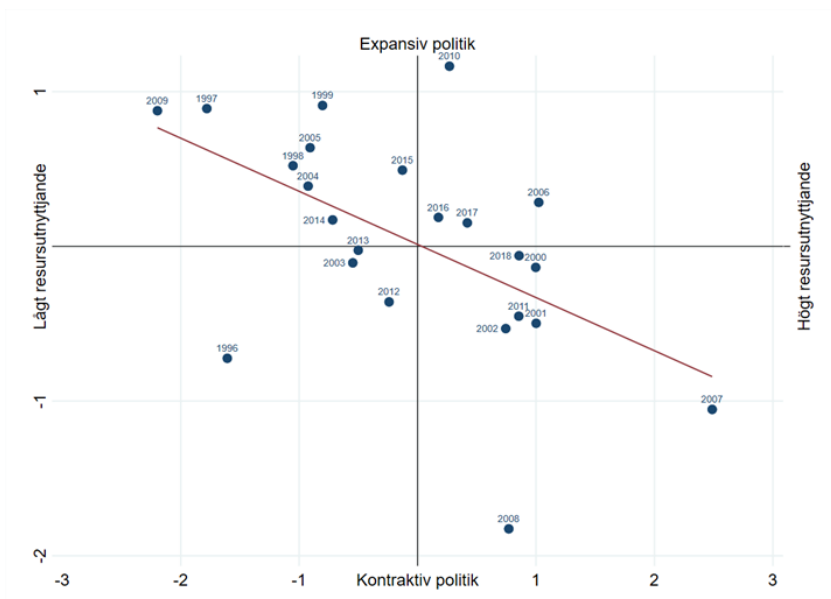
som mer kontracyklisk i förhållande till resursutnyttjandet än till inflationen. Detta kan tyckas förvånande. Riksbanken har visserligen ett flexibelt inflationsmål och tar därför realekonomiska hänsyn, men inflationsmålet är överordnat (se fördjupning 3.1). I ex ante-skattningsarna av Taylorreglerna får dock förväntade avvikelser från inflationsmålet genomslag på politiken och det är därför troligt att mönstret speglar de tidsfördröjningar som penningpolitiken karakteriseras av: den vedertagna uppfattningen är att det tar 1–2 år innan ränteförändringar får full effekt på inflationen medan BNP påverkas snabbare (se exempelvis Christiano med flera 1999 och diskussionen i avsnitt 2.3.1).

Figur 4.10 Real styrrenta 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 styrrentan när dessa baseras på Armelius med flera (2018). Linjen visar det skattade linjära sambandet.

Figur 4.11 Real styrrenta 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.

4.4 Samspelet mellan finans- och penningpolitiken

Figur 4.12 visar skillnaden mellan överskotts målet och det finansiella sparandet på y-axeln samt skillnaden mellan den neutrala realräntan och realräntan enligt Armelius med fleras mått på x-axeln. Samvariationen är positiv. När finanspolitiken (inklusive de automatiska stabilisatorerna) varit expansiv har även penningpolitiken varit det. Politiken har alltså i genomsnitt varit kongruent när vi mäter finanspolitiken på detta sätt. Även här är det intressant att identifiera år som avviker från det allmänna mönstret. År 1996 var finanspolitiken mycket expansiv men penningpolitiken kontraktiv. Även 2011 karakteriserades av en sådan divergent politik. Analysen är dock känslig för vilket mått på penningpolitiken som används: med vårt alternativa realräntemått blir samvariationen mellan finans- och penningpolitik i stället negativ (se figur A.7 i Appendix A.4), det vill säga politiken framstår som divergent.

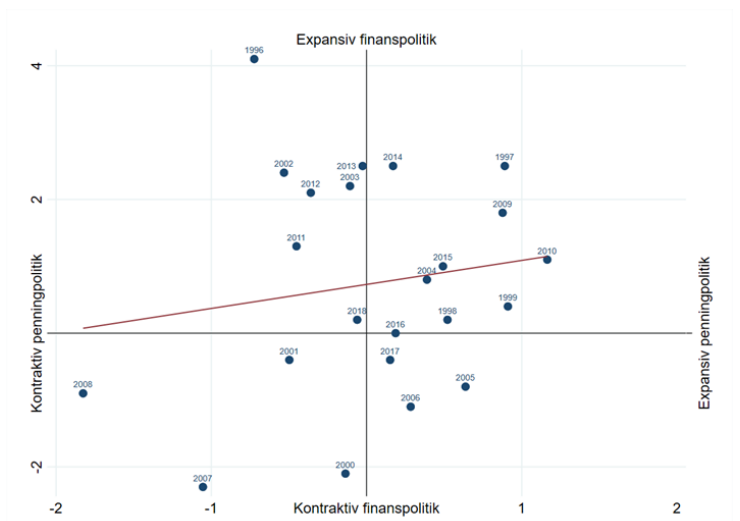
I figur 4.13 har det finansiella sparandet på y-axeln ersatts av det strukturella finansiella sparandet. Det finns då ingen samvariation mellan finans- och penningpolitiken. Korrelationen i figur 4.12 beror således på de automatiska stabilisatorerna. Däremot har inte den aktiva finanspolitiken samvarierat med penningpolitiken. Använder vi i stället vårt eget realräntemått, finner vi en negativ samvariation mellan penningpolitiken och den aktiva finanspolitiken (se figur A.8 i Appendix A.3).

I vår analys har vi använt realräntans avvikelse från den neutrala räntan som indikator på penningpolitikens inriktning. Men Riksbanken har fört en expansiv penningpolitik med hjälp av också andra instrument än räntan på senare år (se avsnitten 2.3, 4.5 och 5.1). I till exempel figur 4.12 ser vi att penningpolitiken endast är svagt expansiv 2016 och 2017.⁶² Men samtidigt genomförde Riksbanken stora obligationsköp för att försöka driva upp inflationen.

En relevant fråga är om finanspolitiken borde ha varit mer expansiv under de år då Riksbanken hade svårt att nå inflationsmålet och reporäntan var negativ, så att Riksbanken inte hade behövt tillgripa kvantitativa lättnader i den omfattning som skedde. I figurerna 4.6 och 4.7 framgår dock att det finansiella sparandet under åren 2016–18 låg nära överskottsmålet samtidigt som det strukturella sparandet låg något under, vilket vi tolkar som att den diskretionära finanspolitiken var svagt stimulerande. Vi återkommer till frågan om relationen mellan finans- och penningpolitiken under dessa år i avsnitt 6.2.

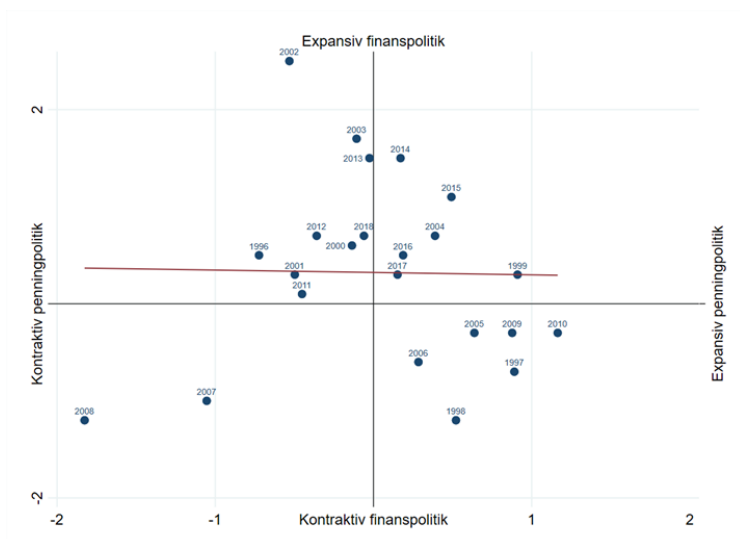
⁶² Skattningarna av den neutrala räntan i Armelius med flera (2018) sträcker sig bara fram till och med 2018.

Figur 4.12 Finansiellt sparande och avvikelse från den neutrala räntan 1996–2018



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

Figur 4.13 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 dessa baseras på Armelius med flera (2018). Y-axeln visar skillnaden mellan överskottsmålet och det strukturella finansiella sparandet. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

4.5 Finans- och penningpolitik under pandemin

Den 11 mars 2020 uppgraderade Folkhälsomyndigheten risken för samhällsspridning av covid-19 till mycket hög. Samma dag presenterade regeringen en ändringsbudget för att ersätta kommuner och regioner för deras extrakostnader i samband med pandemin. Dagen efter meddelade Riksbanken att man var beredd att till styrrentan låna ut upp till 500 miljarder kronor till banker för vidareutlåning till icke-finansiella företag. Syftet var att tillse att kreditförsörjningen till näringslivet upprätthölls. Erfarenheter från tidigare kriser, senast finanskrisen 2008–10, är att om kreditförsörjningen försvåras eller rentav stoppas så kan en ekonomisk störning kraftigt förstärkas och effekterna bli mycket långvariga.⁶³

Dessa första insatser följdes av ett stort antal andra finans- och penningpolitiska åtgärder. Finanspolitiken riktades mot både företag och hushåll. Stöd till korttidsarbete, minskade sjuklönekostnader, anstånd med skatteinbetalningar, sänkta arbetsgivaravgifter, hyresstöd och kompensation för minskad omsättning syftade till att minska risken för konkurser och uppsägningar. Mer generös arbetslöshets- och sjukförsäkring samt lättade amorteringskrav för bostadslån hade som mål att minska inkomstbortfallen för drabbade hushåll. Coronakommissionen (2022) bedömer att nästan hälften av den inkomstkompensation som betalades ut till hushåll kom från särskilda pandemiåtgärder och resten från existerande socialförsäkringar. Det mesta av stödet till näringslivet utgjordes av pandemiåtgärder eftersom samhället normalt inte kompenserar företag för affärsrelaterade inkomstförluster.

De finanspolitiska åtgärderna under 2020 var mycket omfattande och tog höjd för en ekonomisk kris som kunnat bli betydligt djupare än den blev. Statens beslutade budgetram för pandemirelaterade insatser 2020 blev så omfattande som 304 miljarder kronor, motsvarande cirka 6 procent av BNP. Av dessa utnyttjades cirka hälften, 153 miljarder (Coronakommissionen 2022).

En viktig avvägning för de finanspolitiska stöden under pandemin var mellan att å ena sidan förhindra onödiga konkurser och att existerande organisationskapital samt fungerande matchningar mellan arbetsgivare och arbetstagare förstördes och att å andra sidan

⁶³ Se också Bernanke (1983) som argumenterar för att denna mekanism är central för att förstå varför depressionen på 1930-talet blev så djup och framför allt så långvarig som den blev. Se även avsnitt 3.2.3 ovan.

inte bromsa önskvärd strukturomvandling (se till exempel Finansdepartementets expertgrupp 2020 och Calmfors 2020c). Det är svårt att utan mer forskning ha en välgrundad uppfattning om den förda politiken innebar en lämplig avvägning eller inte. Det faktum att antalet konkurser minskade under pandemin talar möjligen för att stöden var onödigt generösa. Men i en osäker situation var det förmodligen välmotiverat att snarare ta i för mycket än för lite för att förhindra en farlig nedåtgående spiral. Liknande slutsatser dras av Coronakommissionen (2022) och i en underlagsrapport till den (Ekholm med flera 2022).

Det var däremot förmodligen olyckligt att stödet för korttidsarbete inriktades på tillsvidareanställda, alltså på arbetsmarknadens *insiders*. Ett villkor för att få stödet var att ett företag först försökt reducera arbetskraftskostnaderna på andra sätt. Man behövde till exempel friställa visstidsanställda som inte var centrala för verksamheten. Det gjorde stödet mindre effektivt för att skydda jobben för ungdomar, lågutbildade och utrikes födda, som i högre grad än andra grupper har visstidsanställningar.

Under pandemin vidtog Riksbanken en rad åtgärder av ett slag som inte gjorts tidigare (se också fördjupning 2.6). Den volymmässigt största åtgärden var köp av stora mängder säkerställda obligationer (bostadsobligationer). Från slutet av februari till slutet av november 2020 ökade Riksbankens innehav av säkerställda obligationer från 0 till 195 miljarder kronor. Inköpen av sådana obligationer fortsatte under 2021 och innehavet var som mest 413 miljarder i slutet av maj 2022. Två månader senare var det 399 miljarder kronor.⁶⁴

Som fördjupning 2.7 redovisar så ökade Riksbanken också sitt innehav av svenska statsobligationer. Dessa köp inleddes redan 2015 i syfte att sänka de långa räntorna och på så sätt fortsätta att göra penningpolitiken mer expansiv i ett läge när styrräntan låg i närheten av sin nedre gräns (se också avsnitt 5.1.2). Den sista februari 2020 var innehavet 338 miljarder kronor. Detta ökade till 402 miljarder i slutet av november samma år och var som störst i slutet av maj 2022 då det uppgick till 404 miljarder kronor. Krisåtgärderna ledde alltså till att Riksbankens innehav av stats- och säkerställda obligationer

⁶⁴ Uppgifterna om Riksbankens obligationsköp är hämtade från Riksbankens hemsida den 4 augusti 2022: <https://www.riksbank.se/sv/penningpolitik/penningpolitiska-instrument/riksbankens-utokade-kop-av-vardepapper/>.

blev ungefär lika stora. Eftersom den totala mängden utestående säkerställda obligationer är mycket större än mängden utestående statsobligationer blev andelen av stocken som ägs av Riksbanken avsevärt mindre för de förra än för de senare obligationerna (20 respektive 45 procent). I slutet av juli 2022 hade Riksbankens innehav av statsobligationer minskat till 333 miljarder.

En kontroversiell åtgärd var Riksbankens köp av företagsobligationer. Dessa annonserades tidigt under pandemin men genomfördes inte förrän i september 2020. Under 2020 och 2021 köptes sådana obligationer för 12 miljarder kronor, alltså ett förhållandevis litet belopp. Drygt hälften av obligationerna var utgivna av fastighetsbolag. Dessutom köptes kommunobligationer i en jämn takt under hela krisen. Detta innehav uppgick som mest till 124 miljarder kronor i slutet av maj 2022, men hade minskat till 119 miljarder i slutet av juli.

Riksbankens uttalade syfte med köpen av säkerställda obligationer och företagsobligationer var att bryta och reversera uppgången i ränteskillnaden mellan dessa och statsobligationer. Som en följd av oron för pandemins konsekvenser hade dessa skillnader ökat snabbt i mars 2020. En okontrollerad ökning av räntedifferenserna hade kunnat leda till en bank- och bostadsmarknadskris. Ränteskillnaderna föll sedan snabbt och var redan under sommaren 2020 lägre än före pandemin. Det är tänkbart att de aviserade köpen av säkerställda obligationer och företagsobligationer fick effekt redan innan några köp gjorts. Det är också möjligt att en lämpligare strategi hade varit att betinga köpen på utvecklingen på finansmarknaderna. I så fall hade kanske inte köpen av företagsobligationer behövt genomföras och köpen av säkerställda obligationer kunnat trappas ned betydligt tidigare än vad som skedde. Som framgår av figur 1.1 hade Riksbanken börjat höja styrräntan vid denna tidpunkt, vilket gör att den knappast kan sägas ha varit vid sin nedre gräns när köpen genomfördes. Detta väcker frågan om dessa och andra tillgångsköp var motiverade (se även Walentin 2022). Det är svårt att utan forskning på området ha en välgrundad uppfattning i dessa frågor. Man måste också vara medveten om att besluten under pandemin fattades under mycket stor tidspress.

Åtgärderna från regering, Riksbank och andra myndigheter i syfte att minska de ekonomiska konsekvenserna av pandemin var kraftfulla, snabba och involverade många nya verktyg. De samlade

åtgärderna, i kombination med liknande insatser i omvärlden, var sannolikt avgörande för att de ekonomiska effekterna av pandemin blev avsevärt mindre än befarat. De återkopplingsmekanismer som hade kunnat skapa en global depression kunde undvikas. Coronakommissionen (2022) har genomfört omfattande studier av effekterna mer i detalj. Men det finns ett stort behov av mer forskning om de kort- och långsiktiga effekterna av de åtgärder som vidtogs.

Samspelet mellan finans- och penningpolitiken fungerade av naturliga skäl på ett annat sätt under covidkrisen än vid mer vanliga konjunkturstörningar. När uppgiften främst är att stabilisera efterfrågan utgör, som ovan framhållits, de två slagen av politik (imperfekta) substitut. Men under covidkrisen fungerade de i stor utsträckning som komplement till varandra. Ett centralt mål för finanspolitiken var att ge hushåll och företag försäkringsskydd mot stora inkomstfall. Den uppgiften kunde inte fullgöras av penningpolitiken. Den spelade däremot en nyckelroll när det gäller tillgången på likviditet och för att förhindra en explosiv utveckling av räntespreadarna på bostads- och företagsobligationer, vilket hade kunnat leda till en finanskris.

Syftet med denna rapport är inte att analysera krisbekämpningen under pandemin. Vi nöjer oss därför med följande bedömningar. För det första skapade inte de finans- och penningpolitiska regelverken några betydande hinder för en snabb och kraftfull krishantering. För det andra var regelverken av avgörande betydelse för att förtroendet för de offentliga finanserna och för penningvärdet förblev starkt under hela krisen. För det tredje ser vi inga betydande problem med koordineringen av de åtgärder som vidtogs. Riksbanken genomförde dock åtgärder som gränsar till eller överskrider gränsen för vad som bör betraktas som penningpolitik. Hit hör köpen av bostadsobligationer och särskilt köpen av företagsobligationer. Behovet av ett snabbt och kraftfullt agerande i ett akut finansiellt krisläge talar tydligt för att Riksbanken även framöver ska ha möjligheter att vidta sådana åtgärder. De bör dock endast tillgripas i syfte att värna det finansiella systemets funktion i synnerligen allvarliga kriser.

5 Den stabiliseringspolitiska mixen i framtiden

Avsnitt 3 redogjorde för den syn på balansen mellan finans- och penningpolitik som varit rådande under de senaste decennierna. Enligt den ska penningpolitiken ha huvudansvaret för den makroekonomiska stabiliseringen medan diskretionär finanspolitik normalt ska undvikas. Efter den globala finanskrisen och den efterföljande recessionen har emellertid en mer positiv inställning till finanspolitiken som stabiliseringspolitiskt medel blivit allt vanligare bland både ekonomer och ekonomisk-politiska beslutsfattare.⁶⁵ Som beskrevs i avsnitt 4.5 spelade också finanspolitiska åtgärder en central roll i Sverige under covidpandemin 2020/21. Detsamma gällde i andra ekonomiskt utvecklade länder.

Detta avsnitt diskuterar hur man bör se på rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik framöver i ljuset av både senare års erfarenheter och nyare forskning. Vi behandlar hur bedömningarna av såväl penning- som finanspolitiken förändrats. Avsnitt 5.1 redogör för överväganden om penningpolitiken med fokus på de begränsningar av penningpolitikens effektivitet som kan uppkomma i en miljö där de nominella räntorna är låga i en normalkonjunktur. Avsnitt 5.2 fokuserar på risken för att en expansiv penningpolitik kan leda till finansiell instabilitet kopplad till bostadsmarknaden. Avsnitt 5.3 diskuterar både möjligheter och risker med att i högre grad förlita sig på finanspolitiken som stabiliseringspolitiskt instrument. Avsnitt 5.4 behandlar de specifika utmaningar som stabiliseringspolitiken ställs inför i den stagflationssituation som uppkommit under 2022.

⁶⁵ Lagarde (2016), Auerbach (2019), Blanchard och Summers (2019), Lagerwall (2019), Blanchard (2021b) och Jansson (2021) är några exempel.

5.1 Överväganden om penningpolitiken

De reala räntorna i Sverige har varit fallande sedan början av 1990-talet. Detta speglar en internationell trend. Med fria kapitalrörelser är utrymmet för skillnader mellan länder i den förväntade reala avkastningen på finansiella placeringar litet: sådana skillnader förutsätter förväntningar om förändringar i reala växelkurser. Den vedertagna förklaringen till de sjunkande realräntorna i världsekonomin är att de *neutrala* realräntorna, alltså de realräntor på säkra placeringar som är förenliga med att produktionen är vid sin potentiella nivå och inflationen stabil, har fallit.

Ett antal studier har med olika metoder försökt skatta neutrala realräntor (eller trender i realräntorna som kan tolkas som mått på dem) och funnit belägg för kraftiga fall under de senaste decennierna, även om slutsatserna om vid vilken tidpunkt nedgången började och hur stor den varit varierar. Några studier finner att nedgången inleddes redan i början av 1980-talet, andra att den startade först under 1990-talet eller ännu senare i samband med den globala finanskrisens utbrott 2007–08. Fallet i den globala neutrala realräntan har uppskattats till 2–3 procentenheter och den bedömda nivån under senare år är 0–1 procent.⁶⁶ Som vi konstaterar i avsnitt 3.1.4 finner Armelius med flera (2018) en ännu större minskning i den neutrala realräntan för Sverige: från 3 procent 1995 till nästan -2 procent 2017. Även Rachel och Smith (2015, 2017) finner fall i den globala neutrala realräntan på omkring 5 procentenheter. Enligt Armelius med flera är den amerikanska neutrala realräntan en central förklaringsfaktor för motsvarande ränta i Sverige.

Studierna av den globala neutrala realräntans utveckling har utgått från att den bestäms av balansen mellan sparande och investeringar i världsekonomin. Man har pekat på att benägenheten att spara har ökat samtidigt som benägenheten att investera har minskat.⁶⁷

Den ökade sparbenägenheten har förklarats med lägre förväntad tillväxt (vilket kräver mer sparande om en viss önskad framtida konsumtionsnivå ska kunna upprätthållas), att andelen av världens befolkning i arbetsför ålder (då man sparar) ökat liksom den förväntade livslängden, högt sparande i Kina och andra tillväxtekonomier efter Asienkrisen i slutet av 1990-talet (för att av för-

⁶⁶ Lundvall (2020) är en översikt av relevanta studier.

⁶⁷ Se till exempel Rachel och Smith (2015, 2017), Lundvall (2020) och Blanchard (2021b).

siktighetsskäl bygga upp buffertar inför framtida kriser) samt mer ojämnt fördelade inkomster i de flesta ekonomiskt utvecklade länder (höginkomsttagare sparar en större andel av sina inkomster än låginkomsttagare).

En lägre efterfrågan på medel för att investera kan ha berott på lägre relativpriser för investeringsvaror (i kombination med att den kostnadsänkande effekten av det varit större än den tendens till volymökning som de lägre priserna inneburit) och minskade offentliga investeringar.

Ytterligare en förklaring till nedgången i de neutrala realräntorna som framförts är att en ökad efterfrågan på säkra placeringar med låg upplevd risk i förhållande till utbudet av dem höjt riskpremierna. Realräntorna på till exempel statsobligationer har därför fallit i förhållande till den reala avkastningen på mer riskfyllda placeringar såsom företagsobligationer och aktier.

Bedömningar av de neutrala realräntornas framtida utveckling är osäkra även om flera av de faktorer som bedöms påverka utvecklingen går att prognosticera. Det har hävdats att den demografiska utvecklingen, med en större andel äldre som inte längre är förvärvsaktiva, kommer att innebära en ”demografisk omkastning” som minskar sparbenägenheten igen.⁶⁸ Men ett motargument är att en fortsatt ökning av livslängden, och av tiden som pensionerad med lägre inkomst än under arbetslivet, kräver ett större sparande för att hålla upp konsumtionen under den sista delen av livscykeln.⁶⁹ Samtidigt har det framförts att den demografiska utvecklingen med en lägre andel av befolkningen i arbetsför ålder kommer att reducera investeringarna därför att dessas lönsamhet sjunker när det finns mindre arbetskraft att kombinera kapital med. Denna minskning av investeringarna har bedömts vara större än en eventuell minskning av sparandet (Auclert med flera 2021).

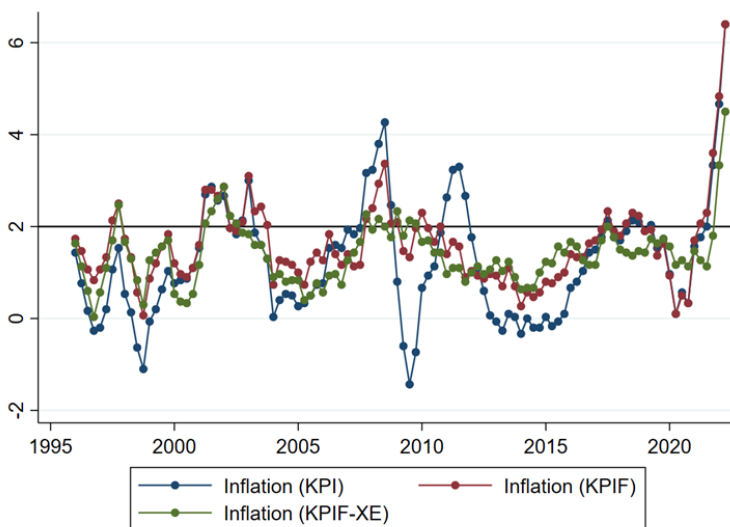
Andra faktorer som diskuterats är att sparandet i tillväxtekonomier kan bli lägre framöver och de offentliga investeringarna större till exempel beroende på behovet av mer klimatneutral produktion och klimatanpassning. Större budgetunderskott i många länder och högre offentlig skuldsättning kan vidare bidra till mindre

⁶⁸ Se till exempel Goodhart och Pradhan (2020) samt Lane (2020).

⁶⁹ Blanchard (2021b).

sparande i världsekonomin.⁷⁰ Den vanligaste uppfattningen tycks vara att det är mest troligt med fortsatt låga neutrala realräntor under överskådlig tid framöver, även om det kan ske en viss uppgång.⁷¹ En sådan bedömning får stöd av att trender i realräntan historiskt ofta har bestått under långa tidsperioder.⁷² Vår något försiktiga slutsats är att det inte går att göra säkra prognoser för den framtida neutrala *realräntan*, men att sannolikheten för att den ska förbli låg ändå är så stor att stabiliseringspolitiken måste ta höjd för detta. Denna bedömning påverkas inte av den räntehöjningsprocess som nu (augusti 2022) pågår i syfte att dämpa den ökade inflationen (se figur 5.1). Det är osäkert om den ens på kort sikt kommer att höja realräntorna – i skrivande stund har inflationen stigit betydligt mer än styrräntorna (se figur 1.1).

Figur 5.1 Årlig inflation 1996–2022, procent



Anm: Inflation i termer av konsumentprisindex (KPI), konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) och konsumentprisindex exklusive energipriser (KPIF-XE). Kvartalsdata. Den horisontella linjen visar inflationsmålet.

Källa: SCB (2022).

⁷⁰ Ett mer negativt finansiellt sparande i offentlig sektor innebär ett lägre totalt sparande om det inte fullt ut motverkas av ett högre privat sparande (se diskussionen om ricardiansk ekvivalens i avsnitt 2.2.1). Högre offentlig skuldsättning innebär en större privat finansiell nettoförmögenhet (till den del som hushållen inte räknar av att de genom framtida skattehöjningar eller minskningar av de offentliga transfereringarna i slutändan måste stå för kostnaderna för den offentliga sektorns skuldtjänst) och därmed högre privat konsumtion och lägre privat sparande (Blanchard 2021b).

⁷¹ Se till exempel Rachel och Smith (2015, 2017), Blanchard (2021b) och Riksbanken (2021b).

⁷² Se Hamilton med flera (2016) och Del Negro med flera (2019).

En låg neutral realränta i kombination med låg inflation innebär stora risker för att penningpolitiken i lågkonjunkturer ska hämmas av en nedre ränterestriktion för den korta nominella räntan, eftersom det då kan bli omöjligt att uppnå en så negativ realränta som är önskvärd för att stimulera efterfrågan. Den traditionella utgångspunkten har varit att det inte går att sänka nominella räntor under noll eftersom företag och hushåll då har incitament att avstå från placeringar i värdepapper och i stället hålla likvida medel (kontanter) som inte ger negativ avkastning. Vid räntan noll blir likvida medel därför ett perfekt substitut till värdepapper: centralbankens köp av värdepapper leder då inte till att priserna på dessa stiger. Det är likvärdigt med att den effektiva nominella räntan på värdepapperen inte kan falla. Ekonomin befinner sig då i en så kallad *likeviditetsfälla*.

Kiley och Roberts (2017) undersöker i en uppmärksammad uppsats genom simuleringar av två ofta använda makroekonomiska modeller av den amerikanska ekonomin risken för att penningpolitiken ska begränsas av en nollränterestriktion. Med en neutral realränta på 1 procent och ett inflationsmål på 2 procent – och följaktligen en neutral nominell styrränta, *federal funds rate*, på 3 procent – samt räntesättning enligt en enkel Taylorregel kommer enligt studien den önskvärda styrräntan att ligga under noll 30–40 procent av tiden. Sådana episoder kommer att i genomsnitt vara 2–3 år långa. Det genomsnittliga BNP-gapet är mellan -1 och -2 procent och den genomsnittliga inflationen mellan 0 och 1 procent. Detta kan mycket väl vara underskattningar. I Sverige var reporäntan noll eller negativ från sista kvartalet 2014 till maj 2022, det vill säga i drygt sju år.

Andra har använt termen *sekulär stagnation* (*secular stagnation*) för att karakterisera problemet. Summers (2016) samt Rachel och Summers (2019) är två uppmärksammade bidrag. Betoningen ligger då på att en ökad sparbenägenhet i kombination med en minskad investeringsbenägenhet skulle leda till en situation med *permanent* underutnyttjande av resurserna och låg tillväxt därför att realräntan – till följd av ett nedre golv för den nominella räntan – kontinuerligt skulle ligga över den neutrala nivån, alltså den nivå som är förenlig med tillräckligt hög efterfrågan för att åstadkomma fullt resursutnyttjande.

Penningpolitiken kan i princip hantera den beskrivna situationen på tre olika sätt som diskuteras nedan. Avsnitt 5.1.1 diskuterar att

genom negativa styrräntor pröva var det effektiva nedre räntegolvet ligger. I avsnitt 5.1.2 fokuserar vi på centralbankens möjligheter att använda sig av balansräkningsoperationer när styrräntan når sin nedre gräns. Avsnitt 5.1.3 analyserar alternativet att förbättra förut-sättningarna för penningpolitiken genom en förändring av dess mål.

5.1.1 Negativa styrräntor

Centralbankerna i Danmark, Japan, Schweiz och Sverige samt ECB i euroområdet har under det senaste decenniet använt sig av svagt negativa styrräntor. Den svenska Riksbankens reporänta sänktes mellan februari 2015 och februari 2017 i flera steg från 0 till -0,5 procent. Därefter låg reporäntan kvar på -0,5 procent fram till januari 2019 då den höjdes till -0,25 procent. Först i januari 2020 höjdes den till noll igen. Det är uppenbarligen möjligt att sänka en centralbanks styrränta under noll. Det är skälet till att man inom den penningpolitiska forskningen i regel inte längre talar om en *nollränterestriktion* (*zero lower bound, ZLB*) utan om en *nedre ränterestriktion* (*effective lower bound, ELB*).

Enligt det tidigare synsättet borde bankerna, så snart styrräntorna blivit negativa, ha bytt sina tillgodohavanden i centralbankerna mot kontanter för att slippa betala för sina reserver. Men så skedde inte. Förklaringen är förstås de kostnader – för säker förvaring och säkra överföringar – som är förknippade med en övergång till kontanter. Samma resonemang gäller för inlåningen i bank-systemet, särskilt för företag med stora tillgodohavanden och stora betalningar. Men även för hushållen skulle det vara besvärligt att gå över till kontanthantering. Inte minst i Sverige har kontantanvändningen trendmässigt fallit kraftigt och de flesta betalningar görs numera elektroniskt: på många håll är det rentav omöjligt att betala med kontanter. Det finns därför med all sannolikhet ett visst utrymme också för negativa inlåningsräntor för hushållen utan att det skulle utlösa några större anpassningar. Men var gränsen för sådana går vet vi inte.⁷³

⁷³ Det finns en diskussion om hur negativa räntor skulle kunna upprätthållas även när en sådan gräns passeras. En möjlighet vore ”straffbeskattning” av kontanter genom att dessas värde som legalt betalningsmedel gradvis får depreciera beroende på utgivningsdatum (eller genom att kontanter utgivna vid en viss tidpunkt förlorar sitt legala värde om inte innehavarna betalar en

De negativa styrräntorna tycks ha haft ett mer eller mindre fullständigt genomslag på penningmarknadsräntorna, alltså räntorna på interbankmarknaden och på värdepapper med kort löptid som emitteras av staten, banker och icke-finansiella företag. Styrräntesänkningarna verkar också ha slagit igenom fullt ut på bankernas inlåningsräntor så länge dessa haft en fallhöjd ner till noll. Däremot har effekten av en mer negativ styrränta på inlåningsräntorna för privatpersoner uteblivit. Det har minskat stimulans effekterna på ekonomin, men antagligen inte särskilt mycket eftersom en lägre inlåningsränta har både en positiv substitutionseffekt och en negativ inkomsteffekt på konsumtionen för sparare. För företag är bilden mer splittrad, men i euroområdet och i Danmark har inlåningsräntorna för dessa varit negativa.⁷⁴

En omdiskuterad fråga har varit hur bankernas utlåningsräntor påverkats av de negativa styrräntorna. Utlåningsräntorna kan antas vara en viktigare kanal än inlåningsräntorna. För hushåll som inte är likviditetsbegränsade, bidrar både substitutions- och inkomsteffekten av lägre räntor till högre konsumtion. För likviditetsbegränsade hushåll uppstår en positiv kassaflödeseffekt. Flera studier för euroområdet har funnit att de negativa styrräntorna slagit igenom i form av lägre utlåningsräntor, även om genomslaget enligt vissa varit mindre än när positiva styrräntor sänkts (Tenreyro 2021).

Det har förts en debatt om hur de negativa styrräntorna i Sverige påverkade utlåningsräntorna. Enligt Eggertsson med flera (2018, 2019) ledde de fyra sänkningarna av reporäntan mellan december 2013 och maj 2015 (från 0,75 till -0,25 procent) till lägre *listade* boräntor samtidigt som inlåningsräntorna sjönk. Men efter att de senare nått ner till noll och ”fastnat” där, fick de två ytterligare sänkningarna av den negativa reporäntan i juli 2015 (från -0,25 till -0,35 procent) och februari 2016 (från -0,35 till -0,5 procent) ingen ytterligare effekt på de listade boräntorna. Erikson och Vestin (2019) argumenterar dock övertygande för att det är de *faktiskt*

avgift). Ett annat förslag är att helt enkelt avskaffa kontanter (eller i varje fall sedlar av höga valörer) som legalt betalningsmedel. Se till exempel Gesell (1906), Buitier och Panigirtzlou (2003) samt Rogoff (2014). Enligt vår mening är det högst tveksamt om beslut av detta slag skulle få den legitimitet som krävs för att de ska kunna genomföras.

⁷⁴ Se översikten av Tenreyro (2021). Altavilla med flera (2020) finner att banker i euroområdet med starka balansräkningar tillämpade negativa inlåningsräntor för företag utan att detta ledde till minskad inlåning. Enligt både denna studie och en studie för Danmark (Abildgren och Kuchler 2020) stimulerade de negativa inlåningsräntorna såväl investeringar som sysselsättning i företagen.

betalade räntorna på nya och omförhandlade bo- och andra lån som är relevanta att studera och finner att dessa föll – men med viss tids-eftersläpning. De undersöker en längre period som också omfattar de två höjningarna av reporäntan i januari 2019 (från -0,5 till -0,25 procent) respektive i januari 2020 (från -0,25 till 0 procent). Enligt analysen förelåg en hög samvariation mellan reporäntan och den genomsnittliga *faktiskt betalade* räntan på samtliga nya lån från banker och andra kreditinstitut.⁷⁵

Brunnermeier och Koby (2018) utvecklar en teoretisk modell enligt vilken det kan finnas en *reversal interest rate* vid vilken ytterligare sänkningar av en (negativ) styrränta leder till minskad, i stället för ökad, bankutlåning och därför har kontraktiva effekter på den aggregerade efterfrågan. Slutsatsen bygger på att styrräntesänkningar orsakar ett större fall i bankernas ränteintäkter – från tillgodohavanden i centralbanken och innehav av olika värdepapper – än i deras ränteutgifter för inlåningen. Om det minskade räntenettet innebär lägre vinster, så kan bindande kapitalkrav tvinga bankerna att dra ner sin utlåning. Slutsatsen har dock ifrågasatts.⁷⁶ En del empiriska studier finner att negativa styrräntor i stället tycks öka bankernas vinster. Det kan ske genom flera mekanismer: till exempel lägre kostnader för marknadsfinansiering, kapitalvinster på värdepappersinnehav och minskade kreditförluster när ekonomin stimuleras.

Sammanfattningsvis tycks de sänkningar av styrräntorna till negativa nivåer som företagets ha haft stimulans effekter på ekonomin. Även om det inte går att utesluta att effekterna varit något svagare än vid räntesänkningar över noll är slutsatsen att penningpolitik med negativa räntor fungerat ungefär som normalt. Det är också sannolikt att räntorna i en lågkonjunktur kan göras ännu mer negativa än vad som hittills prövats utan att utlösa någon storskalig övergång till kontanter. Var en sådan ”teknisk” nedre räntegräns ligger är svårt att veta. Men den främsta restriktionen för negativa räntor är sannolikt i stället svårigheter att få *legitimitet* för dem hos medborgarna därför att det upplevs som orimligt att ”betala” för att spara och ”få betalt för att låna” (se till exempel Jansson 2018). I sin utvärdering av den svenska penningpolitiken 2015–20 framhåller

⁷⁵ De faktiskt betalade räntorna avviker från listräntorna eftersom bankerna regelmässigt ger ränterabatter till sina låntagare. Tidsserierna för de två typerna av räntor kan därför utvecklas olika särskilt på kort sikt.

⁷⁶ Se till exempel Repullo (2020a, 2020b) och Tenreiro (2021).

Flug och Honohan (2022) en oro i Riksbanken över att negativa inlåningsräntor i bankerna för hushåll skulle kunna undergräva allmänhetens stöd för dess politik som en trolig förklaring till att den negativa styrräntan övergavs i januari 2020. Vår bedömning är att Riksbanken – liksom de flesta andra centralbanker – kommer att vara ovillig att använda sig av negativa styrräntor i framtiden.

5.1.2 Balansräkningsoperationer

Ett alternativ eller komplement till negativa styrräntor är andra okonventionella penningpolitiska instrument, såsom balansräkningsoperationer (QE). Den empiriska litteraturen om effekterna av okonventionell penningpolitik har vuxit i takt med att data blivit tillgängliga. En stor del av denna forskning beaktar samtidigt balansräkningsoperationer, framåtblickande vägledning och negativa styrräntor (se exempelvis Borio och Zabai 2016, Kuttner 2018, Bhattarai och Neely 2022 samt Sims och Wu 2021). Detta beror delvis på att det är svårt att separera effekterna av olika åtgärder från varandra eftersom de ofta genomförts samtidigt.⁷⁷

I den empiriska forskningen om QE förekommer i huvudsak tre olika ansatser: litteraturöversikter och metaanalyser, ekonometriska ansatser såsom skattningar av VAR-modeller och analyser på paneldata samt kvantitativ analys med hjälp av DSGE-modeller.

Borio och Zabai (2016) sammanfattar litteraturen om balansräkningsoperationer som vidtagits av *Federal Reserve*, ECB, *Bank of Japan* och *Bank of England*. Slutsatsen är att QE haft tydliga effekter på finansiella variabler, såsom avkastningen på obligationer med lång löptid, men att det är svårt att identifiera effekterna på produktion och inflation. En möjlighet är att kvantifiera värdepappersköpen och sedan ekonometriskt skatta effekterna. Weale och Wieladek (2016) konstruerar månatliga tidsserier över annonserade centralbanksköp av statsobligationer i Storbritannien och USA 2009–14 och estimerar effekterna på real BNP samt konsumentpriserna med hjälp av Bayesianska VAR-modeller. Slutsatsen är att obligationsköp på 1 procent av BNP leder till statistiskt signifikanta öknings av BNP

⁷⁷ Effekterna av negativa styrräntor diskuterades i avsnitt 5.1.1 och vi begränsar oss här till effekterna av balansräkningsoperationer. För en översikt av litteraturen om framåtblickande vägledning se Borio och Zabai (2016) och de studier de hänvisar till.

och konsumentprisindex med cirka 0,6 procent i USA. Effekterna är ungefär hälften så stora i Storbritannien.

En annan möjlighet är att använda teoretiska modeller för att undersöka effekterna av QE. Borio och Zabai (2016) konstaterar att denna ansats är särskilt lämplig om vi är intresserade av att studera mekanismer men att andra empiriska ansatser är bättre om syftet är att kvantifiera effekterna av olika balansräkningsoperationer. Gertler och Karadi (2013) studerar effekterna av olika tillgångsköp i en nykeynesiansk modell kalibrerad för att efterlikna den amerikanska ekonomin och finner positiva effekter på inflation och BNP. Sims och Wu (2021) konstruerar en DSGE-modell för att kunna utvärdera olika typer av okonventionella penningpolitiska åtgärder. Slutsatsen är att QE kan fungera som en ersättning för ränteförändringar när den nedre ränterestriktionen binder. Om ekonomin exempelvis drabbas av en kreditstörning vid den nedre ränterestriktionen kan balansräkningsoperationer – som i deras modell bestäms endogent enligt en Taylorregel – dämpa effekterna på liknande sätt som konventionella ränteförändringar. QE förhindrar då att de långa räntorna stiger, vilket håller uppe investeringarna och gör att aktivitetsnivån påverkas av penningpolitiken på liknande sätt som i normala tider. Sims och Wu analyserar också i vilken takt en centralbank kan minska balansräkningens storlek när konjunkturen vänder uppåt och varnar för risker relaterade till avvecklingen av värdepappersinnehaven.

Att analysera effekterna av QE är särskilt svårt i små öppna ekonomier eftersom utfallen påverkas starkt av samtidiga åtgärder i andra länder. Di Casola och Stockhammar (2021) skattar, med hjälp av en Bayesiansk VAR-modell, empiriska effekter på olika svenska makroutfall av Riksbankens och ECB:s balansräkningsoperationer 2015–18. Slutsatsen är att Riksbankens åtgärder hade avsedda effekter i form av att BNP stimulerades, arbetslösheten minskade och växelkursen deprecierade, men att effekterna på inflationen är osäkra. ECB:s värdepappersköp bidrog till både högre aktivitetsnivå och högre inflation också i Sverige. Det berodde delvis på att Riksbanken svarade på ECB:s politik med liknande åtgärder. Eftersom den tidsperiod som studeras är kort bör emellertid resultaten tolkas med försiktighet.

Di Casola och Stockhammar (2021) konstaterar också att Riksbankens balansräkningsoperationer drev upp priserna på aktier

och bostäder. Detta kan innebära risker för den finansiella stabiliteten och förs ofta fram som en negativ sidoeffekt av kvantitativa lättnader. Weale and Wieladek (2021a, 2021b) skattar med hjälp av Bayesianska metoder VAR-modeller för euroområdet, Storbritannien samt USA och studerar olika sidoeffekter, till exempel på bostadspriser och krediter till privat sektor (Så med flera 2011). Slutsatsen är att QE och styrränteförändringar har liknande sådana effekter. Enligt Weale och Wieladeks analys hade effekterna på finansiella marknader under det senaste decenniet varit likartade om centralbankerna i stället kunnat sänka styrräntorna: det är den allt lägre neutrala räntan som gett upphov till sidoeffekterna snarare än QE i sig.

Fabo med flera (2021) jämför studier av QE som gjorts av forskare på centralbanker med studier av forskare i akademien. Centralbanksstudier finner i allmänhet att QE är en mer effektiv åtgärd än vad studier gjorda av oberoende akademiker gör. Författarna menar att denna skillnad kvarstår även om man kontrollerar för val av modell (DSGE eller VAR) och kvalitet (mätt som antal citeringar samt om uppsatsen är publicerad eller inte).

Sammanfattningsvis visar forskningen att effekterna av QE på de makroutfall som står i centrum för stabiliseringspolitiken – inflation och aktivitetsnivå – är svåra att skatta och därmed osäkra. Borio och Zabai (2016) menar därför att okonventionella åtgärder endast bör användas under speciella omständigheter och påpekar att ju mer centralbankerna uttömmar olika möjligheter, desto sämre kan deras förmåga bli att hantera framtida kriser. Hesse med flera (2018) konstaterar vidare att nyttan med balansräkningsoperationer sannolikt är större i kriser än i normala tider. Exempelvis är det troligt att effekterna av obligationsköp på de långa räntorna är större när osäkerheten är stor på finansiella marknader. Den signaleringseffekt av QE som vi beskrev i avsnitt 2 är sannolikt också svagare när räntorna har varit vid den nedre ränterestriktionen under en längre tid.

Balansräkningsoperationer kan även få icke avsedda effekter på till exempel obligationsmarknadens funktionssätt. Blix Grimaldi med flera (2021) studerar effekterna av Riksbankens värdepappersköp på olika mått på den svenska obligationsmarknadens likviditet, det vill säga indikatorer på hur snabbt och enkelt en obligation kan handlas till marknadspris. Det är inte uppenbart vilka effekter man

ska förvänta sig. När centralbanken köper stora volymer obligationer ökar efterfrågan på dessa, vilket stimulerar handeln i dem. Men eftersom centralbanker ofta håller statsobligationer till dess att de förfaller så minskar den volym som finns tillgänglig för andra investerare. Detta kan försvåra för aktörer som normalt håller säkra tillgångar i sina portföljer. Studien finner att Riksbankens obligationsköp initialt förbättrat likviditeten på marknaden, men att den försämrats när bankens innehav som andel av den totala volymen utestående obligationer blivit stort. Riksgälden (2018) konstaterar att Riksbankens obligationsköp bidrog till en allt lägre omsättning på obligationsmarknaden redan före pandemin, vilket gjorde marknaden mindre djup och därmed mindre attraktiv för utländska investerare.

En komplikation med centralbanksköp av statsobligationer är att penningpolitiken kan komma i konflikt med *statsskuldspolitiken*.⁷⁸ Den senare brukar ses som en del av finanspolitiken i vid mening. Detta är rimligt eftersom statsskuldens hantering har konsekvenser för det framtida finanspolitiska handlingsutrymmet.

I Sverige lånar Riksgälden genom att ge ut statsskuldväxlar och obligationer inom ramen för det löptidsmandat som fastställs av regeringen i ett årligt riktlinjebeslut. Målet för statsskuldspolitiken är enligt budgetlagen att förvalta statsskulden så att ”kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas”, det vill säga att avväga kostnader mot risk. Samtidigt ska förvaltningen ”ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer” (Budgetlagen 5 kap 5 §).

Centralbanksköp av statsobligationer i penningpolitiskt syfte innebär att den genomsnittliga löptiden för den konsoliderade statens (statens och centralbankens) upplåning minskar. De pengar som obligationerna betalas med hamnar på bankernas konton i centralbanken med en ränta som följer styrräntan. Därmed ersätts lång upplåning för den konsoliderade staten av kort upplåning, det vill säga centralbanken ägnar sig åt så kallad löptidstransformering (se avsnitt 2.3.3). Det innebär ökad ränterisk.⁷⁹ Därigenom har ett

⁷⁸ Detta har bland annat uppmärksammats av Greenwood med flera (2014) som menar att *Fed* och *Treasury* i USA på ett ineffektivt sätt motverkade varandras strävanden i fråga om löptiden för den konsoliderade statens upplåning under den globala finanskrisen och den efterföljande recessionen (2008–14): *Treasury* försökte då minska den konsoliderade statens finansiella risk genom att förlänga löptiderna medan *Fed* förkortade dem genom sina obligationsköp (QE).

⁷⁹ Se Greenwood med flera (2014) och Bernanke (2019, 2020).

finanspolitiskt beslut som enligt tidigare praxis tagits av det politiska systemet flyttats över till opolitiska tjänstemän i centralbankens direktion. Den principiella lämpligheten i detta kan ifrågasättas.⁸⁰

I den föreslagna nya riksbankslagen finns visserligen en allmän bestämmelse om att Riksbanken alltid ska tillämpa en proportionalitetsprincip: åtgärder får inte vara ”mer långtgående än vad som behövs” och det avsedda resultatet måste stå ”i rimlig proportion till de kostnader och risker som åtgärden medför för Riksbankens och statens finanser” (1 kap 8 §). Samtidigt görs klart att Riksbanken även i framtiden kan väntas ha behov av att köpa statspapper i situationer då penningpolitiken begränsas av en nedre gräns för räntan.

I den mån en centralbank handlar i andra finansiella instrument än statspapper är de finansiella riskerna större och kredit- och resursallokeringen i samhällsekonomin påverkas i större utsträckning. Det senare har i hög grad gällt Riksbankens köp av säkerställda obligationer (bostadsobligationer) under pandemin 2020–21. Genom att sänka de långa bostadsräntorna bidrog köpen till den höga efterfrågan på bostäder (Flug och Honohan 2022). Köpen av företagsobligationer och företagscertifikat innebar en omfördelning av finansiering till förmån för större företag. De beskrivna balansräkningsoperationerna kan anses ligga utanför vad som normalt betraktas som en centralbanks mandat och mer inom ramen för finanspolitiken. Enligt den föreslagna nya riksbankslagen ska därför sådana köp bara göras ”om det finns synnerliga skäl” (2 kap 5 §): det förutsätter med andra ord att Riksbanken bedömer att andra penningpolitiska åtgärder inte ger tillräckliga effekter eller är oproportionerliga.

Sammanfattningsvis betyder den nya riksbankslagen visserligen begränsningar i fråga om Riksbankens balansräkningsoperationer i statspapper och framför allt i andra värdepapper. Den innebär enligt vår uppfattning ändå betydande risker för att beslut som av principiella skäl bör fattas av det politiska systemet flyttas över till Riksbanken.

Ett nytt problem som Riksbanken, liksom andra centralbanker, står inför är hur de stora värdepappersinnehaven ska hanteras i den

⁸⁰ Englund med flera (2019) argumenterar av liknande skäl emot att Riksbanken ska ha rätt att via Riksgälden ta upp stora förtida lån för att fylla på valutaservan inför eventuella framtida finansiella kriser.

situation med hög inflation och penningpolitiska åtstramningar som nu (augusti 2022) uppstått. Frågan är i vilken takt värdepappersinnehaven ska reduceras och hur det ska samordnas med styrräntehöjningar. Det finns mycket begränsade tidigare erfarenheter av sådana *kvantitativa åtstramningar* (*quantitative tightening, QT*). Efter de värdepappersköp som företogs efter den globala finanskrisen var det bara *Federal Reserve* som, 2017–19, hann påbörja en avveckling av obligationsinnehaven. Den skedde dessutom långsamt och avbröts när pandemin startade 2020 (Forbes 2021).

Conventional wisdom bland centralbanker tycks vara att när penningpolitiken ska stramas åt efter en period med QE, så bör detta inledas med styrräntehöjningar: värdepappersinnehaven ska börja avvecklas först sedan konjunkturuppgången konsoliderats (Skingsley 2022). Det är emellertid högst oklart varför detta skulle vara den bästa strategin. Ett skäl skulle kunna vara att kunskapen om hur styrränteförändringar påverkar resursutnyttjande och inflation är mycket större än om hur QT gör det. Argumentet kan ha särskild tyngd i en situation då riskerna för att högre inflation ska bita sig fast bedöms som stora. Samtidigt kan det i ett sådant läge vara klokt att använda flera verktyg för att strama åt penningpolitiken, så att också långa räntor höjs i paritet med korta (se Forbes 2021, 2022 för en diskussion av olika överväganden).

En ytterligare aspekt är att det kan bli svårt att hinna avveckla värdepappersinnehaven före nästa lågkonjunktur om man väntar alltför länge med att inleda en sådan process. Starka skäl talar för att en centralbank inte, förutom i exceptionella krissituationer, ska föra en politik som påverkar riskpremierna på de finansiella marknaderna eftersom det sätter marknadssignalerna ur spel. Det talar för att innehaven av särskilt bostads- och företagsobligationer bör avvecklas snabbt.

Skingsley (2022) argumenterar för att Riksbanken inte ska bedriva QT genom att sälja några värdepapper utan endast gradvis dra ner innehavet genom att låta dem förfalla. Eftersom de återstående löptiderna är korta, skulle det på några års sikt innebära en avveckling av de obligationer som förvärvats genom tidigare köp. Vi är kritiska till denna inställning. Det är svårt att se varför en sådan politik skulle vara optimal. Detta gäller utifrån överväganden om såväl effekter på räntor och efterfrågan som principiella aspekter på hur stora värdepappersinnehav en centralbank bör ha och därmed i

vilken omfattning olika riskpremier påverkas. Det finns ingen anledning att tro att man under QE-fasen kunnat köpa värdepapper med just en sådan löptidsstruktur att förfallen sedan leder till en neddragning av innehaven i optimal takt under QT-fasen.

5.1.3 Bättre förutsättningar för penningpolitiken

Ett annat sätt att göra penningpolitiken mer effektiv i ekonomiska nedgångar är att skapa bättre förutsättningar för den. Det mest uppenbara sättet att minska risken för att en nedre ränterestriktion ska binda är ett högre inflationsmål. Förutsatt att det leder till att inflationen blir högre, kommer den nominella räntan, vid en given neutral realränta, att i genomsnitt ligga högre och således ha en större fallhöjd i lågkonjunkturer. Ekonomin kommer mer sällan att slå i den nedre räntegränsen. I den internationella debatten har därför framförts förslag om inflationsmål på 3 eller 4 procent i stället för 2 som är mest vanligt förekommande.⁸¹

Ett högre inflationsmål uppfattas ofta som ett substitut för balansräkningsoperationer. Så kan det vara. Men man kan lika gärna se det som ett komplement som gör obligationsköp mer effektiva. Skälet är att fallhöjden ökar också för långa räntor, vilka är de som man försöker påverka, eftersom också dessa generellt kommer att vara högre i en normalsituation (se Gagnon och Collins 2019).

Valet av 2 procent som mål för inflationen i många länder föregicks inte av någon djupare analys utan var grovt tillyxat som en kompromiss mellan olika överväganden.⁸² Å ena sidan försvårar inflation prisjämförelser och individer kan ta felbeslut på grund av penningillusion, det vill säga att de har svårt att skilja mellan nominella och reala storheter. Å andra sidan gör inflation det lättare att förändra relativlöner när det kan behövas eftersom behovet av nominella lönesänkningar, som erfarenhetsmässigt är svåra att åstadkomma, minskar. Dessutom har det funnits en uppfattning att konsumentprisindexen i många länder inte korrekt speglar kvalitetsförändringar och därför har överskattat prisökningarna.

⁸¹ Till exempel Blanchard med flera (2013), Ball (2014, 2017), Krugman (2014), Andrade med flera (2019) och Galí (2020b).

⁸² Se Apel med flera (2017).

Nykeynesianska analyser

I nykeynesiansk analys ger inflation upphov till samhällsekonomiska kostnader därför att nominella prisstelheter innebär att företag endast ändrar sina priser ibland. Ju högre inflationen är, desto större prisspridning uppkommer till följd av dessa trögheter. Konsekvensen är att relativpriserna inte speglar de relativa marginalkostnaderna på ett rättvisande sätt eftersom de också influeras av tidpunkten för prisändringar. Vissa företags priser blir för höga, andra företags för låga. De förra företagen möter då lägre efterfrågan och producerar för lite, de senare företagen möter högre efterfrågan och producerar för mycket. Därför blir produktionens sammansättning och resursfördelningen samhällsekonomiskt ineffektiv. Om det inte finns något nedre räntegolv blir den optimala inflationstakten i enkla modeller noll, eftersom problemet med samhällsekonomiskt omotiverade prisskillnader då försvinner. Med en nedre ränterestriktion blir viss inflation optimal: resursallokeringsförlusterna till följd av den ineffektiva prisspridning som i så fall uppkommer får vägas mot de samhällsekonomiska vinsterna av att det blir mindre produktionsförluster till följd av outnyttjade resurser om den nedre räntegränsen binder mer sällan.

Ett annat skäl till varför en positiv inflationstakt kan vara optimal i nykeynesianska modeller har att göra med trender i relativpriser över produkters livscykler. Så till exempel finner Adam och Weber (2022) att relativpriset för de flesta produkter faller över tiden därför att produktiviteten i produktionen ökar över produktcykeln. Allmän inflation leder därför till att relativprisernas utveckling bättre speglar de relativa produktionskostnadernas utveckling, och därmed till en bättre resursallokering i ekonomin, än om relativpriserna bara kan ändras genom nominella prisförändringar vid vissa tillfällen. Enligt Adam och Weber innebär denna mekanism att den optimala inflationstakten i Storbritannien ökat över tid och var 2,6 procent år 2016.

Ett standardantagande i enkla nykeynesianska modeller är att frekvensen av prisförändringar är exogen: i varje tidsperiod är det en given sannolikhet att ett företag ändrar sitt produktpris. Ett rimligare antagande är att priserna ändras oftare vid högre inflation: intäkterna av det i förhållande till själva prisändringskostnaderna ("menykostnaderna") blir då större. I linje med detta finner

Nakamura med flera (2018) en högre frekvens av prisförändringar i USA i perioder med hög inflation. Samtidigt var inte prisanpassningarna större. Det talar emot att högre inflation påtagligt skulle öka prisspridningen och därmed ge upphov till stora resursallokeringskostnader.

Enligt Blanco (2021) ligger den optimala inflationstakten mellan 3 och 4 procent i en modell för den amerikanska ekonomin med företagsspecifika produktivitetstörningar och risker att slå i en nollränterestriktion: högre inflation leder bara till små ökningsar av resursallokeringskostnaderna eftersom den får företag där det sker oväntade kostnadsökningar att snabbare ändra sina priser. Carlsson och Westermark (2016) konstruerar en modell, likaså kalibrerad för att spegla USA:s ekonomi, som kombinerar kostnader av högre inflation, i form av minskad kontantanvändning för transaktionsändamål och ökad prisspridning, med vinster till följd av att det blir lättare att sänka reallönerna i företag som utsätts för negativa produktivitetstörningar men där anpassningarna försvåras av nominell lönestelhet nedåt.⁸³ Den optimala inflationen i modellen ligger mellan 1 och 2 procent beroende på de exakta antagandena. Analysen tar dock inte hänsyn till någon nedre ränterestriktion. Det gör emellertid Kiley och Roberts (2017). De utgår från konventionella målfunktioner (förlustfunktioner) för den amerikanska centralbanken med inflation och BNP-gap som variabler. Slutsatsen av deras simuleringar är att det optimala inflationsmålet ligger mellan 2 och 4 procent, beroende på de exakta antagandena.

En invändning som framförts mot att ett högre inflationsmål skulle underlätta för penningpolitiken är att, även om risken för att hamna vid det nedre räntegolvet minskar, så skulle aktivitetsnivån kunna falla kraftigare om ekonomin ändå hamnar i en sådan situation (Mertens och Ravn 2014). Skälet är att ett högre inflationsmål – och därmed förväntningar om högre inflation i framtiden än annars – kan göra företagen mer obenägna att i en recession sänka sina priser och därmed bidra till kraftiga fall i efterfrågan och produktion. Vi är

⁸³ Enligt Milton Friedmans klassiska analys är det samhällsekonomiskt optimala en *deflationstaket* som är lika med realräntan (Friedman 1969). Skälet är att den reala privata avkastningen då blir densamma på pengar som på obligationer/banktillgodohavanden. Den privata marginalkostnaden för att hålla pengar – som underlättar ekonomiska transaktioner – i stället för illikvida finansiella tillgångar blir då noll, vilket också är den samhällsekonomiska marginalkostnaden (eftersom pengar kan produceras i stort sett utan någon kostnad av centralbanken). Då väljer ekonomiska aktörer att hålla den optimala mängden pengar som ges av att marginalintäkten också är noll.

osäkra på vilken tyngd som ska tillmätas argumentet eftersom det verkar bygga på ett antagande om att frekvensen av prisförändringar inte påverkas av hur stora förändringar som sker i ekonomin.

Tajming av en eventuell förändring av inflationsmålet och tänkbara problem

Om man vill höja inflationsmålet, så är en central fråga under vilka omständigheter det bäst görs. Behovet är störst i en lågkonjunktur när den nedre ränterestriktionen biter. Men det är också ett läge när det är svårt att påverka inflationsförväntningarna uppåt. Dessa är ju då låga just därför att centralbankens möjligheter till expansiv politik är begränsade och inflationen därför nedpressad. Om en höjning av inflationsmålet i en sådan situation skulle lyckas höja inflationsförväntningarna minskar de långa realräntorna vilket stimulerar ekonomin. Men risken är betydande att ett högre inflationsmål inte uppfattas som trovärdigt om politiken misslyckats med att ens nå gällande inflationsmål. Därmed kan en höjning i ett sådant läge få liten effekt.

Förutsättningen för att ett högre inflationsmål ska leda till högre inflationsförväntningar är större i en situation då inflationsmålet uppnås, men även då måste centralbanken kunna övertyga aktörerna i ekonomin om att man har förmåga att åstadkomma mer inflation. Störst borde möjligheterna att anpassa inflationsförväntningarna till ett högre mål vara om inflationen – och förväntningarna – redan ligger över gällande mål. Men då finns i stället risken att ytterligare höjningar av inflationsmålet kan förväntas. Det kan leda till att inflationsförväntningarna förlorar sin förankring och därmed bidrar till att inflationen ökar alldeles för mycket. Faran är särskilt stor om inflationen ligger mycket över inflationsmålet. Då kan en höjning av inflationsmålet uppfattas som en indikation på att de penningpolitiska målen anpassas till tidigare misslyckanden och leda till farhågor om att detta kan upprepas också i framtiden. I en situation som den i skrivande stund (augusti 2022) med en inflation runt 8 procent i Sverige, är det således uppenbart att inflationsmålet inte bör höjas.

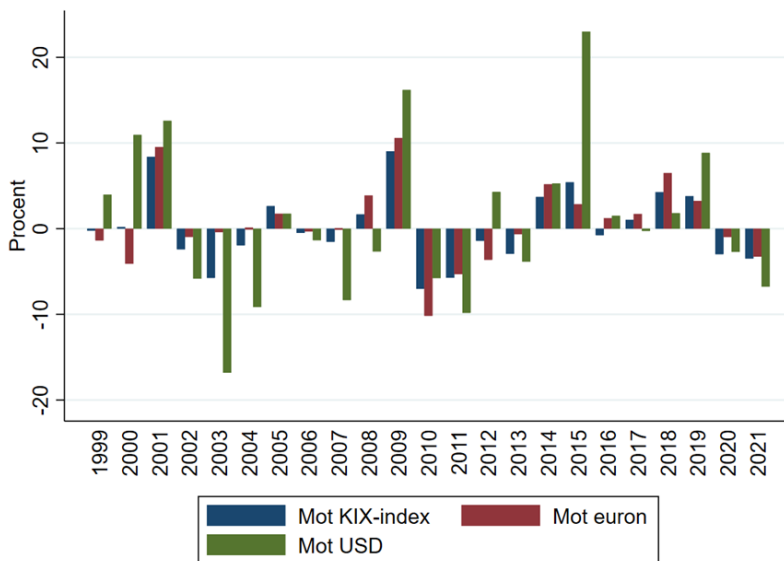
Den lämpligaste tidpunkten för en höjning av inflationsmålet borde vara när både den faktiska och den förväntade inflationen ligger endast måttligt över det gällande målet och den faktiska infla-

tionen är på väg ner. Då borde förutsättningarna vara bäst för att inflationsförväntningarna ska anpassa sig till ett högre mål och varken hamna för lågt eller för högt. Ett sådant läge skulle kunna uppkomma när den nuvarande höga inflationen fallit tillbaka mot inflationsmålet igen.

Det har påpekats att det skulle vara lättast att få legitimitet för höjda inflationsmål om dessa genomförs samordnat i flera länder (se till exempel Jansson 2018). Men detta skulle sannolikt vara svårt att få till stånd. Inget hindrar dock ett land med rörlig växelkurs att höja sitt inflationsmål på egen hand. Om ett högre mål än i andra länder väljs och sedan uppnås, innebär det enligt vedertagen växelkursteori en successiv depreciering av den egna valutan (i förhållande till en situation utan en sådan penningpolitisk förändring). En nackdel med det kan vara att internationella prisjämförelser försvåras. Men en höjning av inflationen med, säg, 1 procentenhet ska enligt vedertagna resonemang om köpkraftsparitet bara betyda en depreciering av den effektiva växelkursen (mot ett lämpligt sammansatt valuta-index) på 1 procent per år: det är en liten förändring jämfört med de valutakurssvängningar som ständigt äger rum, särskilt mot enskilda valutor, och borde därför inte göra någon större skillnad (se figur 5.2). Dessutom sker ju över tid ofta betydande trendmässiga reala växelkursförändringar på grund av olika snabb produktivitetsutveckling, förskjutningar av efterfrågan och så vidare. Det innebär att det även med samma inflationsmål kan uppkomma trender för den nominella växelkursen. Vidare är det oklart om det tvåprocentmål som tillämpas på många håll verkligen innebär att man strävar efter samma inflationstakt, eftersom metoderna att aggregera olika priser till ett prisindex ibland skiljer sig mycket åt (Boppart med flera 2022).⁸⁴

⁸⁴ Mot bakgrund av vår diskussion ovan är det svårt att förstå varför ett annat inflationsmål än i omvärlden ibland kategoriskt avfärdas. Ett exempel är Flug och Honohan (2022) i deras utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–20. De slår utan någon analys fast att det vore ”ett misstag om en liten och öppen ekonomi som Sverige införde ett *helt annat* (vår kursivering) inflationsmål än sina större handelspartner, särskilt med tanke på den konstanta press detta skulle innebära för valutakursen” (sid 34). Formulering är dessutom otydlig eftersom det är oklart vad som menas med ett *helt annat* inflationsmål. Den internationella diskussionen om lämplig nivå på inflationsmålet har ju handlat om små förändringar.

Figur 5.2 Årlig förändring av kronans växelkurs 1999–2021, procent



Anm: Växelkursens förändring gentemot valutakursindexet KIX, den amerikanska dollarn (USD) och euron.

Källa: Riksbanken.

Den säkraste metoden för att ett högre inflationsmål verkligen ska få genomslag på den faktiska inflationen är om en förändring kan samordnas med lönebildningen. Eftersom lönerna utgör den största delen av BNP, finns en stark samvariation mellan löneökningar och förädlingsvärdeprisökningar samt därmed också mellan löneökningar och konsumentprisökningar (Gottfries 2018). Det är svårt för en centralbank att förändra inflationstakten om inte löneökningstakten ändras. Den starka samordningen av avtalsrörelserna i Sverige skapar därför en potential för att förändringar av inflationsmålet som samordnas med avtalsförhandlingarna snabbt skulle kunna få effekt på inflationen. Resonemanget ligger nära Blanchard och Posens (2015) tidigare argumentation om att utnyttja centraliseringen av lönebildningen i Japan (med trepartsförhandlingar mellan fack, arbetsgivare och regering) för att åstadkomma högre inflation – i detta fall för att reducera den offentliga sektorns skuldkvot.

En höjning av inflationsmålet som samordnas med avtalsrörelsen kräver samförstånd mellan Riksbank och arbetsmarknadsparter. Det

kan emellertid vara svårt att åstadkomma. Under de tidigare åren med lägre inflation än inflationsmålet fanns det inte någon samsyn om hur penningpolitik och löneavtal skulle kunna samverka för att nå upp till det gällande målet.⁸⁵ Parterna i industrin som bestämmer det så kallade märket, alltså normen för löneökningarna, har i stor utsträckning valt att vägledas av löneökningarna i våra konkurrentländer snarare än av inflationsmålet (Arbetsmarknadsekonomiska rådet 2015, Calmfors 2018, Gottfries 2018, Calmfors med flera 2019). Det gäller särskilt arbetsgivarsidan. Dessutom verkar man se mer på löneökningarna i nationella valutor än på löneökningarna i gemensam valuta. Skälet tycks vara att man inte vill låta tillfälliga växelkursvariationer påverka lönebildningen (Facken inom industrin 2015). Parterna kan mycket väl visa sig ovilliga att vid ett högre inflationsmål i Sverige än i våra konkurrentländer ta hänsyn till en förväntad valutadepreciering. Mycket talar för att parterna i sina överväganden betraktar växelkursutvecklingen som exogen. Det betyder i så fall att man ser lönekostnadsökningarna i de nationella valutorna som avgörande för hur den svenska konkurrenskraften utvecklas.⁸⁶ Ett agerande utifrån det kan göra det svårt att påverka både förväntad och faktisk inflation genom en höjning av inflationsmålet.⁸⁷

Alternativa formuleringar av prisstabilitetsmålet

En invändning mot att höja inflationsmålet är att det innebär högre resursallokeringskostnader till följd av permanent högre inflation för att hantera det problem med en nedre räntegräns som bara uppkommer ibland (Bernanke 2019). Olika analyser har visat att en kompensationspolitik, *make-up policy*, kan vara en samhällsekonomiskt bättre strategi (Krugman 1998, Eggertsson och Woodford 2003, Werning 2011). Innebörden är att centralbanken utfäster sig att efter en period då den nedre ränterestriktionen bundit hålla räntan lägre än man annars skulle ha gjort. Kompensations-

⁸⁵ Se till exempel Teknikföretagen (2020).

⁸⁶ Se till exempel Enegren (2011), Apel med flera (2017) och Gottfries (2018).

⁸⁷ Regeringen (staten) skulle i sin roll som arbetsgivare kunna påverka avtalsrörelsen genom avtal som anpassas till ett högre inflationsmål (som enligt den förslagna nya riksbankslagen ska godkännas av riksdagen). Enligt gällande praxis – och förhandlingsordningsavtal – förutsätts dock parterna på den offentliga sidan följa industrins lönenormering så aktiva försök av staten att lönenormera skulle utgöra ett avsteg från den nuvarande avtalsmodellen (Calmfors 2018, Calmfors med flera 2019).

perioden ska vara längre ju större de ackumulerade avvikelserna från den negativa ränta man velat sätta – om det hade varit möjligt – och därmed ju större de ackumulerade avvikelserna från inflations- och BNP-mål (den potentiella produktionen) varit. Ett sätt att formalisera en sådan regel är att beräkna en skuggränta som beror på dessa avvikelser och inte återgå till normal räntesättning förrän skugg-räntan stiger över noll (Kiley och Roberts 2017, Bernanke 2019). Tanken är att förväntningar om en sådan politik ska motverka minskningen av aktivitetsnivå och inflation under den period då den nedre ränterestriktionen binder.

Ett *prisnivåmål* skulle fungera på ett liknande sätt.⁸⁸ Det innebär ett mål för prisutvecklingen över tid. Perioder med lägre (högre) prisökningar än den målsatta nivån ska då kompenseras av perioder med högre (lägre) prisökningar. Detta innebär att realräntan blir lägre än som annars skulle vara fallet i perioder med en nedre ränterestriktion eftersom den förväntade framtida inflationen blir högre. Den översyn av sin penningpolitiska strategi som den amerikanska centralbanken, *Federal Reserve*, gjorde 2020 kan sägas ha inneburit en övergång till ett prisnivåmål (Federal Open Market Committee 2022). Prisstabilitetsmålet formuleras nu som ”inflation som i genomsnitt över tid uppgår till två procent” samtidigt som det klargörs att ”när inflationen under en längre tid legat under två procent, så kommer en lämplig penningpolitik sannolikt att sikta på inflation måttligt över två procent under viss tid”.⁸⁹

Bernanke (2019) har föreslagit ett sätt att kombinera inflations- och prisnivåmål som innebär att centralbanken normalt ska ha ett inflationsmål på 2 procent. Men i situationer när styrräntan ligger vid sin nedre gräns (noll) ska ett *nödväntigt* villkor för att höja räntan igen vara att den genomsnittliga inflationen sedan den tidpunkt då gränsen nåddes uppgår till 2 procent. Innebörden är alltså att inflationsmålet i sådana lägen ersätts av ett tillfälligt prisnivåmål som gäller till dess det uppnåtts, varefter inflationsmålet igen blir styrande. Enligt förslaget ska uppfyllande av det temporära prisnivåmålet dock inte vara ett *tillräckligt* villkor för att höja räntan: det ska

⁸⁸ Se Svensson (1999), Gaspar med flera (2007) och Williams (2017).

⁸⁹ En annan viktig förändring i den penningpolitiska strategin var att penningpolitiken ska sträva efter att reducera avvikelser nedåt (*shortfalls*) i stället för ”avvikelser” av sysselsättningen från dess ”maximala hållbara nivå”. Innebörden är att politiken ska motverka ”hög arbetslöshet” men inte ”särskilt låg arbetslöshet annat än om inflation hotar ekonomin” (Bullard 2021).

också krävas att den genomsnittliga inflationen varaktigt nått 2 procent och att aktivitetsnivån är tillfredsställande hög.

Högre inflationsmål kontra alternativa formuleringar av prisstabilitetsmålet

De ovan diskuterade alternativa formuleringarna av centralbankens prisstabilitetsmål har teoretiska fördelar framför ett högre inflationsmål. Men det finns också uppenbara invändningar. En första är att en politik som innebär högre inflation efter en lågkonjunktur kan vara tidsinkonsistent. När konjunkturen förbättrats, har en centralbank starka incitament att avvika från den politik som aviserades medan man fortfarande befann sig i lågkonjunkturen. Det gäller särskilt om den varit djup, eftersom det då kan ha krävts utfästelser om en fortsatt expansiv penningpolitik under lång tid för att få tillräckliga förväntningseffekter (se till exempel Ball 2017). Tidsinkonsistensproblemet innebär en stor risk för att en aviserad kompensationspolitik inte ska vara trovärdig och därför inte ha de avsedda stimulans effekterna i en recession. Alternativt kan kompensationspolitiken leda till att centralbanken väntar för länge med att höja räntan när konjunkturen förstärks, vilket kan få till följd att inflationen ökar så mycket att det blir förenat med stora kostnader att dämpa den igen. Detta kan ha inträffat i till exempel USA under 2021–22 när inflationen tilläts skjuta fart och kanske också i euroområdet.

En andra invändning är att de alternativa målformuleringarna är mer komplexa än ett inflationsmål och därför kan vara svårare att kommunicera och få olika aktörer i ekonomin att förstå. Det gäller framför allt förslagen om kompensationspolitik efter en djup lågkonjunktur och om att alternera mellan inflations- och prisnivåmål. Konsekvensen blir att centralbanken kommer att eftersträva olika hög inflation vid olika tidpunkter – det vill säga i praktiken ha olika inflationsmål för olika år – vilket kan göra det svårare för hushåll, företag och placerare att bilda kortsiktiga inflationsförväntningar. Ett rent prisnivåmål är lättare att förstå men konsekvensen också av det blir att centralbanken i praktiken kommer att ha olika inflationsmål för olika år. Å andra sidan innebär ett trovärdigt prisnivåmål att det blir lättare att bilda inflationsförväntningar för längre perioder.

De ovan anförda ”praktiska” invändningarna mot de alternativa målformuleringarna för prisstabilitet måste ställas mot att det också kan vara svårt att få bred förståelse för att högre inflation är önskvärd för att minska risken för att en nedre ränterestriktion ska binda. Det är sannolikt en vanlig föreställning bland allmänheten att det alltid är dåligt med inflation och att en högre sådan därför i alla lägen bör undvikas. Resonemang om realräntor, nedre räntegolv och den neutrala räntan kan upplevas som abstrakta och svåra att ta till sig av många. Samtidigt är det en rimlig slutsats att om en inflation på 2 procent sågs som optimal när det svenska inflationsmålet infördes, så bör, med samma överväganden i övrigt som då, den optimala inflationstakten ha stigit om sannolikheten för att penningpolitiken ska begränsas av en nedre ränterestriktion ökat. Vår sammanfattande bedömning är att ett något högre inflationsmål är att föredra framför de ovan diskuterade alternativa målformuleringarna för prisstabilitet.

5.2 Risker för finansiell instabilitet kopplade till bostadsmarknaden

Den trendmässiga nedgången i neutrala räntor (se avsnitt 5.1), som också lett till ett ungefär lika stort fall i bostadsräntorna, har medfört kraftiga ökningar av bostadspriserna. Det negativa sambandet mellan bostadspriser och räntor är naturligt. Eftersom räntebetalningar är en viktig komponent i den löpande kostnaden för eget ägt och belånat boende ökar efterfrågan på bostäder när räntan går ner. Om utbudet av bostäder inte snabbt kan svara på den ökade efterfrågan måste priserna öka, vilket också skett (se figur 5.3). De högre priserna speglar en kombination av högre efterfrågan, oelastiskt utbud och mycket låg produktivitetstillväxt i bostadsproduktionen.

Med högre priser ökar också efterfrågan på lån och givet att banker och andra finansinstitut tillhandahåller krediter stiger hushållens bruttoskulder i förhållande till deras inkomster. Sedan mitten på 1990-talet har också hushållens samlade skulder i förhållande till deras inkomster ökat. Lägre räntor har gjort det möjligt att ha större skulder utan att räntebetalningarnas andel av inkomsten ökat. Tvärtom har, som framgår av figur 5.4, räntebetalningarnas andel av disponibel inkomst fallit trendmässigt. Merparten av fallet skedde

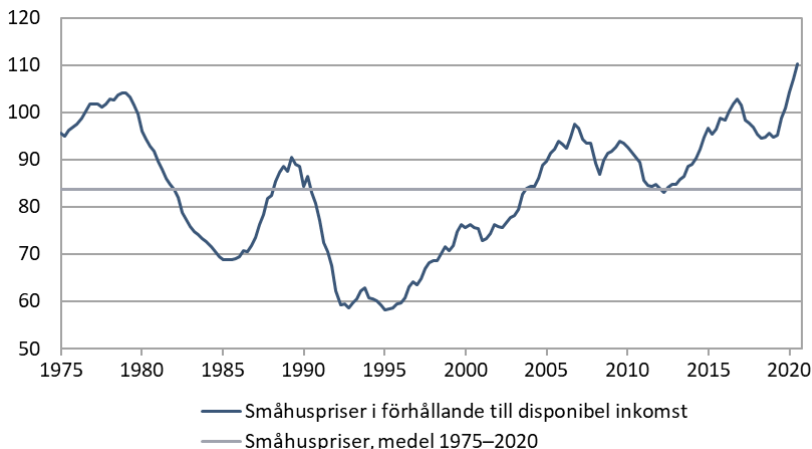
dock under 1990-talet i samband med att de nominella räntorna då föll kraftigt.

Lägre räntor leder naturligt till större balansräkningar i ekonomin. Detta är i princip inte något uttryck för obalanser. Det betyder emellertid inte att lägre räntor, högre tillgångspriser och större balansräkningar skulle vara problemfria. Riskerna kan öka för enskilda hushåll. Lägre räntor leder till att variationer i det fundamentala värdet på en tillgång får större effekt på dess pris och därmed på ägarens balansräkning. Kapitalvinster och kapitalförluster för enskilda hushåll blir större. Om till exempel attraktiviteten i att bo i ett visst bostadsområde minskar, leder det till större kapitalförluster för bostadsägarna om räntan är låg än om den är hög.

Detta kan visas mer formellt genom ett enkelt exempel. Anta att en tillgång genererar ett konstant flöde av tjänster med ett nettovärde v . Tänk på en bostadsrätt på en adress där många vill bo. Nettovärdet av de boendetjänster som genereras är då marknadsvärdet per år av att bo i denna lägenhet sedan kostnader för underhåll, eventuella avgifter med mera – men inte räntor – räknats bort. Enligt teorin kommer då priset på lägenheten i en jämvikt med stabila räntor att vara sådant att räntekostnaderna vid full belåning motsvarar flödet av tjänster.⁹⁰ Om lägenhetens värde betecknas P och realräntan r gäller att $Pr = v$. Om vi dividerar båda sidorna i ekvationen med r blir $P = v/r$. En lägre ränta ger således ett högre pris i jämvikt. Logiken är enkel. Med lägre räntor kan och vill köparna betala mer för att få tillgång till de tjänster tillgången ger. Då blir priset högre.

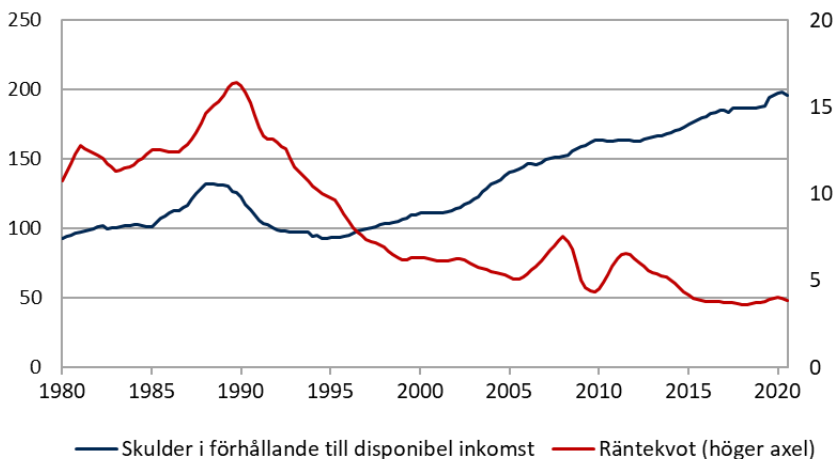
⁹⁰ Modellen kan förstås göras mer komplicerad, till exempel genom att ta hänsyn till osäkerhet, amorteringsregler, varierande räntor, att utbudet inte är fast utan beror på priset och mycket annat. Det grundläggande budskapet blir dock detsamma även med sådana förändringar av antagandena.

Figur 5.3 Småhuspriser i förhållande till disponibel inkomst 1975–2021, index



Anm: Småhuspriser baserade på SCB:s fastighetsprisindex för småhus. Index = 100 år 1980.
 Källa: Finansinspektionen (2021).

Figur 5.4 Hushållens skulder 1980–2021, procent



Anm: Hushållens skulder i förhållande till disponibel inkomst och ränteutgifter i förhållande till disponibel inkomst (räntekvoten).
 Källa: Finansinspektionen (2021).

Konsekvensen för priset av en förändring i marknadsvärdet på tjänsteflödet som genereras blir större när räntan är låg. Anta att nettovärdet av att äga en viss lägenhet är 5 000 kronor i månaden,

alltså 60 000 kronor per år. Med en realränta på 4 procent blir då priset 1 500 000 och med 1 procent ränta 6 000 000 kronor. Säg att marknadsvärdet av boendetjänsterna faller med 1 000 kronor, till exempel därför att en boendeskatt införs eller något händer som minskar bostadens attraktivitet. Med en ränta på 4 procent sjunker marknadsvärdet på bostaden till 1 200 000 kronor, alltså med 300 000 kronor. Men om räntan är 1 procent blir fallet fyra gånger så stort, 1 200 000 kronor: från 6 000 000 till 4 800 000 kronor. De individuella finansiella riskerna förenat med ägande blir större i ett lågräntesamhälle. Det är också lätt att visa med ett liknande exempel att en höjning av räntan leder till ett större prisfall om räntan stiger från en låg än en hög nivå.

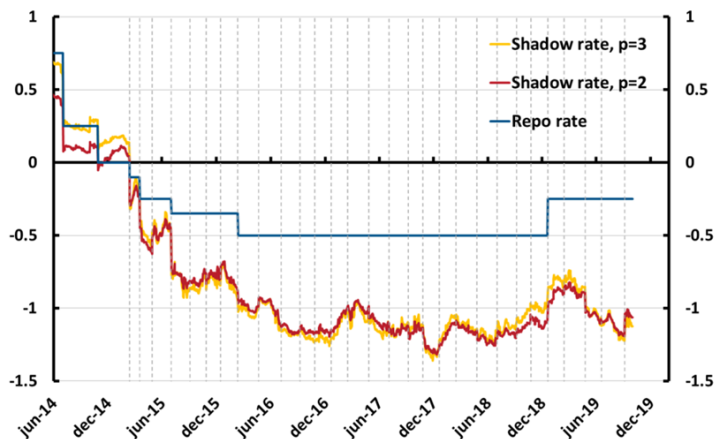
Samma mekanismer verkar på aggregerad nivå. Ett fall i bostadspriserna ger kapitalförluster för dem som äger sin bostad. Om bostadsprisfallet är generellt, alltså omfattar alla bostäder är det a priori inte uppenbart att det måste leda till minskad konsumtion. Skälet är att lägre bostadspriser också betyder att kostnaden för att bo minskar för nytillkommande på bostadsmarknaden. För ett hushåll som äger sin bostad och planerar att bo kvar under en lång tid påverkas inte boendekostnaden av ett tillfälligt boprisfall. Det ekonomiska utrymmet för att konsumera andra varor minskar därmed inte.

Empiriska studier visar dock att bostadspriserna påverkar aggregerad konsumtion (se till exempel Carroll med flera 2011). Det främsta skälet är att betydande andelar av bostadsägarna i alla inkomstgrupper är likviditetsbegränsade och egentligen skulle vilja låna mer än de gör. Den begränsning som förhindrar en större skuldsättning är direkt relaterad till värdet på de bostäder som utgör säkerheter för lån. Högre värde på bostaden gör det möjligt att låna mer och tvärtom. Ju fler hushåll som är kreditbegränsade på detta sätt, desto större effekt får variationer i bopriserna på aggregerad konsumtion. Detta är ett exempel på en förstärkningsmekanism av grad ett enligt klassificeringssystemet i avsnitt 3.2.3.

Om penningpolitiken mer varaktigt sänker räntorna skulle risker av detta slag öka. Å andra sidan är, som vi diskuterade i avsnitt 3.2.3, riskerna relativt små att fallande bostadspriser skulle utlösa några allvarigare förstärkningsmekanismer. Det beror på att sannolikheten för att bankerna ska göra stora kapitalförluster på bostadslånen förefaller liten i Sverige. Enligt Finansinspektionens bedöm-

ningar har de flesta hushåll med bostadslån goda marginaler att klara räntehöjningar.

Figur 5.5 Styrränta och skuggränta för Sverige 2014–19



Anm: Styrräntan avser den ränta som under tidsperioden benämndes reporänta (repo rate). Parametern $p=2,3$ anger antal underliggande variabler, så kallade *pricing factors*, i modellen.
Källa: De Rezende och Ristinemi (2020).

Det är också tveksamt om penningpolitiken är en väsentlig orsak till den långa perioden av fallande räntor. Som vi visar i avsnitt 4.3 har visserligen penningpolitiken under vissa perioder inneburit lägre räntor än den neutrala, vilket spätt på uppgången i fastighetspriserna. Från 2015 har Riksbanken fört en expansiv politik också genom köp av obligationer och andra okonventionella åtgärder. För att analysera hur expansiv penningpolitiken faktiskt var under denna period beräknar De Rezende och Ristinemi (2020) en skuggränta (*shadow rate*). Den visar vilken styrränta den förda penningpolitiken uppskattas ha motsvarat om hänsyn tas också till de balansräkningsoperationer som genomfördes. Figur 5.5 visar att Riksbankens obligationsköp kan antas ha lett till stimulanseffekter motsvarande en styrräntesänkning på 0,5–1 procentenhet. Det finns dock inte några övertygande belegg för att fastighetspriserna och hushållens skulder skulle ha utvecklats på ett i grunden annorlunda sätt om penningpolitiken hela tiden varit neutral under de senaste decennierna. Däremot skulle stabiliseringspolitiken ha fungerat sämre och förtroendet för inflationsmålet riskerats.

5.3 Överväganden om diskretionär finanspolitik

Det fall som skett i den neutrala realräntan har, som ovan diskuterats, begränsat penningpolitikens möjligheter att i lågkonjunkturer stimulera ekonomin genom styrräntesänkningar, även om det förmodligen går att ha något mer negativa räntor än som hittills prövats. I det läget har Riksbanken, liksom andra centralbanker, köpt värdepapper med längre löptider i stor omfattning. Sådana balansräkningsoperationer tycks ha expansiva effekter men kan också innebära olägenheter (se avsnitt 5.1.2). Det råder betydande osäkerhet om effekternas storlek. Den finansiella risken för den konsoliderade staten (inkluderande också centralbanken) ökar när köp av statspapper förkortar statsupplåningens löptid. Köp av privata värdepapper ökar riskerna ännu mer. Dessutom uppluckras gränsen mellan finans- och penningpolitik eftersom sådana köp, och därmed förbundna förändringar av riskpremierna, påverkar resursallokeringen i ekonomin. En konsekvens är att beslut som i grunden är politiska flyttas över till opolitiska tjänstemän i riksbanksdirektionen. Vår uppfattning är därför att kvantitativa lättnader inte bör vara ett penningpolitiskt instrument i den normala stabiliseringspolitiken.

I en situation som skulle kunna leda till en finanskris är det däremot viktigt att Riksbanken kan ingripa med stora tillgångsköp för att förhindra en finansiell kollaps. Det samlade agerandet från världens centralbanker under våren 2020 var sannolikt en central förklaring till att en finanskris kunde undvikas. Utan de snabba insatserna hade riskpremier på många tillgångar kunnat explodera med förskräckande ekonomiska konsekvenser. Under normala tider är dock riskpremier på riskabla tillgångar centrala för att investeringar och risk ska hamna rätt i ekonomin. Det är därför av stor betydelse att motverka att det byggs upp förväntningar om att Riksbanken ska agera med tillgångsköp när riskpremier stiger i mer normala situationer. Marknadsaktörerna fokuserar då på Riksbankens agerande i stället för att analysera faktiska risker. Det lägger grunden till vad som i framtiden kan utvecklas till finansiella kriser. Det är uppenbart att gränsen mellan normala förändringar i riskpremier och sådana som kan eskalera till finanskriser inte kan definieras i en lagtext. Riksbanken bör dock göra klart att den normalt kommer att vara återhållsam med ingripanden på de

finansiella marknaderna. Detta är också innebörden av den föreslagna nya riksbankslagens krav på att det måste föreligga ”synnerliga skäl” för att Riksbanken ska köpa eller sälja andra finansiella instrument än statspapper.

De låga räntorna under senare år har inneburit att variationer i förväntade framtida intäktsströmmar från olika tillgångar får stora effekter på tillgångspriser. Detsamma gäller ränteförändringar. Vidare kan låga räntor skapa incitament för överdrivet risktagande av aktörer på den finansiella marknaden som ”jagar avkastning”. Dessa risker är reella, men som framhölls i avsnitt 5.2, har den neutrala räntans fall varit av större betydelse för de låga räntenivåerna under senare år än penningpolitiken. Andra åtgärder än förändrad penningpolitik krävs därför för att hantera riskerna på de finansiella marknaderna.

Den trendmässiga nedgången i räntorna har också haft fördelningpolitiska konsekvenser. I den mån låga räntor lett till stigande aktiekurser har hushållen med högst inkomster gynnats, medan ökande bostadspriser främst gynnat medelinkomsttagare.⁹¹ Klart är att räntenedgången gynnat hushåll med sådana tillgångar och stora lån. En expansiv penningpolitik bidrar till detta. Samtidigt är det främst låginkomsttagare som drar fördel av om en expansiv penningpolitik bidrar till högre sysselsättning. Men även i fråga om inkomst- och förmögenhetsfördelningen gäller att den neutrala realräntans fall varit av betydligt större vikt än de penningpolitiska åtgärderna.

Överväganden av ovan beskrivet slag har fått många ekonomer att argumentera för att finanspolitiken bör spela en större stabiliseringspolitisk roll än enligt tidigare synsätt (se till exempel Summers 2016, Blanchard och Summers 2019, Rachel och Summers 2019, Lagerwall 2019, Jansson 2021 och Blanchard 2021b). Om en mer expansiv finanspolitik skulle ersätta penningpolitiska stimulansåtgärder i lågkonjunkturer, kan sysselsättningen hållas uppe utan de förmögenhetseffekter som de senare för med sig. I detta sammanhang har också framhållits att det inte bara är behovet av en större stabiliseringspolitisk roll för finanspolitiken som ökat. Möjligheterna till detta har också vidgats eftersom lägre realräntor innebär att riskerna med en ökad statsupplåning till följd av finanspolitiska stimulanser är mindre. Dessutom betyder lägre ränteutgifter att

⁹¹ Det är väl belagt att aktieinnehav utgör en större andel av tillgångarna för höginkomsttagare än lägre inkomsttagare. Se till exempel Søgaard (2018).

utrymmet för ett lägre primärt sparande (lägre skatter eller högre andra offentliga utgifter) – som har större efterfrågepåverkan än räntebetalningar – ökar. En ytterligare aspekt är att de finanspolitiska multiplikatorerna är större än annars när ekonomin befinner sig vid sitt nedre räntegolv, eftersom expansiva finanspolitiska åtgärder då inte utlöser några motverkande räntereaktioner (se avsnitt 2.1). Slutligen visade de många finanspolitiska insatserna – i en serie ändringsbudgetar i Sverige – under pandemin att också beslut om sådana kan fattas snabbt utan stora beslutsfördröjningar.

Vår bedömning är att dessa argument är rimliga. De bortser dock från att mer diskretionär finanspolitik inte automatiskt behöver bli stabiliserande. Som vi visat i avsnitt 4.2 förefaller tidigare vidtagna diskretionära åtgärder i finanspolitiken inte att ha varit systematiskt kontracykliska. De verkar till stor del ha drivits av andra motiv än stabiliseringspolitiska. Det kan därför behövas förändringar i det budgetpolitiska ramverket i syfte att göra den diskretionära finanspolitiken mer kontracyklisk. Vi återkommer till detta nedan. Det är däremot uppenbart att de budgetpolitiska reglerna inte förhindrade kraftfulla och statsfinansiellt kostsamma åtgärder under den akuta covidkrisen. För att skapa utrymme för sådan politik behövs inte någon förändring av ramverket. Samtidigt bör noteras att Riksbankens snabba agerande under krisens inledning i mars 2020 knappast hade kunnat ersättas av finanspolitiska åtgärder.

5.3.1 Finanspolitiken och den neutrala realräntan

Ett sätt att se på samspelet mellan finanspolitiken och penningpolitiken är att den förra kan påverka den neutrala realräntan och därmed sannolikheten för att en nedre ränterestriktion ska binda. Blanchard (2021b) argumenterar för att det behövs en generellt mer expansiv finanspolitik för att normalt hålla den neutrala realräntan tillräckligt mycket över det nedre räntegolvet och därmed säkerställa att det finns ett tillräckligt utrymme för räntesänkningar i dåliga tider.⁹² Vi diskuterade detta i avsnitt 3.1.4 och konstaterade då att permanent större budgetunderskott och större offentlig skuldsättning i världsekonomin som helhet skulle ha sådana långsiktiga effekter. Detsamma skulle gälla en permanent mer expansiv finans-

⁹² Se också Summers (2016) samt Rachel och Summers (2019) för liknande resonemang.

politik i länder som är så stora – tänk USA – att förhållandena där påverkar världen som helhet. Men vi konstaterade också att ett permanent lägre offentligt finansiellt sparande i Sverige, som är en liten öppen ekonomi, inte kunde väntas påverka vår neutrala realränta på lång sikt, eftersom den bestäms av den internationella räntenivån. I stället skulle nettoexporten minska till följd av en real appreciering av kronan.

En relevant fråga är i vilken grad inhemsk finanspolitik kan påverka den svenska neutrala realräntan på kort och medellång sikt. Det analyseras i fördjupning 5.1 med hjälp av läroboksmodellen för en liten öppen ekonomi. Enligt den höjer en temporärt mer expansiv finanspolitik den neutrala realräntan under den tid som den förs, vilket kan vara värdefullt. Däremot har en permanent förändring av politiken inte någon sådan effekt. Detta talar emot att en systematiskt mer expansiv finanspolitik med lägre finansiellt sparande skulle förändra förutsättningarna för penningpolitiken ens på kort sikt. Denna slutsats bygger på antagandet om ränteparitetet samt att detta villkor utgör en bra förklaringsmodell för växelkursutvecklingen, vilket är ifrågasatt i den empiriska forskningen (se fördjupning 2.5). Ränteparitetet förutsätter att inhemska och utländska tillgångar är perfekta substitut. I den mån detta inte gäller kan det föreligga vissa avvikelser från ränteparitetet. I så fall skulle permanenta förändringar av den offentliga sektorns finansiella sparande påverka den neutrala realräntan. Men det finns anledning tro att effekten är liten.

Fördjupning 5.1 Finanspolitiken och den neutrala realräntan

Sambandet mellan finanspolitik och den neutrala realräntan på kort och medellång sikt kan analyseras med hjälp av två ekvationer. Ekvation (5.1) uttrycker jämviktsvillkoret för varumarknaden. Enligt detta beror produktionen (aktivitetsnivån) negativt på realräntan, r , och det strukturella finansiella sparandet, F^* , samt positivt på den reala växelkursen, Q (utländsk prishnivå mätt i inhemsk valuta dividerad med inhemsk prishnivå så att en högre real växelkurs betyder en real depreciering, vilket leder till högre nettoexport). Ekvation (5.2) är det reala ränteparitetsvillkoret från fördjupning 2.5 där r^f är den utländska realräntan samt Q^e den förväntade reala växelkursen.

$$Y_t = Y(r_t, F_t^*, Q_t) \tag{5.1}$$

$$r_t = r_t^f + \frac{Q_{t+1}^e - Q_t}{Q_t}. \tag{5.2}$$

Anta att produktionen i utgångsläget är lika med den potentiella, så att $Y_t = Y^*$, där Y^* är den potentiella produktionen, och att realräntan är lika med den utländska så att $r_t = r_t^f$. Anta vidare att F_t^* sänks endast temporärt men realräntan hålls oförändrad. I så fall är det rationellt att inte förvänta sig att den framtida reala växelkursen, Q_{t+1}^e , ändras. Följaktligen ändras då inte heller Q_t eftersom $r_t = r_t^f$ förutsätter att $Q_{t+1}^e - Q_t = 0$. Alltså stiger Y_t över Y^* . Det är ekvivalent med att r_t understiger den neutrala realräntan, r_t^* alltså den realränta som håller produktionen vid dess potentiella nivå i perioden t . För att $Y_t = Y^*$ ska gälla måste uppenbarligen realräntan temporärt stiga över den utländska räntan, r_t^f , det vill säga den neutrala realräntan ökar tillfälligt. Det kan bara ske om $Q_{t+1}^e - Q_t > 0$. Eftersom Q_{t+1}^e antas oförändrad, måste det innebära att Q_t faller, det vill säga det sker en omedelbar real appreciering (sannolikt i huvudsak därför att den nominella växelkursen apprecierar) – som sedan över tid leder till en lika stor motriktad depreciering.

Anta nu i stället att sänkningen av det finansiella sparandet är permanent. Anta vidare liksom ovan att realräntan hålls oförändrad, så att $r_t = r_t^f$. Men om realräntan hålls oförändrad också i framtiden, förutsätter produktion vid den potentiella nivån en lägre real växelkurs (att den apprecierar) på lång sikt. Med rationella förväntningar anpassar sig den förväntade växelkursen till detta. Men eftersom $r_t = r_t^f$ innebär att $Q_{t+1}^e - Q_t = 0$, betyder det en omedelbar real appreciering till den nya och förväntade jämviktsnivån (återigen sannolikt i huvudsak genom en nominell appreciering), så att Y förblir vid den potentiella nivån, Y^* . Följaktligen ökar inte den neutrala realräntan ens på kort sikt i detta fall.

Slutsatserna ovan kan betraktas som en variant av den klassiska Mundell-Fleming-analysen av att finanspolitik kan vara ineffektiv under flytande växelkurs (se till exempel Krugman med flera 2018). Det framgår av resonemangen ovan att ett kritiskt antagande är att förväntningarna om den framtida växelkursen utgår från att den

kommer att anpassa sig så att produktionen på lång sikt sammanfaller med den potentiella nivån. Ett annat kritiskt antagande är att inhemska och utländska räntebärande tillgångar är perfekta substitut. I den mån som de inte är det kan förekomsten av riskpremier innebära avvikelser från ränteparitetsvillkoret. Dessa brukar dock antas vara små i de analysmodeller som används av centralbanker, finansdepartement och olika prognosinstitut.

5.3.2 De automatiska stabilisatorernas roll

Ett substitut för en mer aktiv finanspolitik i konjunkturstabiliserande syfte är att förstärka de automatiska stabilisatorerna. Som diskuterades i avsnitt 2.2.2 har dessa försvagats över tid i Sverige. Det kommunala balanskravet innebär också att de automatiska stabilisatorerna sannolikt är betydligt svagare än enligt konventionella beräkningar. Det gäller framför allt i lågkonjunkturer.

Värdet av automatiska stabilisatorer brukar motiveras med minskade risker för att finanspolitiken ska felanvändas och snabbare verkan än andra stabiliseringspolitiska instrument (se till exempel Blinder 2016, Auerbach 2019, Blanchard och Summers 2019, Blanchard 2021b). Men resonemangen måste nyanseras. Om en negativ utbudsstörning minskar potentiell BNP mer än faktisk BNP, så att det uppstår ett positivt BNP-gap, stabiliseras inte det av de automatiska stabilisatorerna. De bidrar i stället till ett större gap. Vad gäller de automatiska stabilisatorernas snabbhet, så börjar de förstås att verka omedelbart när en störning äger rum. Det är en uppenbar fördel vid oväntade konjunkturförändringar. Men vid förväntade störningar – exempelvis till följd av en konjunkturedgång utomlands som kan antas successivt förstärkas – har diskretionär politik fördelen att den kan agera redan på grundval av prognoser.

Nyanseringarna ovan till trots delar vi ändå uppfattningen att det vore värdefullt med starkare automatiska stabilisatorer. Ett problem är emellertid att de automatiska stabilisatorernas styrka i regel är en biprodukt av andra överväganden än stabiliseringspolitiska. Det gäller till exempel skattesystemets progressivitet som i första hand kan antas bero på avvägningar mellan samhällsekonomisk effektivitet och mål om inkomstutjämning.

Avsnitt 2.2.2 diskuterade bland annat arbetslöshetsförsäkringens roll som automatisk stabilisator. Den följer av att utbetalningarna av arbetslöshetsersättning automatiskt ökar i en lågkonjunktur då fler blir arbetslösa. Eftersom dessa till stor del kan antas vara likviditetsbegränsade, är den marginella konsumtionsbenägenheten för utbetalade arbetslöshetsersättningar hög (nära 1); merparten eller hela ersättningen används för konsumtionsutgifter som håller uppe efterfrågan. Från den synpunkten är en hög arbetslöshetsersättning önskvärd. Men å andra sidan har den negativa utbudseffekter: arbetslösas incitament att söka effektivt efter arbete minskar och lönenivån tenderar att höjas eftersom den alternativa inkomsten om man inte arbetar stiger.

En *konjunkturberoende arbetslöshetsförsäkring* kan vara ett sätt att bättre balansera de konjunkturstabiliserande effekterna av höga arbetslöshetsersättningar, via effekterna på aggregerad efterfrågan, mot de negativa utbudseffekterna. Innebörden är att försäkringen görs mer generös, i termer av ersättningsnivå eller maximal ersättningsperiod, i låg- än i högkonjunkturer. På så sätt ökar transfereringarna till hushåll med hög konsumtionsbenägenhet mer när konjunkturen försvagas än som är fallet med en konstant ersättningsnivå. De negativa utbudseffekterna på sysselsättningen till följd av att incitamenten att söka arbete försvagas kan samtidigt antas vara av mindre betydelse i en lågkonjunktur när antalet lediga platser ändå är begränsat än i en högkonjunktur då söketeendet bör spela större roll för flödet från arbetslöshet till arbete (Andersen och Svarer 2009, Finanspolitiska rådet 2009).⁹³

Många länder gjorde genom diskretionära beslut arbetslöshetsförsäkringen mer generös under både den globala finanskrisen 2008–10 och covidpandemin 2020–22. Det har också skett i Sverige 2020–22 då kvalificeringskraven mildrats så att fler kunnat få a-kassa samtidigt som både grundbelopp och tak höjts. Problemet med sådana diskretionära beslut är att det kan vara svårt att göra för-

⁹³ Landais med flera (2018) argumenterar för en konjunkturberoende arbetslöshetsförsäkring av andra skäl än effekten på aggregerad efterfrågan. Enligt deras analys är arbetsmarknaden inte tillräckligt stram (*tight*), det vill säga antalet vakanser är för få i förhållande till antalet effektivt arbetsökande, i lågkonjunkturer, medan det omvända gäller i högkonjunkturer, samtidigt som en högre arbetslöshetsersättning alltid *ökar*, inte minskar, stramheten. Det senare beror på en mekanism enligt vilken mer generös ersättning, som reducerar sökintensiteten, minskar konkurrensen om de tillgängliga jobben och därmed ökar sannolikheten för arbetslösa att hitta jobb. Författarnas empiriska resultat är att denna mekanism är viktigare än den konventionella att högre arbetslöshetsersättning höjer lönenivån och därmed minskar lönsamheten för företagen av att anställa.

säkringen mindre generös igen när konjunkturen förbättras. Möjligheterna till det är större med ett regelsystem som stipulerar automatiska förändringar beroende på konjunkturläget.

Genom åren har olika förslag förts fram om att *automatiska variationer i statsbidragen till kommunerna* skulle minska risken för att dessa, genom att agera procykliskt, ska förstärka konjunktursvängningarna.⁹⁴ En tänkbar modell är att låta automatiska variationer i de totala statsbidragen till kommunsektorn *kompensera* för avvikelser – både uppåt och nedåt – i tillväxten av dess skatteunderlag (de beskattningsbara inkomsterna) från ett genomsnitt för tidigare år. Ett mindre ambitiöst system skulle vara att via statsbidragen *garantera* kommunsektorn en lägsta ökningstakt för dess intäkter som motsvarar utvecklingen vid oförändrad genomsnittlig skattesats om skatteunderlaget ökar i en viss minimitakt (lägre än den genomsnittliga ökningen under tidigare år). Den automatiska stabiliseringen skulle då verka bara i lågkonjunkturer, men det är också i den situationen som behovet är störst (se avsnitt 2.2.2). Om man vill förstärka de automatiska stabilisatorerna kraftigt, vore det förstås möjligt att låta statsbidragen till kommunsektorn variera så mycket att dess totala intäkter vid oförändrade skattesatser inte bara förhindras från att falla (stiga) utan rentav ökar (minskar) i en lågkonjunktur (högkonjunktur).

Det nya system för stöd till korttidsarbete som infördes 2020 fungerar som en automatisk stabilisator eftersom det är en rättighet att få tillgång till det för alla företag som uppfyller villkoren om tillfälliga och allvarliga svårigheter utanför arbetsgivarens kontroll (se avsnitt 2.2.2). Vi är kritiska till systemet eftersom det riskerar att bromsa en önskvärd strukturomvandling. Det äldre parallella system som finns sedan 2014, och som bara kan aktiveras genom ett diskretionärt regeringsbeslut efter en bedömning av Konjunkturinstitutet om att en synnerligen djup lågkonjunktur föreligger, utgör en bättre avvägning mellan mål om att å ena sidan stabilisera konjunktur och sysselsättning och att å andra sidan inte förhindra tillväxtfrämjande strukturomvandling. Detta system utgör en halvautomatisk stabilisator eftersom det finns en färdig stödmekanism men som kräver ett diskretionärt beslut för att sättas

⁹⁴ Se till exempel STEMU-utredningen (2002), Finanspolitiska rådet (2009), Spara i goda tider – för en stabil kommunal verksamhet (2011) och Utredningen om en effektiv ekonomistyrning i kommuner och regioner (2021).

igång. En liknande modell skulle också kunna tillämpas på andra områden: både i fråga om specifika skatter och vissa offentliga utgifter. Det kan finnas anledning att närmare utreda om finanspolitiken borde ha tillgång till en större uppsättning av förberedda åtgärder vilka skulle vara möjliga att aktivera i olika konjunktursituationer för att antingen stimulera eller strama åt efterfrågan. En fördel med fler sådana förberedda åtgärder är att det skulle snabba på den finanspolitiska beslutsprocessen. En nackdel är att risken för överanvändning av finanspolitiska stimulansåtgärder i lägen med endast mindre negativa konjunkturstörningar kan öka (se också avsnitt 6.4). Det potentiella värdet av starkare halvautomatiska stabilisatorer är större vid kraftiga konjunkturedgångar, men samtidigt utlöses sådana i regel av särskilda omständigheter. Det kan göra det svårt att i förväg specificera lämpliga finanspolitiska åtgärder.

5.4 Stabiliseringspolitiken i en stagflationssituation

Under 2000–20 var inflation inte något problem i vare sig den svenska ekonomin eller andra ekonomiskt utvecklade länder. I Sverige nådde inflationen under de flesta åren av perioden inte upp till inflationsmålet på 2 procent (se figur 5.5). Detta gällde inte minst under 2011–16 och ledde fram till de okonventionella penningpolitiska åtgärder i form av negativ styrränta och balansräkningsoperationer som diskuterades ovan (se fördjupning 2.6 samt avsnitten 5.1.1 och 5.1.2). Under 2020 blev KPIF-inflationen så låg som 0,5 procent dels därför att energipriserna utvecklades svagt, dels därför att pandemin slog betydligt hårdare mot den aggregerade efterfrågan – till följd av framtingat sparande när möjligheterna att konsumera många tjänster minskade – än mot utbudet.

Men inflationssituationen har förändrats dramatiskt under 2021–22. Inflationen har stigit både internationellt och i Sverige. Det har berott på en rad faktorer: förskjutningar av efterfrågan mellan olika branscher, en snabbare återhämtning än förväntat och fortsatta covidrestriktioner i till exempel Kina. Till detta kom särskilt i USA kraftiga finanspolitiska stimulanser, inte bara 2020 utan också 2021, i tillägg till en mycket expansiv penningpolitik. Sedan har de internationella prisstegringarna spåtts på av kraftiga prisökningar på olja,

naturgas, råvaror och livsmedel i samband med Ukrainakriget som bröt ut i slutet av februari 2022.

Det finns många paralleller mellan inflationsutvecklingen 2021–22 och världsinflationen 1973–74. Även den gången spelade en mycket expansiv finans- och penningpolitik i USA – då för att finansiera Vietnamkriget och Lyndon Johnsons sociala välfärdsprogram (”kriget mot fattigdomen”) – en stor roll. Ovanpå det kom sedan de stora oljeprisstegringarna i samband med arabländernas oljeembargo mot västvärlden efter Jom Kippurkriget 1973 och Iran-Irak-kriget 1979–80.

Den internationella inflationen 1973–74 kom att importeras till Sverige (se Calmfors 2021). En viktig orsak var att Sverige upprätthöll en fast växelkurs – efter Bretton-Woodssystemets sammanbrott 1973 mot D-marken och andra viktiga europeiska valutor. Därför var det inte möjligt att strama åt penningpolitiken. Samtidigt fördes en expansiv finanspolitik, innefattande bland annat en tillfällig momsänkning 1974 och stöd till företagen för att de skulle kunna producera mer än de kunde sälja för att fylla på sina lager av färdigvaror (tills konjunkturen förbättrades): den så kallade *överbrygningspolitiken*. Den samlade politikens resultat blev att inflationen under 1974 tog fart också i Sverige. De avtalsmässiga löneökningarna var förhållandevis låga detta år i förhållande till inflationen men löneglidningen blev hög. Det försköt relativlönerna mellan olika grupper samtidigt som inflationsförväntningarna steg. Resultatet blev höga avtalsmässiga löneökningar 1975–76. De genomsnittliga årliga lönekostnadsökningarna under 1974–76 kom att ligga nära 20 procent. Det blev inledningen till en lång period – som varade fram till början av 1990-talet – av inflation, devalveringar och svag tillväxt. Utvecklingen kulminerade i en svår arbetslöshets- och statsskuldskris 1991–93. Det var först då som inflations- och devalveringsspiralen i den svenska ekonomin bröts.

Hur ska man i efterhand se på 1970-talets svenska stagflationskris? En rimlig slutsats är att alltför stor vikt lades vid att stabilisera aktivitetsnivån i en situation med stora utbudstörningar. 1970-talspolitiken fokuserade i första hand på att genom finanspolitiska stimulanser hålla uppe efterfrågan i ett läge när oljeprishöjningarna reducerade realinkomsterna. Men man missade att de höjda energipriserna samtidigt påverkade den potentiella produktionen negativt. Det är därför troligt att det ändå uppkom ett positivt BNP-gap som

bidrog till högre inflation. Denna förstärktes sedan när inflationsförväntningarna förlorade sin förankring och började stiga.⁹⁵

En lärdom av 1970-talserefenheterna bör vara att det i ett stagflationsläge som det nuvarande är viktigt att den samlade stabiliseringspolitiken inte blir så expansiv att ett betydande positivt BNP-gap driver på inflationen. Som diskuterades i avsnitt 3 kan ett givet BNP-gap uppnås genom många olika kombinationer av finans- och penningpolitik. I en stagflationssituation kan det vara motiverat med finanspolitiska insatser av andra skäl än att stimulera efterfrågan. Negativa utbudstörningar kan, även om de leder till ett positivt BNP-gap, innebära *arbetslöshet* som ger stora välfärdsluster för dem som drabbas. Arbetslösheten kan också via olika utslagningsmekanismer bita sig fast mer långsiktigt. Det kan finnas skäl att motverka detta genom olika åtgärder, till exempel stöd för korttidsarbete eller andra typer av subventionerade anställningar, som är direkt sysselsättningsfrämjande. Det kan också vara önskvärt att finanspolitiken spelar en *försäkringsroll* genom att hålla uppe realinkomsterna för särskilt låginkomstgrupper med små marginaler. Åtgärder med den beskrivna inriktningen syftar inte primärt till att stimulera den aggregerade efterfrågan men har ändå det som en bieffekt. Det kan därför vara lämpligt att kombinera dem med en kontraktiv penningpolitik.

En expansiv finanspolitik i kombination med restriktiv penningpolitik under en stagflationsperiod är mer motiverad ju starkare den offentliga sektorns finansiella nettoställning och ju lägre dess skuldkvot är samt ju mer positivt det bedöms vara med åtgärder som motverkar höga tillgångspriser och stor privat skuldsättning. Samtidigt bör den ”mitt-i-vägen-princip” för stabiliseringspolitiken som diskuterades i avsnitt 3.2.1 gälla. Finanspolitiska åtgärder för att motverka högre arbetslöshet och försäkra låginkomsthushåll mot stora realinkomstfall bör inte få leda till en så kontraktiv penningpolitik att det uppkommer stora påfrestningar för hushåll och företag med stor skuldsättning med åtföljande risker för finansiell instabilitet.

Vid realinkomstsänkningar till följd av högre internationella priser på fossilt bränsle och annan energi av det slag som inträffat i slutet av 2021 och början av 2022 bör finanspolitiska försäkringsinsatser i första hand vara av *klumpsummetyp* och inte knyts till el-

⁹⁵ Se också avsnitt 2.1.

och drivmedelsförbrukning. Sänkta drivmedelsskatter och bidrag i proportion till elanvändningen innebär att marknadens prissignaler om knapphet på dessa resurser sätts ur spel. När många länder agerar på liknande sätt, blir effekten på förbrukarnas priser liten. Den huvudsakliga effekten blir i stället att producentpriserna hålls uppe.

Kunskapen om jämviktsarbetslöshetens nivå, vid vilken inflationen börjar att successivt stiga – och om det över huvud taget finns en klart definierad sådan nivå – är osäker. Därför hävdas ibland att den samlade efterfrågepolitiken bör utformas så att man gradvis prövar om lägre arbetslöshetsnivåer kan nås utan att inflationen skjuter fart (se till exempel Holden 2004, 2017). En sådan stabiliseringspolitisk inriktning kan vara klok när inflationen under längre tid legat under eller nära inflationsmålet – som var fallet före pandemin.

Motsvarigheten till en den beskrivna strategin i nuvarande situation (augusti 2022) skulle vara att vänta med åtstramningar av efterfrågepolitiken och i stället testa om inte inflationsuppgången är tillfällig (Tuvhag 2022). Men politiken är riskfylld i en situation då utbudsstörningar pressat upp inflationen betydligt över inflationsmålet. Då är faran stor att inflationsförväntningarna ska stiga. Om det skulle ske och starta en pris-lönespiral kan kostnaderna i termer av arbetslöshet längre fram för att stoppa processen bli mycket höga. Dessa risker illustreras tydligt av erfarenheterna från 1980-talet då de pågående inflationsprocesserna i USA och Storbritannien bröts först genom hårda penningpolitiska åtstramningar som innebar tvåsiffriga arbetslöshetstal. De svenska erfarenheterna från 1990-talskrisen är likartade: det krävdes en brant uppgång av arbetslösheten för att inflationen skulle pressas tillbaka. Mot denna bakgrund talar mycket för att det är bättre att ta risken att strama åt efterfrågan för mycket än för lite i nuvarande inflationssituation.

En säkrare väg för att hantera de sysselsättningsproblem som kan uppkomma i samband med en åtstramande efterfrågepolitik är *strukturella reformer* i syfte att förbättra arbetsmarknadens funktions sätt (se till exempel Finanspolitiska rådet 2022). Eftersom sysselsättningsproblemen i hög grad är koncentrerade till utsatta grupper – lågutbildade i allmänhet och lågutbildade utrikes födda i synnerhet, funktionsnedsatta och äldre som förlorat jobbet – bör sysselsättningsfrämjande åtgärder i första hand fokusera på dessa. Vi tar inte här ställning till vilka åtgärder som är mest lämpliga utan

konstaterar bara att det finns en bred diskussion om detta som omfattar olika utbildningssatsningar, mer effektiva matchningsinsatser i arbetsmarknadspolitiken, subventionerade anställningar, krav för att motta sociala ersättningar och dessas nivåer, anställningsskyddets utformning samt minimilönenivåer. Den önskvärda balansen mellan olika sådana strukturella åtgärder beror i hög grad på hur man väger olika effekter mot varandra när det uppstår målkonflikter mellan sysselsättnings- och fördelningsmål.⁹⁶

Den nuvarande avtalsmodellen med industrins märkessättning brukar uppfattas som en stark spärr mot att löneökningarna, och därmed inflationen, ska skjuta fart (Calmfors med flera 2019). Systemet tillkom i slutet av 1990-talet med den uttalade avsikten att bryta den tidigare utvecklingen med hög löne- och prisinflation. Det finns en stark strävan hos arbetsmarknadens parter att inte åter hamna i en sådan situation. Samtidigt är det viktigt att inte över-skatta avtalssystemets motståndskraft om prisökningarna blir för höga. Det finns skäl att erinra om att Sverige före 1970-talsinflationen också hade ett avtalssystem, då starkt centraliserat med dominerande roller för SAF (Svenska Arbetsgivareföreningen) och LO, som betraktades som en garant för samhällsekonomiskt ansvarstagande. Men det blev omöjligt att hålla tillbaka löneökningarna när stabiliseringspolitiken släppte fram starka prisstegringsimpulser.

⁹⁶ Se till exempel Calmfors och Sánchez Gassen (2019) angående effektiviteten i olika åtgärder för att få utrikes födda i arbete och uppkommande målkonflikter.

6 Avslutande diskussion

Detta avsnitt sammanfattar våra övergripande slutsatser. Avsnitt 6.1 behandlar finans- och penningpolitikens roller i den rena konjunkturstabiliseringen, medan avsnitt 6.2 ställer frågan om finanspolitiken också uttryckligen bör ha till uppgift att bidra till att inflationsmålet uppfylls. Avsnitt 6.3 diskuterar kort om det finns institutionella hinder för att åstadkomma ett effektivt samspel mellan penning- och finanspolitiken. Avsnitt 6.4 fokuserar på riskerna för fel- och överanvändning av finanspolitiken och tänkbara spärrar mot detta. Avsnitt 6.5 diskuterar inflationsmålets nivå. Slutligen berör avsnitt 6.6 relationen mellan olika tänkbara förändringar av de stabiliseringspolitiska riktlinjerna.

6.1 Den allmänna konjunkturstabiliseringen

Enligt vår analys i avsnitt 5.3 finns det argument för att finanspolitiken bör spela en större roll i stabiliseringen av produktion och sysselsättning, särskilt i lågkonjunkturer, än enligt tidigare *conventional wisdom*. Huvudregeln bör dock enligt vår mening fortfarande vara att mindre konjunktursvängningar i första hand ska stabiliseras av penningpolitiken och finanspolitikens automatiska stabilisatorer. Som framhölls i avsnitt 5.3 bör de senare stärkas. Det kan ske genom att statsbidragen till kommunerna med automatik får variera på ett sådant sätt att de kompenserar för variationer i kommunsektorns skatteunderlag. En konjunkturberoende arbetslöshetsförsäkring, mer generös i låg- än i högkonjunkturer, är också en möjlighet. Det är dock viktigt att konstruera systemen så att risken för att utbudsstörningar medför destabiliserande effekter på konjunkturen och de offentliga finanserna minimeras.

Men det finns också skäl för att diskretionär finanspolitik bör komplettera penningpolitiken för att stabilisera resursutnyttjandet i djupa lågkonjunkturer. Det bör finnas tydliga riktlinjer för det. Sådana saknas för närvarande. Riktlinjer av detta slag fanns i 2011 års ramverksskrivelse men 2018 års skrivelse innehåller inte några.⁹⁷ Det är olyckligt, inte minst eftersom finanspolitiken från och med pandemiutbrottet 2020 kommit att användas allt mer aktivt såväl för att stabilisera konjunkturen som för att försäkra både hushåll och företag mot inkomstbortfall.

En konjunktursituation där Riksbankens styrränta ligger nära noll, samtidigt som det föreligger outnyttjade resurser (ett negativt BNP-gap), indikerar att det kan vara önskvärt med en expansiv finanspolitik, alltså ett strukturellt finansiellt sparande under saldomålet, i syfte att understödja penningpolitiken. De finanspolitiska riktlinjerna skulle kunna slå fast att det normalt, och om det inte innebär offentligfinansiella risker, bör vara en uppgift för finanspolitiken att i konjunkturlägen när penningpolitiken hämmas av en nedre ränterestriktion åstadkomma den efterfrågestimulans som annars hade kunnat uppnås genom styrräntesänkningar. En sådan finanspolitik kan motiveras med en generell strävan att hålla både penning- och finanspolitik ”i mitten av vägen” och alltså undvika extrema lösningar (se avsnitt 3.2.1). Mer precist skulle finanspolitiska riktlinjer av detta slag minska behovet av okonventionella penningpolitiska åtgärder såsom omfattande balansräkningsoperationer.

Om statsskuldräntan ligger under tillväxttakten i ekonomin skulle en försämrade finansiell nettoställning för den offentliga sektorn till följd av en mer expansiv finanspolitik i lågkonjunkturer vara oproblematiske: det långsiktiga budgetutrymmet skulle inte minska (se avsnitt 3.1.1). Och även om relationen mellan statsskuldränta och tillväxttakt skulle kastas om, är den svenska offentliga sektorns finansiella ställning så stark att en minskning av den finansiella nettoförmögenheten och ökning av den konsoliderade bruttoskulden med 10–20 procent av BNP fortfarande skulle innebära mycket starka offentliga finanser. Effekterna på det framtida primära finansiella sparandet skulle bli begränsade.

En ökning av statsskulden innebär dock alltid risker för minskat finanspolitiskt handlingsutrymme i framtiden. Om skuldkvoten

⁹⁷ Regeringen (2011, 2018). Se också avsnitt 3.2.4.

kontinuerligt skulle öka nås förr eller senare en riskabel nivå som försvårar ytterligare upplåning och därmed kan göra det svårt att hantera kriser som uppstår. Visserligen har låga realräntor sannolikt medfört att denna nivå är högre än tidigare men var den ligger är genuint svårt att bedöma. Trots att säkra realräntor var negativa under covidkrisen är det troligt att flera euroländer med höga statsskulder hade fått svårt att på egen hand rulla över sina lån. Att det finns en nivå för hur hög en säker statsskuld är innebär därmed att varje höjning av statsskulden har potentiella kostnader i meningen att ytterligare höjningar kan försvåras.

Diskretionär finanspolitik bör också bidra till att stabilisera resursutnyttjandet i kraftiga överhettningar så att det inte i sådana situationer krävs extrema räntehöjningar. Dessa skulle slå hårt mot högt skuldsatta hushåll och företag, vilket skulle kunna få destabiliserande effekter på finansmarknader och tillgångspriser. Finanspolitikens uppgift att komplettera penningpolitiken bör ses som lika viktig i kraftiga överhettningar som i djupa lågkonjunkturer.

6.2 Ska finanspolitiken ta hänsyn till inflationen?

Det överordnade målet för Riksbankens penningpolitik är att upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation. Men politiken ska dessutom stabilisera produktion och sysselsättning. Riksbanken har således dubbla makroekonomiska mål. Här har enligt tidigare riktlinjer förelegat en diskrepans i förhållande till finanspolitiken. Enligt den tidigare gällande ramverksskrivelsen kan finanspolitiken i vissa situationer behöva komplettera penningpolitiken när det gäller att stabilisera efterfrågan (Regeringen 2011). Däremot gavs finanspolitiken ingen annan roll avseende inflationen än att den ”inte ska försvåra (vår kursivering) Riksbankens arbete med att upprätthålla en låg och stabil inflation” (sid 33).

Liksom penningpolitiken påverkar finanspolitiken såväl aktivitetsnivå som inflation. Ett exempel där finanspolitiken kunde ha hjälpt Riksbanken att uppnå inflationsmålet är perioden 2015–19 då reporäntan var noll eller negativ samtidigt som stora värdepappersköp gjordes (se avsnitt 4.3). Visserligen fördes under flera av dessa år en expansiv finanspolitik – med ett strukturellt finansiellt sparande under överskottsmålet (2016–18) trots positiva BNP-gap

enligt Konjunkturinstitutet – men en ännu mer expansiv politik hade underlättat för Riksbanken. Ett annat och varnande exempel är Bidens stora finanspolitiska stimulanspaket i USA 2021 som bidrog till att driva upp inflationen långt över de nivåer som den amerikanska centralbanken, *Federal Reserve*, eftersträvade (Summers 2021, Blanchard 2021a, 2021b). Här riskerar en obalans i motsatt riktning att uppstå därför att *Federal Reserve* i en situation med negativa utbudsstörningar kan behöva genomföra mycket stora räntehöjningar på grund av den tidigare kraftigt stimulerande finanspolitiken.

En möjlighet kunde vara att utvidga finanspolitikens stabiliseringspolitiska roll till att *understödja* – inte bara undvika att försvåra – penningpolitikens uppgift att uppnå inflationsmålet när det föreligger stora avvikelser från det. Detta skulle kunna vara ett kompletterande stabiliseringspolitiskt mål för finanspolitiken i tillägg till det ovan skisserade målet om att bidra till stabilisering av resursutnyttjandet när Riksbankens styrränteförändringar inte räcker till. Det går inte generellt att säga huruvida en sådan utvidgning av målen för finanspolitiken skulle göra den mer expansiv eller mindre. Det beror på relationen mellan uppskattade BNP-gap och inflationens avvikelse från målet. I en situation med positiva BNP-gap men inflation betydligt under målet skulle finanspolitiken bli mer expansiv. I ett läge med uppskattade positiva BNP-gap men avsevärt högre inflation än målet skulle finanspolitiken i stället bli mer kontraktiv.

Ett alternativ till en explicit uppgift för finanspolitiken att understödja penningpolitiken vid stora avvikelser från inflationsmålet är att dessa i högre grad än idag beaktas vid skattningar av BNP-gapet. Dessa är notoriskt svåra att göra och kännetecknas ofta av stora revideringar i efterhand. Men väsentligt lägre (högre) inflation än målet i en situation då BNP-gapet bedöms vara positivt (negativt) kan vara en indikation på att uppskattningen av gapet är felaktig.

6.3 Formerna för samspelet mellan finans- och penningpolitiken

Nuvarande ekonomisk-politiska regim innebär att Riksbanken självständigt ansvarar för penningpolitiken medan regering och riksdag bestämmer finanspolitiken. Riksbankens oberoende tryggas bland annat av det dubbla instruktionsförbudet: direktionens medlemmar får inte ta emot instruktioner från regeringen och den får inte ge sådana instruktioner (se fördjupning 3.1). Däremot finns inga formella hinder för Riksbanken att ha synpunkter på finanspolitiken. Detta stämmer överens med förhållandena i andra länder.

En central fråga är om de rådande institutionella förhållandena kan förhindra en effektiv samordning av politiken. En intressant analys av detta är Eggertsson (2006). I hans modell är det under normala omständigheter ändamålsenligt att regeringen utformar finanspolitiken utifrån en samhällelig välfärdsfunktion medan centralbanken bestämmer penningpolitiken utifrån en snävare målformulering (stabilisering av inflation och aktivitetsnivå). På så sätt hanteras det tidsinkonsistensproblem som annars skulle uppstå om regeringen kunde förvänta sig att centralbanken ex post finansierar budgetunderskott via sedelpressarna (Calvo 1978). Men arrangementet är suboptimalt om ekonomin utsätts för en deflationsstörning och hamnar vid det nedre räntegolvet. En förutsättning för effektiv stabilisering via budgetunderskott är då explicit samordning av finans- och penningpolitiken. Regering och centralbank bör i det läget enligt analysen maximera samma samhällliga välfärdsfunktion. I så fall beaktar centralbanken att den kan hålla nere kostnaderna för den ökade statsskulden genom monetär finansiering av denna. Den expansiva finanspolitiken skapar då förväntningar om framtida inflation, vilket via lägre realräntor stimulerar efterfrågan, och även förväntningar om framtida inkomstökningar, som ytterligare ökar efterfrågan. Slutsatsen underbygger teoretiskt hypotesen att behovet av samverkan mellan finans- och penningpolitik ökar i en kris (se också Bernanke 2003).

Finanspolitiska rådet (2021) konstaterar att det inom EU – trots det dubbla instruktionsförbudet – förekommer formaliserade samtal mellan ECB och representanter för EU:s politiska organ. En intressant parallell i Sverige är det Finansiella stabilitetsrådet där representanter för regeringen, Riksbanken, Finansinspektionen och

Riksgälden diskuterar frågor rörande finansiell stabilitet. Då borde det också vara möjligt för regering och Riksbank att i vissa situationer föra samtal om finans- och penningpolitiken utan att det skulle inkräkta på Riksbankens oberoende. Det är dock svårt att ha någon uppfattning om hur mycket det skulle förändra i praktiken. Under coronakrisen gick det knappast att peka på några allvarliga samordningsproblem. Däremot kan man ställa frågan om mer samverkan under åren dessförinnan skulle ha gett en annan stabiliseringspolitisk mix: mer expansiv finanspolitik i utbyte mot en mindre expansiv penningpolitik (se avsnitt 6.1). Den situation med inflation över målet som i skrivande stund (augusti 2022) karakteriserar den svenska ekonomin kan också komma att ställa nya krav på samspelet mellan penning- och finanspolitik om en önskvärd policy-mix ska uppnås. Det vore förmodligen olyckligt om en åtstramande penningpolitik i syfte att dämpa inflationen skulle motverkas av en expansiv finanspolitik. Resultatet skulle kunna bli en ännu mer kontraktiv penningpolitik och onödigt stora boprisfall.

6.4 Spärrar mot felanvändning av finanspolitiken

Enligt vår empiriska analys i avsnitt 4.2 verkar det inte finnas något kontracykliskt mönster för den diskretionära finanspolitik som förts i Sverige: vi fann inget samband mellan det strukturella finansiella sparandets avvikelse från överskottsmålet och BNP-gapet. Det är därför inte självklart att en mer aktiv finanspolitik kommer att innebära mer av konjunkturstabilisering.

Det kan rentav tänkas att den praxis som etablerades under pandemin 2020–21 – och som fortsatt under första halvåret 2022 – med återkommande nya beslut om finanspolitiska stimulansåtgärder i ändringsbudgetar under löpande budgetår kan ha förskjutit normerna för beslutsfattandet, så att politikerna blivit mer villiga att tillfredsställa krav på selektiva stöd till grupper som till följd av prisförändringar eller andra händelser fått vidkännas realinkomstminskningar. Utskottsinitiativ i riksdagen som innebär högre utgifter eller lägre intäkter under innevarande budgetår är inte heller underkastade samma regler om att de måste finansieras genom andra budgetförändringar som gäller vid behandlingen av regeringens

budgetproposition (men som också börjat luckras upp).⁹⁸ Det innebär risker för en diskretionär finanspolitik som i alltför hög grad utformas utifrån andra grunder än konjunkturstabilisering och för en allmän underskottstendens. Finanspolitiska rådet (2022) varnar för en sådan utveckling. En vanlig hypotes har varit att risken för stora budgetunderskott ökar med minoritetsregeringar, vilket Sverige med stor sannolikhet kan komma att ha framöver.⁹⁹

I den internationella diskussionen har det förts fram olika förslag om hur riskerna med att en mer aktiv finanspolitik ska leda till alltför stor offentlig skulduppbyggnad eller stabiliseringspolitiskt feltajmade åtgärder kan bemästras. Flera av dessa går ut på att ge centralbanken större inflytande över finanspolitiken. Bartsch med flera (2019) har föreslagit inrättandet av en finanspolitisk fond, vars storlek ska bestämmas av det politiska systemet, medan centralbanken ska bestämma när och i vilken omfattning fonden ska användas. Yates (2020) har lanserat idén att en centralbank, när den slår i en nedre ränterestriktion, ska meddela sin regering hur mycket mer den skulle ha velat sänka styrräntan om det hade varit möjligt. Centralbanken skulle helt enkelt ”beställa” en finanspolitisk stimulans vars storlek motsvarar den uteblivna räntesänkningen. Regeringen behöver enligt förslaget inte efterkomma önskemålet men måste i så fall förklara sig (*comply or explain*). Det bör i sammanhanget noteras att det finns finanspolitiska instrument som verkar på liknande sätt som ränteförändringar: beskattning av kapitalinkomster och ränteavdrag liksom temporära momsförändringar.¹⁰⁰

Ett mindre långtgående förslag är det i avsnitt 6.1 framförda om finanspolitiska riktlinjer som slår fast att det normalt bör föras en expansiv diskretionär finanspolitik i lågkonjunkturer när Riksbankens styrränta närmat sig noll och att strävan då bör vara att åstadkomma sådana efterfrågestimulanser – men inte mer än – som annars skulle ha uppnåtts genom lägre realräntor om dessa inte omöjliggjorts av en nedre ränterestriktion. Riktlinjerna skulle också kunna stipulera att finanspolitiken i högkonjunkturer bör föras på ett sådant sätt att mycket höga realräntor undviks.

⁹⁸ Se till exempel Ekholm (2021).

⁹⁹ Senare empirisk forskning för OECD-länderna har dock inte funnit stöd för hypotesen (Potrafke 2019).

¹⁰⁰ Se STEMU (2002) och Finocchiaro med flera (2016).

Några intressanta idéer om förbättrade förutsättningar för en konjunkturrellt väl avvägd finanspolitik fanns i STEMU-utredningens (2002) betänkande. Det finanspolitiska råd som där föreslogs skulle ha till uppgift att följa konjunkturutvecklingen och utifrån av statsmakterna föreskrivna riktlinjer offentligt ge rekommendationer om av stabiliseringsskäl motiverade finanspolitiska åtgärder. Enligt förslaget skulle således rådet även *i förväg rekommendera* finanspolitiska åtgärder i stället för att som det nu existerande Finanspolitiska rådet endast *i efterhand utvärdera* den politik som förts.

STEMU-utredningens förslag var en mjukare variant av då cirkulerande förslag i den internationella debatten om att det politiska systemet skulle kunna delegera finanspolitiska beslut för att stabilisera konjunkturen (till exempel variationer av vissa skatter över konjunkturen runt av parlamentet fastställda riktvärden) till ett oberoende expertråd (se till exempel Blinder 1997, Ball 1997, Business Council of Australia 1999, Seidman 2001 och Calmfors 2003, 2005). Utredningsförslaget gällde vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen, det vill säga en situation där det precis som vid en nedre räntegräns inte är möjligt att anpassa räntenivån i Sverige till konjunkturutvecklingen här. Huvudtanken bakom förslaget var att om finanspolitiken baserades på rekommendationer från ett expertråd skulle risken minska för alltför kraftiga stimulanser i lågkonjunkturer och otillräckliga åtstramningar i högkonjunkturer.

Det skulle enligt vår mening vara önskvärt att Finanspolitiska rådet spelar en mer aktiv roll genom att i förväg ge rekommendationer till regering och riksdag om hur finanspolitiken bör utformas med hänsyn till konjunkturläget. Det skulle rådet kunna göra på eget initiativ. Men rekommendationerna skulle få större tyngd om det tydligt ingick i rådets instruktion att ge sådana. Det vore också bra om en praxis kunde etableras enligt vilken Riksbanken förutsätts informera regering och riksdag om när den bedömer att de penningpolitiska medel som står till dess förfogande inte räcker till för att stabilisera ekonomin och uppnå inflationsmålet – eller måste användas på ett så extremt sätt att alltför stora negativa sidoeffekter uppkommer – och att penningpolitiken därför behöver understöd av finanspolitiken.

En möjlighet är också att regeringen skulle *inhämta* Finanspolitiska rådets synpunkter innan budgetpropositionen läggs

fram för riksdagen på liknande sätt som synpunkter på olika lagförslag inhämtas från Lagrådet. Även Riksbanken och Konjunkturinstitutet kunde i så fall ges möjlighet att delge sina synpunkter. Detsamma kunde gälla i samband med större ändringsbudgetar under budgetåret. I samband med mer omfattande initiativ i finansutskottet skulle också sådana bedömningar kunna inhämtas. Synpunkterna skulle då i första hand avse förslagets stabiliseringspolitiska och offentligfinansiella konsekvenser, alltså om det resulterande strukturella finansiella sparandet i relation till gällande saldomål är motiverat utifrån konjunktursituationen.

En viktig del av bedömningarna bör gälla om regeringens uppskattningar av BNP-gapet är rimliga. Idag används relativt mekaniska metoder för att beräkna detta (se avsnitt 2.1). Under covid-krisen blev det uppenbart att dessa inte ger tillräcklig vägledning för stabiliseringspolitiken i en situation med stora utbudstörningar. Detsamma gäller i nuvarande läge (augusti 2022) då kraftiga prisökningar på bland annat fossila bränslen, halvledare, råvaror och livsmedel hotar att leda till stagflationsproblem. Bedömningarna i sådana lägen bör också ta fasta på i vilken grad generella efterfrågepåverkande åtgärder är ändamålsenliga för att motverka uppkommande sysselsättningsproblem. Under de två decennierna före covidpandemin kan positiva utbudstörningar bland annat i form av *offshoring*, digitalisering och ökat arbetskraftsutbud ha bidragit till att potentiell BNP underskattats och BNP-gapet därmed överskattats.

Det har framförts förslag om att Finanspolitiska rådets uppdrag ska utvidgas till att omfatta både finans- och penningpolitiken (Holmlund med flera 2014, Svensson 2014b). Det skulle kunna bidra till bättre samspel mellan de två slagen av politik genom att föra upp frågan högre på agendan och åstadkomma mer diskussion om den. Det är enligt vår mening en uppenbar brist i dagens svenska ekonomisk-politiska diskussion att det saknas ett forum för strukturerad diskussion av balansen mellan penning- och finanspolitiken. Finanspolitiska rådet skulle med fördel kunna ges uppgiften att utvärdera den stabiliseringspolitiska mixen såväl ex ante som ex post.

6.5 Inflationmålet

Avsnitt 5.1.3 diskuterade inflationmålet nivå. Ett högre mål skulle innebära att de nominella räntorna i ett normalläge ligger högre och därmed har större fallhöjd. Risken för att ett nedre räntegolv ska binda i en lågkonjunktur, och tillräckligt negativa realräntor därmed inte kunna uppnås, skulle då bli mindre. Det minskar behovet av att Riksbanken använder sig av stora balansräkningsoperationer i sådana situationer och av att finanspolitiken tar ett större ansvar för konjunkturstabiliseringen.

När det nuvarande tvåprocentmålet infördes, föregicks det inte av någon djupare analys utan var grovt tillyxat. Det togs knappast någon hänsyn till risken för att ekonomin kunde hamna i situationer där en nedre ränterestriktion skulle begränsa penningpolitikens möjligheter. När nu detta visat sig kunna ske är det ett starkt skäl för att ompröva inflationmålet. En höjning till förslagsvis 3 procent kan vara önskvärd. Det skulle ge ytterligare utrymme för styrräntesänkningar i ekonomiska nedgångar om den neutrala realräntan fortsätter att vara låg, vilket är en vanlig prognos (som inte bör påverkas av de räntehöjningar som görs i den nuvarande konjunktursituationen). Om den neutrala realräntan i stället stiger, skulle en sådan begränsad höjning av inflationmålet inte innebära några påtagliga olägenheter.

En vanlig invändning mot att Sverige ensamt skulle höja inflationmålet är att det skulle leda till en fortgående långsam depreciering av den svenska kronan som skulle försvåra internationella prisjämförelser och därför ha negativa samhällsekonomiska effektivitetseffekter. Argumentet kan knappast tillmätas någon tyngd eftersom det under en rörlig växelkurs ändå hela tiden sker stora variationer i den effektiva växelkursen (mot ett lämpligt sammansatt valutaindex) och ännu större variationer mot enskilda valutor. Det är dessutom högst osäkert om det tvåprocentmål som tillämpas på många håll verkligen innebär att man målsatt samma inflationstakt, eftersom metoderna för att mäta aggregerade prisförändringar varierar mycket mellan länder.

Hur skulle en eventuell höjning av inflationmålet genomföras? Enligt den föreslagna nya riksbankslagen har Riksbanken exklusiv initiativrätt. Riksbanken kan därefter besluta om en förändring först sedan den godkänts av riksdagen. En anpassning till ett nytt högre

mål skulle underlättas av ett samförstånd med arbetsmarknadens parter om värdet av förändringen. Det kan knappast åstadkommas om inte beslutet föregås av en omfattande offentlig debatt och betydande pedagogiska insatser från Riksbankens – och andras – sida. Som framhölls i avsnitt 5.1.3 skulle en höjning av målet förmodligen vara lättast att genomföra i ett läge då både den faktiska och den förväntade inflationen ligger något över nuvarande mål men är på väg nedåt, så att det är uppenbart att förändringen inte genomförs därför att politiken tappat kontrollen över inflationen. Det betyder att en höjning av inflationsmålet inte är aktuell i den situation som råder idag (augusti 2022) med hög inflation och farhågor om stigande inflationsförväntningar. En diskussion om inflationsmålet blir relevant först när inflationen är under kontroll igen.

6.6 Relationen mellan olika förändringar av riktlinjerna för stabiliseringspolitiken

Eventuella förändringar på enskilda områden av stabiliseringspolitiken har konsekvenser för hur man bör tänka på andra områden. Ju större utrymme man vill ge för Riksbanken att använda sig av omfattande värdepappersköp, desto mindre är behovet av förändringar. Och omvänt behövs större andra förändringar i ju högre grad man framgent vill undvika stora balansräkningsoperationer.

Förstärkta automatiska stabilisatorer innebär mindre krav på diskretionär finanspolitik för att komplettera penningpolitiken vid efterfrågestörningar och därmed mindre behov av att bygga in spärrar mot felanvändning av finanspolitiska åtgärder. Samtidigt måste man vara medveten om att de automatiska stabilisatorerna bara underlättar stabiliseringspolitiken när det är fråga om efterfrågestörningar. Vid utbudsstörningar, som innebär större effekter på potentiell än faktisk BNP, kan i stället de automatiska stabilisatorerna förstärka obalanserna och därmed öka behovet av diskretionära finanspolitiska beslut.

Ju mer man är beredd att förlita sig på finanspolitiken för att stabilisera konjunkturen, desto mindre anledning finns det att ompröva inflationsmålet. Men ju mer skeptisk man är mot möjligheterna att föra en väl avvägd finanspolitik och ju större förtroendet är för räntepolitikens potentiella förmåga, desto större anledning

finns det att vidga Riksbankens handlingsutrymme genom ett högre inflationsmål.

Vår syn är att det finns goda skäl att undvika stora balansräkningsoperationer från Riksbankens sida. Vi tror att det vore värdefullt med en förstärkning av de automatiska stabilisatorerna, men att det inte räcker om man väsentligt vill vidga finanspolitikens möjligheter att stabilisera efterfrågan i kraftiga lågkonjunkturer. Betydande diskretionära finanspolitiska stimulanser kan krävas i sådana situationer om finanspolitiken då ska ge ett effektivt bidrag till konjunkturstabiliseringen. Men detta innebär också större risker för att finanspolitiska stimulanser ska fel- och överanvändas. Dessa risker kan emellertid minskas om de finanspolitiska besluten i högre grad än idag baseras på oberoende bedömningar. Mer av sådana skulle öka möjligheterna att använda diskretionär finanspolitik för att stabilisera konjunkturen. Utan en större roll för oberoende bedömningar kan en mer aktiv användning av finanspolitiken vara riskabel. Som framhållits ovan tycks dessutom covidpandemin ha lett till en uppluckring av den finanspolitiska disciplinen.

Sammanfattningsvis saknas idag tydliga riktlinjer för vilken roll finanspolitiken ska spela som medel för att stabilisera konjunkturen. Sådana behövs. De automatiska stabilisatorerna i finanspolitiken bör förstärkas, främst genom ett system för att statsbidragen till kommunerna ska variera kontracykliskt. Riktlinjerna bör klargöra att penningpolitiken och de automatiska stabilisatorerna normalt ska ha ansvaret för konjunkturstabiliseringen men också att den diskretionära finanspolitiken – om inte offentligfinansiella hänsyn talar i annan riktning – bör understödja penningpolitiken vid kraftiga konjunkturstörningar så att inte denna då överbelastas. Det innebär att finanspolitiken bör ha sådan efterfrågepåverkan att omfattande värdepappersköp kan undvikas i lågkonjunkturer och mycket höga räntor inte behöver tillgripas i högkonjunkturer.

Tydligare riktlinjer för finanspolitiken som stabiliseringspolitiskt instrument, liksom större betydelse för oberoende bedömningar när beslut ska fattas, kan minska riskerna för fel- och överanvändning av den. Men grunden för en ändamålsenlig finanspolitik måste ändå vara en politisk vilja att respektera de ekonomisk-politiska ramverken. De gjorde det möjligt att bedriva en kraftfull politik under covidkrisen. Åtgärder som bedömdes nödvändiga i det akuta krisläget kunde genomföras utan att begränsas av deras konsekvenser

för det finansiella sparandet och statsskulden. Det var synnerligen värdefullt, men i normala tider kan politiken inte bedrivas som då. Helt centralt för den ekonomiska politikens framtida handlingsutrymme är att det sker en återgång till en sammanhållen budgetprocess där övergripande beslut tas om finanspolitikens utformning i stället för att den blir resultatet av en rad enskilda beslut. Här ligger ett stort ansvar på alla de politiska partierna i riksdagen.

Referenser

- Abildgren, K. och A. Kuchler (2020), "Do Firms Behave Differently When Nominal Interest Rates Are Below Zero?", Danmarks Nationalbank Working Paper No. 164.
- Adam, K. och H. Weber (2022), "Estimating the Optimal Inflation Target from Trends in Relative Prices", *American Economic Journal: Macroeconomics*, under utgivning.
- Alesina, A., Favero, C. och F.G. Giavazzi (2019), *Austerity: When It Works and When It Doesn't*, Princeton University Press.
- Alexius, A. och P. Sellin (2012), "Exchange Rates and Long-Term Bonds", *Scandinavian Journal of Economics*, 114(3), 974–990.
- Almenberg, J. och M. Sigonius (2021), "Automatic Fiscal Stabilizers in Sweden 1998–2019", Working Paper No. 155, Konjunkturinstitutet, Stockholm.
- Almerud, J. och T. Laun (2021), "Finanspolitiska multiplikatorer i Sverige – ett allmän-jämviktsperspektiv", KI-kommentar 2021:29, Konjunkturinstitutet.
- Almgren, M., Gallegos, J.-E., Kramer, J. och R. Lima (2021), "Monetary Policy and Liquidity Constraints: Evidence from the Euro Area", *American Economic Journal: Macroeconomics*, under publicering.
- Altavilla, C., Burton, L., Gianetti, M. och S. Holton (2020), "Is There a Zero Lower Bound? The Effects of Negative Policy Rates on Banks and Firms", Working Paper No. 2289, European Central Bank.
- Amberg, N., Jansson, T., Klein, M. och A. Rogantini Picco (2021), "Five Facts about the Distributional Income Effects of Monetary Policy", Sveriges Riksbank Working Paper No. 403.

- Andersen, A.L., Duus, G. och T.L. Jensen (2016), "Household Debt and Spending during the Financial Crisis: Evidence from Danish Micro Data", *European Economic Review*, 89, 96–115.
- Andersen, A.L., Johannesen, N., Jørgensen, M. och J.L. Peydró (2021), "Softer Monetary Policy Increases Inequality", VoxEU.org, 19 april.
- Andersen, T.M., Bollerslev, T., Diebold, F.X. och C. Vega (2003), "Micro Effects of Macro Announcements: Real-time Price Discovery in Foreign Exchange", *American Economic Review* 93(1), 38–62.
- Andersen, T.M och M. Svarer (2009), "Business Cycle Dependent Unemployment Insurance", CEPR Discussion Paper DP7334.
- Andrade, P., Galí, J., Le Bihan, H. och J. Matheron (2019), "The Optimal Inflation Target and the Natural Rate of Interest", *Brookings Papers on Economic Activity* (Fall), 173–255.
- Ankargren, S. och H. Shahnazarian (2019), "The Interaction between Fiscal and Monetary Policies: Evidence from Sweden", Sveriges Riksbank Working Paper No. 365.
- Apel, M., Armelius, H. och C.A. Claussen (2017), "The Level of the Inflation Target – A Review of the Issues", *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2, 36–56.
- Arbetsmarknadsekonomiska rådet (2015), *Inför avtalsrörelsen 2016*, Stockholm.
- Armelius, H., Solberger, M. och E. Spånberg (2018), "Påverkas den svenska neutrala räntan av omvärlden?", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, 22–36.
- Assarsson, B. (1993), "Livscykelhypotesen, konsumtionen och stabiliseringspolitiken", *Ekonomisk debatt*, 21(7), 607–618.
- Attanasio, O. och G. Weber (2010), "Consumption and Saving: Models of Intertemporal Allocation and Their Implications for Public Policy", *Journal of Economic Literature*, 48(3), 693–751.
- Auclert, A., Malmberg, H., Martenet, F. och M. Rognlie (2021), "Demographics, Wealth, and Global Imbalances in the Twenty-First Century", NBER Working Paper 29161.
- Auerbach, A.J. (2019), "Fiscal Policy", i Blanchard, O.J. och L.H. Summers (red.), *Evolution or Revolution? Rethinking*

- Macroeconomic Policy after the Great Recession*, Cambridge Massachusetts: MIT Press.
- Backus, D.K., Gavazzoni, F., Telmer, C.I. och S.E. Zin (2013), "Monetary Policy and the Uncovered Interest Rate Parity Puzzle", SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1634825>.
- Baily, M.N. (1978), "Some Aspects of Optimal Unemployment Insurance", *Journal of Public Economics* 10(3), 379–402.
- Ball, L. (1997), "A Proposal for the Next Macroeconomic Reform", *Victoria Economic Commentaries*, March, 1–7.
- Ball, L. (2014), "The Case for a Long-run Inflation Target of Four Percent", Working Paper No. 92, International Monetary Fund.
- Ball, L. (2017), Comment to Kiley, M.T. och J.M. Roberts: "Monetary Policy in a Low-Interest World", *Brookings Papers on Economic Activity*, 48 (Spring), 372–380.
- Barro, R.J. (1974), "Are Government Bonds Net Wealth?" *Journal of Political Economy*, 82(6), 1095–1117.
- Barro, R.J. och D.B. Gordon (1983a), "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-rate Model", *Journal of Political Economy*, 91(4), 589–610.
- Barro, R.J. och D.B. Gordon (1983b), "Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, 12(1), 101–121.
- Bartsch, E.A., Boivin, J., Fischer, S. och P. Hildebrand (2019), "Dealing with the Next Downturn: From Unconventional Monetary Policy to Unprecedented Policy Coordination", SUERF Policy Note, nr 5, BlackRock Investment Institute.
- Bartsch, E.A., Bénassy-Quéré. A., Corsetti G. och X. Debrun (2020), *It's All in the Mix: How Can Monetary and Fiscal Policies Work or Fail Together?*, Geneva Report on the World Economy, No 23, ICMB och CEPR.
- Bean, C. (1994), "European Unemployment: A Survey", *Journal of Economic Literature*, 32(2), 573–619.
- Berger, D., Guerrieri, V., Lorenzoni, G. och J. Vavra (2018), "House Prices and Consumer Spending", *Review of Economic Studies*, 85(3), 1502–1542.

- Bergman, M. (2010), *Har finanspolitik omvända effekter under omfattande budgetsaneringar? Den svenska budgetsaneringen 1994–97*, Studier i finanspolitik 2010/2, Finanspolitiska rådet.
- Bernanke, B.S. (1983), "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, 73(3), 257–276.
- Bernanke, B.S. (2003), "Some Thoughts on Monetary Policy in Japan", Japan Society of Monetary Economics, maj.
- Bernanke, B.S. (2017), "Monetary Policy in a New Era", uppsats presenterad vid konferensen Rethinking Macroeconomic Policy, Peterson Institute, Washington DC, 12–13 oktober.
- Bernanke, B.S. (2019), "Monetary Policy in a New Era", i Blanchard, O.J. och L.H. Summers (red.), *Evolution or Revolution: Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession*, Cambridge Massachusetts, MIT Press.
- Bernanke, B.S. (2020), "The New Tools of Monetary Policy: American Economic Association Presidential Address", Brookings Institution.
- Bernanke, B. och M. Gertler (1989), "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations", *American Economic Review*, 79(1), 14–31.
- Bhattarai, S. och C. J. Neely (2022), "An Analysis of the Literature on International Unconventional Monetary Policy", *Journal of Economic Literature*, 60(2), 527–597.
- Blanchard, O.J. (2009), "The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies", IMF Working Paper 09/80.
- Blanchard, O.J. (2021a), "In Defense of Concerns over the \$1.9 Trillion Relief Plan, PIIE", 18 februari, <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/defense-concerns-over-19-trillion-relief-plan>.
- Blanchard, O.J. (2021b), *Fiscal Policy under Low Interest Rates*, preliminärt bokmanus, MIT Press, <https://fiscal-policy-under-low-interest-rates.pubpub.org/>.
- Blanchard, O.J., Dell’Ariccia, G. och P. Mauro (2013), "Rethinking Macro Policy II: Getting Granular", Staff Discussion Note No. 3, International Monetary Fund.

- Blanchard, O.J. och J. Galí (2007), "Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model", *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(1), 35–65.
- Blanchard, O.J. och A. Posen (2015), "Getting Serious about Wage Inflation in Japan", *Nikkei Asia*, 15 december.
- Blanchard, O.J. och L.H. Summers (2019), "Introduction: Rethinking Stabilization Policy: Evolution or Revolution", i Blanchard, O.J. och L.H. Summers (red.) *Evolution or Revolution?: Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession*, MIT Press.
- Blanco, A. (2021), "Optimal Inflation Target in an Economy with Menu Costs and Zero Lower Bound", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 13(3), 108–141.
- Blinder, A.S. (1997), "Is Government Too Political?", *Foreign Affairs*, 76(6), 115-126.
- Blinder, A.S. (2016), *Fiscal Policy Reconsidered*, The Hamilton Project, Policy Proposal 2016-05.
- Blix Grimaldi, M., Crosta, A. och D. Zhang (2021), "The Liquidity of the Government Bond Market – What Impact Does Quantitative Easing Have? Evidence from Sweden", Sveriges Riksbank Working Paper No. 402.
- Boivin, J., Kiley, M.T. och F.S. Mishkin (2011). "How Has the Monetary Policy Mechanism Evolved Over Time?", i Friedman, B.M. och M. Woodford (red.), *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 3A, Elsevier, Amsterdam.
- Boppart, T., Carlsson, M., Kondziella, M. och M. Peters (2022), "Micro PPI-Based Output Forensics", Institute for International Economic Studies, Stockholm University.
- Borio, C. och A. Zabai (2016), "Unconventional Monetary Policies: A Re-appraisal", BIS Working Paper No. 570, Bank for International Settlements.
- Broadbent, B. (2019), "Debt Dynamics", Speech at London Business School, 23 januari, Bank of England.
- Brunnermeier, M.K. och Y. Koby (2018), "The Reversal Interest Rate", NBER Working Paper No. 25406.

- Bryant, R.C., Henderson, D.W. och T. Becker (2012), *Maintaining Financial Stability in an Open Economy: Sweden in the Global Crisis and Beyond*, SNS förlag.
- Buiter, W.H. (2021), *Central Banks as Fiscal Players: The Drivers of Fiscal and Monetary Policy Space*, Cambridge University Press.
- Buiter, W.H. och N. Panigirtzoglou (2003), "Overcoming the Zero Bound on Nominal Interest Rates with Negative Interest Rates on Currency: Gesell's Solution", *Economic Journal*, 113(490), 723–746.
- Bullard, J. (2021), "The Fed's New Monetary Policy Framework One Year Later", Federal Reserve Bank of St. Louis, 12 augusti.
- Business Council of Australia (1999), "Avoiding Boom/Bust: Macroeconomic Reform for a Globalised Economy", Discussion Paper No. 2, Melbourne.
- Börjesson, M. och J. Eliasson (2015), "Kostnadseffektivitet i valet av infrastrukturinvesteringar", Rapport till Finanspolitiska rådet, Stockholm.
- Caceres, C. (2019), "Analyzing the Effects of Financial and Housing Wealth on Consumption Using Micro Data", IMF Working Paper 19/115.
- Caldara, D. och C. Kamps (2017). "The Analytics of SVARs: A Unified Framework to Measure Fiscal Multipliers", *Review of Economic Studies*, 84(3), 1015–1040.
- Calmfors, L. (2003), "Fiscal Policy to Stabilise the Domestic Economy in the EMU: What Can We Learn from Monetary Policy?", *CESifo Economic Studies*, 49(3), 319–353.
- Calmfors, L. (2005), *What Remains of the Stability Pact and What Next?*, Swedish Institute of European Policy Studies, Stockholm.
- Calmfors, L. (2018), *Industrins lönebildning kan och bör reformeras, Lönebildning för jämlikhet*, nr 4, 6F, Stockholm.
- Calmfors, L. (2020a), *Avgörande mål – en ESO-rapport om sysselsättningspolitiska målformuleringar*, Finansdepartementet, Stockholm.
- Calmfors, L. (2020b), *Fiscal Sustainability and Fiscal Frameworks in the Nordics*, Nordiska ministerrådet, Köpenhamn.

- Calmfors, L. (2020c), "Finanspolitik för ett starkare Sverige", i Eklund, K. (red.), *Idéer för ett starkare Sverige – Omstartskommissionen*, Ekerlids förlag.
- Calmfors, L. (2021), *Mellan forskning och politik: 50 år av samhällsdebatt*, Ekerlids förlag.
- Calmfors, L., Ek, S., Kolm, A.-S. och P. Skedinger (2019), *Kollektivavtal och lönebildning i en ny tid*, Dialogos Förlag, Stockholm.
- Calmfors, L. och N. Sánchez Gassen (red.) (2019), *Integrating Immigrants into the Nordic Labour Markets*, Nordiska Ministerrådet, Köpenhamn.
- Calvo, G. (1978), "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy", *Econometrica*, 46(6), 1411–1428.
- Campbell, J.Y. och N.G. Mankiw (1989), "Consumption, Income and Interest Rates: Reinterpreting the Time Series Evidence", i NBER Macroeconomics Annual 1989, Vol. 4, Parker, J.A. och M. Woodford (red.), MIT Press, Cambridge, MA.
- Campbell, J.R., Evans, C.L., Fisher, J.D.M. och A. Justiniano (2012), "Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance", *Brookings Papers on Economic Activity*, 43(1), 1–80.
- Canzoneri, M.B., Cumby, R.E. och B.T. Diba (2007), "Euler Equations and Money Market Interest Rates: A Challenge for Monetary Policy Models", *Journal of Monetary Economics*, 54(7), 1863–81.
- Carlsson, M. och A. Westermarck (2016), "Labor Market Frictions and Optimal Steady-state Inflation", *Journal of Monetary Economics*, 78, 67–79.
- Carroll, C.D., Otsuka, M. och J. Slacalek (2011), "How Large are Housing and Financial Wealth Effects? A New Approach", *Journal of Money, Credit and Banking*, 43(1), 55–79.
- Chetty, R. (2006), "A General Formula for the Optimal Level of Social Insurance", *Journal of Public Economics* 90(10), 1879–1901.
- Christiano, L.J., Eichenbaum, M. och C.L. Evans (1999), "Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End?", i Taylor, J.B. och M. Woodford (red.), *Handbook of Macroeconomics*, Elsevier, Amsterdam.

- Cochrane, J.H. (2021), "The Fiscal Theory of the Price Level: An Introduction and Overview", *Journal of Economic Perspectives*, under utgivning.
- Coibion, O. (2012), "Are the Effects of Monetary Policy Shocks Big or Small?", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(2), 1–32.
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y., Kueng, L. och J. Silvia (2017), "Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality" *Journal of Monetary Economics*, 88, 70–89.
- Corbo, V. och I. Strid (2020), "MAJA: A Two Region DSGE Model for Sweden and Its Main Trading Partners", Sveriges Riksbank Working Paper No. 391.
- Coronakommissionen (2022), *Sverige under pandemin. Volym 1 Samhällets, företagens och enskildas ekonomi*, SOU 2022:10, Stockholm.
- Corsetti G., Meier, A. och G.J. Mueller (2012), "Fiscal Stimulus with Spending Reversals", *Review of Economics and Statistics*, 94(4), 878–895.
- Corsetti, G. och G.J. Müller (2015), *Fiscal Multipliers: Lessons from the Great Recession for Small Open Economies*, Underlagsrapport till Finanspolitiska rådet, 2015/2, Stockholm.
- De Rezende, R.B. och A. Ristiniemi (2020), "A Shadow Rate without a Lower Bound", Staff Working Paper No. 864, Bank of England.
- Del Negro, M., Giannone, D., Giannoni, M.P. och A. Tambalotti (2019), "Global Trends in Interest Rates", *Journal of International Economics*, 118, 248–262.
- Diamond, D.W. och P.H. Dybvig (1983), "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, 91(3), 401–19.
- Diamond, P.A. (1965), "National Debt in a Neoclassical Growth Model", *American Economic Review*, 55(5), 1126–1150.
- Di Casola, P. och P. Stockhammar (2021), "When Domestic and Foreign QE Overlap: the Case of Sweden", Sveriges Riksbank Working Paper No. 404.

- Dixit, A. och L. Lambertini (2001), "Monetary-fiscal Policy Interactions and Commitment versus Discretion in a Monetary Union", *European Economic Review*, Papers and Proceedings, 45, 977–87.
- Dixit, A. och L. Lambertini (2003), "Interactions of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies", *American Economic Review*, 93(5), 1522–1542.
- Eggertsson, G.B. (2006), "Fiscal Multipliers and Policy Coordination", Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 241.
- Eggertsson, G., Juelsrud, R. och E.G. Wold (2018), "Monetary Policy with Negative Nominal Interest Rates", VoxEU.org, 31 januari.
- Eggertsson, G.B., Juelsrud, R.E, Summers, L.H. och E.G. Wold (2019), "Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel", NBER Working Paper 25416.
- Eggertsson, G.B. och M. Woodford (2003), "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, 34(1), 139–211.
- Eichenbaum, M. (1997), "Some Thoughts on Practical Stabilization Policy", *American Economic Review*, 87(2), 236–39.
- Ekholm, K. (2020), *Fördelningseffekter av framväxten av en globaliserad finansmarknad och den förda makropolitiken*, Underlagsrapport till Jämlikhetskommissionen, SOU 2020:46, Stockholm.
- Ekholm, K. (2021), "Det finanspolitiska ramverket borde skydda mot riksdagsinitiativ som försvagar de offentliga finanserna", *Ekonomistas*, 16 mars, <https://ekonomistas.se/2021/03/16/det-finanspolitiska-ramverket-borde-skydda-mot-riksdagsinitiativ-som-forsvagar-de-offentliga-finanserna/>.
- Ekholm, K., Nordström Skans, O., Persson, T. och A. Åkerman (2022), *Företagsstöden under pandemin*, Underlagsrapport till *Sverige under pandemin*, SOU 2022:10, Stockholm.
- Enegren, B. (2011), "Konkurrenskraften: spelar den någon roll för lönebildningen?", i Egerö, A.-M. (red.), *Röster om lönebildning och medling*, Medlingsinstitutet, Stockholm.

- Engel, C. (2014), "Exchange Rates and Interest Parity", i Gopinath, G., Helpman, E. och K. Rogoff (red.) *Handbook of International Economics*, Elsevier, Amsterdam.
- Englund, P., Hörngren, L. och P. Krusell (2019), Särskilt yttrande, *En ny riksbankslag*, Slutbetänkande av Riksbankskommittén, SOU 2019:46, Stockholm.
- Erceg, G. och J. Lindé (2014), "Is There a Fiscal Free Lunch in a Liquidity Trap?", *Journal of the European Economic Association*, 12(1), 73–107.
- Erikson, H. och D. Vestin (2019), "Pass-through at Mildly Negative Policy Rates: The Swedish Case", VoxEU.org, 22 januari.
- Erikson, H. och D. Vestin (2021), "Genomslaget av negativa styrräntor", *Ekonomiska kommentarer*, nr 9, Sveriges Riksbank.
- Fabo, B., Jančoková, M., Kempf, E. och L. Pástor (2021), "Fifty Shades of QE: Comparing Findings of Central Bankers and Academics", *Journal of Monetary Economics*, 120, 1–20.
- Facken inom industrin (2015), *Bästa möjliga – om lönebildning och samhällsekonomi*, Stockholm.
- Fatás, A. och I. Mihov (2003), "The Case for Restricting Fiscal Policy Discretion", *Quarterly Journal of Economics*, 118(9), 1419–1447.
- Federal Open Market Committee (2022), "Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy", Federal Reserve Board, 25 januari.
- Feldstein, M.S. (2002), "Commentary: Is There a Role for Discretionary Fiscal Policy", *Rethinking Stabilization Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 151–62.
- Finans- och penningpolitiskt bokslut för 1990-talet (2001), Proposition 2000/01:100, bilaga 5, Sveriges riksdag, Stockholm.
- Finansdepartementets expertgrupp (2020), *Analyse av økonomiske tiltak, incentiver for vekst og omstilling*, Oslo.
- Finansinspektionen (2019), *Finansinspektionen och finansiell stabilitet*, FI Dnr 19-27340.
- Finansinspektionen (2021), *Stabiliteten i det finansiella systemet*, 23 november.

- Finanspolitiska rådet (2009), *Svensk finanspolitik*, Stockholm.
- Finanspolitiska rådet (2011), *Svensk finanspolitik*, Stockholm.
- Finanspolitiska rådet (2018), *Svensk finanspolitik*, Stockholm.
- Finanspolitiska rådet (2020), *Svensk finanspolitik*, Stockholm.
- Finanspolitiska rådet (2021), *Svensk finanspolitik*, Stockholm.
- Finocchiaro, D., Jonsson, M., Nilsson, C. och I. Strid (2016), "Macroeconomic Effects of Reducing Household Debt", *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2, 57-88.
- Flodén, M. (2009), *Automatic Fiscal Stabilizers in Sweden 1998–2009*, Studier i Finanspolitik 2009/2, Underlagsrapport till Finanspolitiska rådet.
- Flodén, M. (2016), "Riksbankens obligationsköp påverkar statens finanser", anförande, Västsvenska handelskammaren, Göteborg, 9 november.
- Flodén, M. (2018), "Hur stor bör Riksbankens balansräkning vara i framtiden?", anförande, Swedish House of Finance.
- Flodén, M., Kilström, M., Sigurdsson, J. och R. Vestman (2021), "Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash-Flow Channel", *Economic Journal*, 131(636), 1742–1771.
- Flodén, M., Larsson, A., Ravn, M.O. och A. Vredin (2012), *Enkla regler, svåra tider – behöver stabiliseringspolitiken förändras?*, SNS Konjunkturrådsrapport, Stockholm.
- Flug, K. och P. Honohan (2022), *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020*, Riksdagstryckeriet, Stockholm.
- Forbes, K. (2021), "Unwinding Monetary Stimulus in an Uneven Economy: Time for a New Playbook?", anförande i Jackson Hole, 27 augusti.
- Forbes, K. (2022), "Central Banks Must Reduce Their Balance Sheets More Aggressively", *Financial Times*, 19 januari.
- Friedman, M. (1969), *The Optimum Quantity of Money*, Macmillan.
- Gagnon J.E. och C.G. Collins (2019), "The Case for Raising the Inflation Target Is Stronger than You Think", Peterson Institutet for International Economics, <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/case-raising-inflation-target-stronger-you-think>.

- Galí, J. (2020a), "Insider-Outsider Labour Markets, Hysteresis and Monetary Policy", CREI, Barcelona.
- Galí, J. (2020b), "Panel on Post-Pandemic Monetary Policy and the Effective Lower Bound (ELB)", Jackson Hole Economic Policy Symposium, augusti.
- Gaspar, V., Smets, F. och D. Vestin (2007), "Is Time Ripe for Price Level Path Stability?", ECB Working Paper 818.
- Gertler, M. och P. Karadi (2013), "QE1 vs.2 vs. 3: A Framework to Analyze Large Scale Asset Purchases as a Monetary Policy Tool", *International Journal of Central Banking*, 9(S1), 5-53.
- Gesell, S. (1906), *The natural economic order, Translated from German by Philip Pye 1958*, Peter Owen.
- Giavazzi, F.G. och M. Pagano (1990), "Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries", i Blanchard, O.J. och S. Fisher (red.), *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press.
- Goodhart, C. och M. Pradhan (2020), *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*, Palgrave MacMillan.
- Gottfries, N. (2018), *Europänormen saknar relevans*, Lönebildning för jämlikhet – nr 7, 6F, Stockholm.
- Greenwood, R., Hanson, S.G., Rudolph, J.S. och L.H. Summers (2014), "Government Debt Management at the Zero Lower Bound", Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings, Working Paper No. 5.
- Gulbrandsen, M.A.H. och G.J. Natvik (2020), "Monetary Policy and Household Debt", *Nordic Economic Policy Review*, 67–99.
- Guren, A.M., Krishnamurthy, A. och T.J. McQuade (2019), "Mortgage Design in an Equilibrium Model of the Housing Market", Working Paper.
- Hamilton, J.D., Harris E.S., Hatzius, J. och K.D. West (2016), "The Equilibrium Real Funds Rate: Past, Present, and Future", *IMF Economic Review*, 64(4), 660–707.
- Hassler, J. (2017), "Finanspolitik, penningpolitik och sambandet dem emellan", *Ekonomisk Debatt*, 4(45), 41–55.

- Heikensten, L. och A. Vredin (2002), "The Art of Targeting Inflation", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, Sveriges Riksbank, 5–34.
- Hesse, H., Hofmann, B. och J.M. Weber (2018), "The Macroeconomic Effects of Asset Purchases Revisited", *Journal of Macroeconomics*, 58, 115–138.
- Hjelm, G. och P. Stockhammar (2016), "Short Run Effects of Fiscal Policy on GDP and Employment: Swedish Evidence", Working Paper No. 147, Konjunkturinstitutet.
- Holden, S. (2004), "The Cost of Price Stability – Downward Nominal Wage Rigidity in Europe", *Economica*, 71, 183–208.
- Holden, S. (2017), "Revidert mandate for pengepolitikken", *Samfunnsøkonomen*, 2, 1–10.
- Holm, M.B., Pascal, P. och A. Tischbirek (2021), "The Transmission of Monetary Policy under the Microscope", *Journal of Political Economy*, 129(10), 2861–2904.
- Holmlund, B., Mörk, E., Palme, M. och R. Östling (2014), *Arbetsmarknadsreformer för jobb och välfärd*, Rapport från Socialdemokraternas forskningskommission, www.Forskningskommissionen.se. 20 mars.
- Hopkins, E., Lindé, J. och U. Söderström (2009), "Den penningpolitiska transmissionsmekanismen", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, Sveriges Riksbank, 31–50.
- Jansson, P. (2018), "Penningpolitik i sämre tider – vilka möjligheter står till buds?", Sveriges Riksbank.
- Jansson, P. (2021), "Är det dags att se över rollfördelningen i den makroekonomiska politiken?", Sveriges Riksbank.
- Jonsson, M. och E. Theobald, (2019) "Förändrad arbetsmarknad – effekter på priser och löner, Phillipskurvan och Beveridgekurvan", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, Sveriges Riksbank, 28–49.
- Kaplan, G., Violante, G.L., och J. Weidner (2014), "The Wealthy Hand-to-Mouth", *Brookings Papers on Economic Activity*, 43, 77–138.

- Kaplan, G., Moll, B. och G. Violante (2018), "Monetary Policy According to HANK", *American Economic Review*, 108(3), 697–743.
- Kekre, R. (2021), "Unemployment Insurance in Macroeconomic Stabilization", NBER Working Paper 29505.
- Kiley, M.T. och J.M. Roberts (2017), "Monetary Policy in a Low Interest Rate World", *Brookings Papers on Economic Activity*, 48 (Spring), 317–72.
- Kiyotaki, N. och J. Moore (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, 105(2), 211–248.
- Kjellberg, D. och M. Åhl (2022), "Riksbankens finansiella resultat och kapital påverkas av högre räntor", *Ekonomiska kommentarer*, nr 8, Sveriges Riksbank.
- Konjunkturinstitutet (2020), *Konjunkturläget*, juni.
- Konjunkturinstitutet (2021), "Fiscal Multipliers in Sweden – A Quantitative Model Perspective", Occasional study 2021:25.
- Konjunkturinstitutet (2022), *Hållbarhetsrapport 2022 för de offentliga finanserna*, februari.
- Korkeamäki, O. och R. Uusitalo (2009), "Employment and Wage Effects of a Payroll-Tax Cut – Evidence from a Regional Experiment", *International Tax and Public Finance*, 16(6), 753–772.
- Krugman, P. (1998), "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap", *Brookings Papers on Economic Activity*, 29(2), 137–205.
- Krugman, P. (2014), "Inflation Targets Reconsidered", i *ECB Forum on Central Banking, Conference Proceedings*, Frankfurt am Main.
- Krugman, P., Obstfeld, M. och M. Melitz (2018), *International Economics: Theory and Policy*, Pearson.
- Kuttner, K.N. (2018), "Outside the Box: Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond", *Journal of Economic Perspectives*, 32(4), 121–46.
- Kydland, F.E. och E.C. Prescott (1977), "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, 85(3), 473–492.

- Lagarde, C. (2016), "Decisive Action to Secure Durable Growth", Lecture at Bundesbank and Goethe University, Frankfurt, 5 april.
- Lagerwall, B. (2019), "Finanspolitik i ett penningpolitiskt perspektiv", *Ekonomiska kommentarer*, nr 5, Sveriges Riksbank.
- Lambertini, L. och R. Rovelli (2003), "Monetary and Fiscal Policy Coordination and Macroeconomic Stabilization. A Theoretical Analysis", University of Bologna.
- Landais, C., Michailat, P. och E. Saez (2018), "A Macroeconomic Approach to Optimal Unemployment Theory: Applications", *American Economic Journal: Economic Policy*, 10(2), 182–216.
- Lane, P. (2020), "International Inflation Co-Movements", Speech at the Inflation: Drivers and Dynamics 2020 Online Conference, Federal Reserve Bank of Cleveland/European Central Bank, maj.
- Leeper, E.M. (1991), "Equilibria under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies", *Journal of Monetary Economics*, 27, 129–147.
- Leeper, E.M. (2018), *Sweden's Fiscal Framework and Monetary Policy*, Underlagsrapport till Finanspolitiska rådet, 2018/3, Stockholm.
- Lindblad, H. (2010), *Essays on Unemployment and Real Exchange Rates*, Nationalekonomiska institutionen, Stockholms universitet.
- Lundvall, H. (2020), "Vad driver den globala trenden mot lägre realräntor", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, 101–122.
- McKay, A. och R. Reis (2016), "The Role Automatic Stabilizers", *Econometrica*, 84(1), 141–194.
- McKay, A. och R. Reis (2021), "Optimal Automatic Stabilizers", *Review of Economic Studies*, 88(5), 2375–2406.
- Mertens, K.R.S.M och M.O. Ravn (2014), "Fiscal Policy in an Expectations-Driven Liquidity Trap", *Review of Economic Studies*, 81(4), 1637–67.
- Mian, A., Rao, K. och A. Sufi (2013), "Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump", *Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1687–1726.

- Mian, A., Sufi, A. och E. Verner (2017), "Household Debt and Business Cycles Worldwide", *Quarterly Journal of Economics*, 132(4), 1755–1817.
- Mian, A. och A. Sufi (2018), "Finance and Business Cycles: The Credit-Driven Household Demand Channel", *Journal of Economic Perspectives*, 32(3), 31–58 .
- Muellbauer, J. (2012), "When Is a Housing Market Overheated Enough to Threaten Stability", i Heath, A., Packer, F. och C. Windsor (red.), *Property Markets and Financial Stability*, Sydney, Reserve Bank of Australia, 73–105.
- Mundell, R. (1962), "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policies under Fixed Exchange Rates", *IMF Staff Papers*, 10, 70–77.
- Nakamura, E., Steinsson, J., Sun, P. och D. Villar (2018), "The Elusive Costs of Inflation: Price Dispersion during the U.S. Great Inflation", *Quarterly Journal of Economics*, 133(4), 1933–1980.
- Potrafke, N. (2019), "Fiscal Performance of Minority Governments: New Empirical Evidence for OECD Countries", CESifo Working Paper No. 7733.
- Rachel, L. och T.D. Smith (2015), "Secular Drivers of the Global Real Interest Rate", Bank of England Working Paper No. 571.
- Rachel, L. och T.D. Smith (2017), "Are Low Interest Rates Here to Stay?", *International Journal of Central Banking*, 13(3), 1–42.
- Rachel, L. och L.H. Summers (2019), "On Secular Stagnation in the Industrialized World", *Brookings Papers on Economic Activity*, 50 (spring), 1–54.
- Ramey, V. (2019), "Ten Years after the Financial Crisis: What Have We Learned from the Renaissance in Fiscal Research?", *Journal of Economic Perspectives*, 33(2), 89–114.
- Regeringen (2011), Skrivelse 2010/11:79, Sveriges riksdag.
- Regeringen (2018), Skrivelse 2017/18:207, Sveriges riksdag.
- Regeringen (2021a), Kommittédirektiv – översyn av stödet vid korttidsarbete, Dir. 2021:79.
- Regeringen (2021b), En ny riksbankslag, Proposition 2020/21:41, Sveriges riksdag.

- Regeringen (2022), Proposition 2021/22:100, Sveriges riksdag.
- Reinhart, C.M. och K.J. Rogoff (2009), *This Time Is Different*, Princeton University Press.
- Repullo, R. (2020a), "The Reversal Interest Rate: A Critical Review", CEPR Discussion Paper No. 15367.
- Repullo, R. (2020b), "The Reversal Interest Rate: A Critical Review", VoxEU.org, 4 november.
- Riksbanken (2003), "Riksbankens roll som lender of last resort", *Finansiell stabilitet*, 2003/2.
- Riksbanken (2017), "Valutaintervention som kompletterande penningpolitisk åtgärd", Protokollsbilaga A till särskilt protokoll nr 3, Riksbanken.
- Riksbanken (2020), "Riksbankens balansräkning växer", Förstudning i *Penningpolitisk rapport*, april 2020.
- Riksbanken (2021a), *Veckorapport*, 31 januari.
- Riksbanken (2021b), "Valutarens finansiering", Beslutsunderlag, Avdelningen för marknader, Riksbanken, 12 januari.
- Riksbanken (2021c), *Penningpolitisk rapport*, november.
- Riksbanken (2022), *Penningpolitisk rapport*, april.
- Riksbankskommittén (2019), *En ny riksbankslag*, Slutbetänkande av Riksbankskommittén, SOU 2019:46, Stockholm.
- Riksbankslagen (1988), Lag (1988:1385) om Sveriges Riksbank, Sveriges riksdag.
- Riksgälden (2018), *Statsupplåning: prognos och analys*, 2018:2, Riksgäldskontoret.
- Rogoff, K.J. (1985), "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, 100(4), 1169–1189.
- Rogoff, K.J. (2014), "Costs and Benefits to Phasing out Paper Currency", NBER Working Paper No. 20126.
- Romer, C. och D. Romer (2004), "A New Measure of Monetary Shocks: Derivation and Implications", *American Economic Review*, 94(4), 1055–84.

- Romer, D. och C. Romer (1994), "What Ends Recessions?", i Fischer, S. och J. Rotemberg (red.), *NBER Macroeconomics Annual*, 9, 13–80.
- Romer, D. (2012), "What Have We Learned about Fiscal Policy from the Crisis?", i Blanchard, O.J., Romer, D., Spence, A.M. och J.E. Stiglitz (red.), *In the Wake of the Crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy*, International Monetary Fund, Washington.
- Sá, F., Towbin, P. och T. Wieladek (2011), "Low Interest Rates and Housing Booms: The Role of Capital Inflows, Monetary Policy, and Financial Innovation", VoxEU.org, 10 mars.
- Seidman, L. (2001), "Reviving Fiscal Policy", *Challenge*, 44(3), 17–42.
- Sims, E. och J.C. Wu (2021), "Evaluating Central Banks' Tool Kit: Past, Present, and Future", *Journal of Monetary Economics*, 118, 135–160.
- Skingsley, C. (2022), "Hög inflation och stigande reporänta – vad händer med Riksbankens balansräkning", anförande vid Svenska Handelsbanken, 6 maj.
- Snowdon, B. och H.R. Vane (1999), *Conversations with Leading Economists*, Edward Elgar Publishing.
- Spara i goda tider – för en stabil kommunal verksamhet, SOU 2011:59, Stockholm.
- STEMU (2002), *Stabiliseringspolitik i valutaunionen*, SOU 2002:16, Stockholm.
- Summers, L.H. (2016), "The Age of Secular Stagnation. What It Is and What to Do About It", *Foreign Affairs*, mars/april.
- Summers, L.H. (2021), "Opinion: The Biden Stimulus Is Admirably Ambitious. But It Brings Some Big Risks", *Washington Post*, 4 februari.
- Svensson, L.E.O (1999), "Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch?", *Journal of Money, Credit and Banking*, 31(3), Part 1, 277–295.
- Svensson, L.E.O. (2003), "What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules", *Journal of Economic Literature*, 41(2), 426–477.

- Svensson, L.E.O. (2014a), *Penningpolitik och full sysselsättning*, LO, Stockholm.
- Svensson, L.E.O. (2014b), "Riksbanken, måluppfyllelsen och den demokratiska kontrollen", *Ekonomisk Debatt*, 42(4), 54–66.
- Svensson, L.E.O. (2017), "Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind", *Journal of Monetary Economics*, 90, 193–213.
- Svensson, L.E.O. (2019), "Housing Prices, Household Debt, and Macroeconomic Risk: Problems of Macroeconomic Policy I", Working Paper, Stockholm School of Economics.
- Söderström, U., Söderlind, P. och A. Vredin (2005), "New-Keynesian Models and Monetary Policy: A Re-examination of the Stylized Facts", *Scandinavian Journal of Economics*, 107(3), 521–546.
- Søgaard, J.E. (2018), "Top Incomes in Scandinavia – Recent Developments and the Role of Capital Income", *Nordic Economic Policy Review*, 71–102.
- Taylor, J.B. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 195–214.
- Taylor, J. (2000), "Reassessing Discretionary Fiscal Policy", *Journal of Economic Perspectives*, 14(3), 21–36.
- Teknikföretagen (2020), "Inflationsmålet är irrelevant för svensk industri", *Ekonomisk analys*, 14 september.
- Tenreyro, S. (2021), "Let's Talk about Negative Rates", Speech at UWE Bristol webinar, 11 januari.
- Tobin, J. (1987), "The Monetary-Fiscal Mix in the United States", kapitel 14 i *Policies for Prosperity*, MIT Press.
- Tuvhag, E. (2022), "Uppmaningen till Ingves: Höj inte räntan", *Svenska Dagbladet*, 25 april.
- Utredningen om en effektiv ekonomistyrning i kommuner och regioner (2021), *En god kommunal hushållning*, SOU 2021:75.
- Walentin, K. (2022), "Bristande analys av tillgångsköpen", *Dagens Industri*, 14 juni.
- Wallace, N. (1981), "A Modigliani-Miller Theorem for Open-Market Operations", *American Economic Review*, 71(3), 267–274.

- Weale, M.R. och T. Wieladek (2016), "What Are the Macroeconomic Effects of Asset Purchases?", *Journal of Monetary Economics*, 79, 81–93.
- Weale, M.R. och T. Wieladek (2021a), "Financial 'Side Effects' of QE and Conventional Monetary Policy Compared", CEPR Discussion Paper No. 16395.
- Weale, M.R. och T. Wieladek (2021b), "Quantitative Easing and Conventional Monetary Policy Have Similar Side Effects", VoxEU.org, 24 september.
- Werning, I. (2011), "Managing a Liquidity Trap: Monetary and Fiscal Policy", NBER Working Paper No. 17344.
- Williams, J.C. (2017), "Preparing for the Next Storm: Reassessing Frameworks & Strategies in a Low R-Star World", yttrande vid Shadow Open Market Committee, New York, New York, 5 maj.
- Woodford, M. (2012), "Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound", uppsats presenterad vid the Jackson Hole Symposium 2012, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Yates, T. (2020), "Make the BoE Work for Their Oak Panelled Offices and Get Them to Identify the Missing Stimulus Needed", Longandvariable blog, 7 juli.

Appendix

A.1 Notation

Tabell A.1 Förteckning över variabler och parametrar

Beteckning	Beskrivning
<i>Variabel</i>	
D^T	Total utestående statskuld
D^{CB}	Centralbankens innehav av statsobligationer
D	Statskuld som inte hålls av centralbanken
G	Offentliga utgifter
G^S	Statliga utgifter exklusive statsbidrag till kommunerna
G^K	Kommunala utgifter
T	Totala skatteintäkter
t	Genomsnittlig skattesats
t^S	Statlig skattesats
t^K	Kommunal skattesats
S	Statens primära sparande
F	Statens finansiella sparande
F^*	Statens strukturella finansiella sparande
B	Statsbidrag till kommunerna
Y	BNP
Y^*	Potentiell BNP
γ	Real BNP-tillväxt
ρ	Nominell BNP-tillväxt
X^{CB}	Transfereringar från centralbanken till statskassan
M	Sedlar och mynt
H	Bankernas reserver i centralbanken
Z	Seignorage
P	Prisnivå
π	Inflation
π^e	Förväntad inflation
π^*	Inflationsmål
π^f	Utländsk inflation

Beteckning	Beskrivning
π^{ef}	Förväntad utländsk inflation
i	Nominell ränta
i^D	Nominell statsskuldränta
i^H	Ränta på bankernas reserver i centralbanken
i^f	Nominell utländsk ränta
r	Realränta
r^f	Utländsk realränta
r^*	Neutral realränta (jämviktsrealränta)
E	Nominell växelkurs: inhemsk valuta per enhet utländsk valuta
E^e	Förväntad nominell växelkurs
Q	Real växelkurs: relativpris mellan utländska och inhemska produkter
Q^e	Förväntad real växelkurs
c	Ett representativt hushålls konsumtion
y	Logaritmerad BNP
y^*	Logaritmerad potentiell BNP
a	Statens aktieinnehav som andel av BNP
n	Statens utdelningsinkomster som andel av aktieinnehavet
v	Intäktsslöde från tillgång
\hat{y}	Mål för aktivitetsnivån
u	Budgetunderskott
<i>Parameter</i>	
β	Diskonteringsfaktor
ϵ_i	Elasticiteten mellan skatteintäkter från skattebas i och denna skattebas
ϵ_Y^G	Elasticiteten mellan offentliga utgifter och BNP
λ_π	Centralbankens vikt för inflationens avvikelse för målnivån i Taylorregeln
λ_y	Centralbankens vikt för BNP-gapet i Taylorregeln
ϕ	Vikt för avvikelser från aktivitetsnivåmålet i samhällets förlustfunktion
φ	Vikt för avvikelser från jämviktsrealräntan i samhällets förlustfunktion
μ	Vikt för budgetunderskott i samhällets förlustfunktion
α	Effekten av budgetunderskott på aktivitetsnivån
δ	Effekten av en avvikelse från jämviktsrealräntan på aktivitetsnivån
η	BNP-gapets effekt på inflationen

Anm: För ett flertal variabler betecknar små bokstäver kvantiteter som andelar av BNP så att $x \equiv X/Y$. När även X förekommer i texten, står inte motsvarande x med i tabellen. Variablerna a , n och u förekommer enbart som andelar av BNP i rapporten och står därför med på denna form. Tre undantag från principen att gemener betecknar andelar av BNP är variablerna c , y och y^* som betecknar de variabler som anges i tabellen.

A.2 Penning och finanspolitik: tidsinkonsistens- och samordningsproblem

Anta att samhällets förlustfunktion ges av:

$$L = \frac{1}{2} [\pi^2 + \phi(y - \hat{y})^2 + \varphi(r - r^*)^2 + \mu u^2], \quad (\text{A.1})$$

där π är inflation, y är aktivitetsnivå, \hat{y} är mål för aktivitetsnivån, r är realränta, r^* är jämviktsrealränta, u är budgetunderskott samt $\phi > 0$, $\varphi > 0$ och $\mu > 0$ är parametrar. Ekonomin kan beskrivas av följande ekvationer:

$$r = i - \pi^e \quad (\text{A.2})$$

$$y = y^* + \alpha u - \delta(r - r^*) \quad (\text{A.3})$$

$$\pi = \pi^e + \eta(y - y^*), \quad (\text{A.4})$$

där i är nominalränta, π^e är förväntad inflation, y^* är potentiell aktivitetsnivå samt $\alpha > 0$, $\delta > 0$ och $\eta > 0$ är parametrar. Ekvation (A.2) definierar realräntan, (A.3) visar hur aktivitetsnivån bestäms från efterfrågesidan och (A.4) är en förväntningsutvidgad Phillipskurva.

A.2.1 Fullständig samordning

Anta först att regeringen bestämmer både budgetunderskottet, u , och den nominella räntan, i , genom att minimera den samhälleliga förlustfunktionen under förutsättningen att den förväntade inflationen är given. Alternativt kan detta samordningsfall tolkas som att regeringen bestämmer budgetunderskottet och centralbanken räntan, men att de två aktörerna har samma samhälleliga preferensfunktion. Politiken antas alltså vara diskretionär och beslutas efter det att inflationsförväntningarna bildats och påverkat inflationen; bindande åtaganden om politiken är inte möjliga. Vi får:

$$\frac{\partial L}{\partial u} = \eta\alpha\pi + \phi\alpha(y - \hat{y}) + \mu u = 0 \quad (\text{A.5})$$

$$\frac{\partial L}{\partial i} = -\delta\eta\pi - \delta\phi(y - \hat{y}) + \varphi(r - r^*) = 0. \quad (\text{A. 6})$$

I jämvikt med rationella förväntningar, så att $\pi = \pi^e$, gäller enligt (A.4) att $y = y^*$, det vill säga aktivitetsnivån blir den potentiella nivån. Om vi utnyttjar det, kan vi från (A.3), (A.5) och (A.6) lösa ut att:

$$\pi = \frac{\phi}{\eta}(\hat{y} - y^*) \quad (\text{A. 7})$$

$$r = r^* \quad (\text{A. 8})$$

$$u = 0. \quad (\text{A. 9})$$

Enligt (A.7) föreligger en *inflationstendens*, så att $\pi > 0$ om $\hat{y} > y^*$, det vill säga om målet för aktivitetsnivån överstiger den potentiella nivån. Inflationen beror på ett tidsinkonsistensproblem. Regeringen har incitament att, sedan förväntningarna bestämts, tillåta inflation för att på så sätt öka aktivitetsnivån. I en jämvikt med rationella förväntningar (perfekt förutseende) förstår ekonomins aktörer regeringens bevekelsegrunder och förväntar sig därför just den inflation som regeringen väljer att tillåta. Därför sammanfaller aktivitetsnivån med den potentiella nivån. Samtidigt som inflationen blir ineffektivt hög, har regeringen incitament att samordna finans- och penningpolitiken så att $u = 0$ och $r = r^*$, det vill säga så att budgeten balanserar och realräntan blir densamma som jämviktsräntan. På så sätt undviks välfärdsförluster av att budgetsaldo och realränta avviker från de samhälleliga målnivåerna.

A.2.2 Delegerad penningpolitik

Anta nu att regeringen bestämmer bara finanspolitiken och delegerar penningpolitiken till en oberoende centralbank. Regeringens förlustfunktion antas vara:

$$L_G = \frac{1}{2}[\pi^2 + \phi(y - \hat{y})^2 + \mu u^2]. \quad (\text{A. 10})$$

Centralbankens förlustfunktion är:

$$L_{CB} = \frac{1}{2} [\pi^2 + \phi(y - y^*)^2 + \varphi(r - r^*)^2]. \quad (\text{A. 11})$$

Regeringen bryr sig således inte om realräntans nivå och centralbanken inte om budgetsaldot. Dessutom är centralbankens mål för aktivitetsnivån den potentiella nivån och inte det samhälleliga målet. I övrigt sammanfaller de två förlustfunktionerna med den samhälleliga förlustfunktionen.

Regeringen väljer nu budgetunderskottet, u , så att (A.10) minimeras, medan centralbanken väljer nominalräntan, i , så att (A.11) minimeras. Liksom ovan tas den förväntade inflationen som given. Regeringen tar dessutom i sin minimering i som given och centralbanken dessutom u som given (en Nashjämvikt). Det ger:

$$\frac{\partial L_G}{\partial u} = \eta\alpha\pi + \phi\alpha(y - \hat{y}) + \mu u = 0 \quad (\text{A. 12})$$

$$\frac{\partial L_{CB}}{\partial i} = -\delta\eta\pi - \delta\phi(y - y^*) + \varphi(r - r^*) = 0. \quad (\text{A. 13})$$

Vi utnyttjar åter att $\pi = \pi^e$ i en jämvikt med rationella förväntningar och att då $y = y^*$. (A.3), (A.12) och (A.13) ger då tillsammans:

$$\pi = \frac{\phi}{\eta} \cdot \frac{\alpha^2\varphi}{\alpha^2\varphi + \delta^2\mu} (\hat{y} - y^*) \quad (\text{A. 14})$$

$$r = r^* + \frac{\delta\phi\alpha^2}{\alpha^2\varphi + \delta^2\mu} (\hat{y} - y^*) \quad (\text{A. 15})$$

$$u = \frac{\delta^2\phi\alpha}{\alpha^2\varphi + \delta^2\mu} (\hat{y} - y^*) \quad (\text{A. 16})$$

(A.14) visar på en inflationstendens även i detta fall om $\hat{y} > y^*$. Men den är mindre än i samordningsfallet, eftersom $\alpha^2\varphi/(\alpha^2\varphi + \delta^2\mu) < 1$. Det beror på att det nu bara är regeringen som har incitament att tillåta inflation för att försöka öka aktivitetsnivån över den potentiella nivån samtidigt som finanspolitiken hålls tillbaka av en strävan att undvika alltför stora budgetunderskott.

Att inflationen är lägre i detta fall än i samordningsfallet utgör en samhällelig effektivitetsvinst. Men samtidigt uppkommer effektivitetsförluster därför att $r > r^*$ och $u > 0$. På grund av utebliven samordning av finans- och penningpolitiken väljer regeringen budgetunderskott som i jämvikt balanseras av att centralbanken väljer en högre realränta än jämviktsräntan.

Det går inte generellt att säga om delegeringsfallet ger en lägre eller högre samhällelig förlust än samordningsfallet. Det beror på ett komplext sätt på parametervärdena.

Samspelet mellan regeringens finanspolitik och centralbankens penningpolitik skulle också kunna analyseras som så kallade Stackelbergjämvikter där den ena aktören agerar ledare och den andra följare. En vanlig uppfattning är att regeringen då bör ses som ledare och centralbanken som följare därför att finanspolitiken skulle läggas fast för ett budgetår i taget, medan penningpolitiken alltid kan ändras med kort varsel. I så fall har centralbanken alltid möjlighet att reagera på finanspolitiken. När regeringen utformar denna måste därför hänsyn tas till penningpolitikens reaktion. Detta synsätt blir emellertid mindre relevant ju mer av de finanspolitiska besluten som fattas löpande, vilket är den riktning som utvecklingen gått i under de senaste åren. Vi analyserade även den beskrivna Stackelbergjämvikten. Det gick emellertid inte att dra några generella slutsatser om hur det makroekonomiska utfallet i denna jämvikt förhöll sig till utfallen i samordnings- och Nashjämvikterna ovan, utan också detta berodde på ett komplicerat sätt på parametervärdena.¹⁰¹

A.3 Ytterligare diagramanalys av hur finans- och penningpolitiken förts

Här upprepas diagramanalysen i avsnitt 4 med alternativa mått på resursutnyttjande och realränta.

Figurerna A.1 och A.2 visar sambandet mellan finansiellt sparande respektive strukturellt finansiellt sparande och resursutnyttjande när det senare baseras på Konjunkturinstitutets mått i

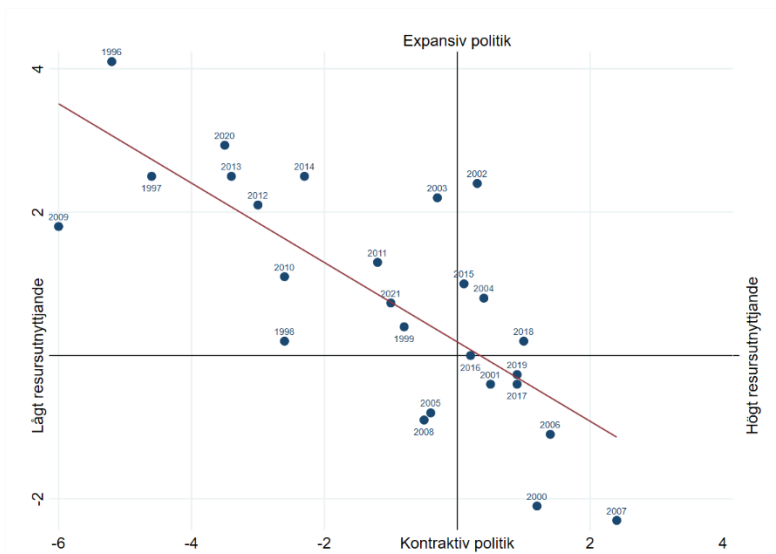
¹⁰¹ Det finns tidigare analyser av Stackelbergjämvikter av spelet mellan regering och centralbank men slutsatserna där förefaller mycket modellspecifika och inte robusta för olika förändringar av de grundläggande antagandena (se till exempel Dixit och Lambertini 2001, 2003 samt Lambertini och Rovelli 2003).

stället för skattningarna i Armelius med flera (2018). Figurerna visar att samvariationen är ungefär densamma som i figurerna 4.6 och 4.7 i huvudanalysen. Däremot ser vi att skattningarna av BNP-gapet skiljer sig åt en del mellan Armelius med flera (2018) och Konjunkturinstitutet. En jämförelse mellan exempelvis Figurerna 4.7 och A.2 visar att fler år kan klassificeras som procykliska när Konjunkturinstitutets mått används. Om vi fokuserar på år då finanspolitiken varit kontraktiv trots ett lågt resursutnyttjande, ser vi i figur 4.7 att detta sker endast 2005 och 2009, men i figur A.2 förutom dessa år även 2008 och 2010.

I figurerna A.3–A.6 upprepar vi analysen i figurerna 4.10 och 4.11, men använder det alternativa måttet på realräntan baserat på inflationsförväntningar enligt Prospera och/eller Konjunkturinstitutets skattningar av BNP-gapet. Resultaten påverkas inte nämnvärt av vilket mått på BNP-gapet vi använder. Däremot är resultaten känsliga för om vi använder realräntan i Armelius med flera (2018) eller våra egna beräkningar. I det senare fallet blir korrelationen mellan å ena sidan skillnaden mellan den neutrala realräntan och realräntan och å andra sidan BNP-gapet svagt positiv. Den positiva lutningen på regressionslinjerna i figurerna A.3, A.4 och A.6 förklaras i stor utsträckning av observationerna för 1996 då penningpolitiken framstår som mycket mer restriktiv med det alternativa måttet på realräntan än i figurerna 4.10 och 4.11. Det är inte uppenbart varför måtten skiljer sig åt men skillnaden är sannolikt relaterad till hur inflationsförväntningarna mäts.

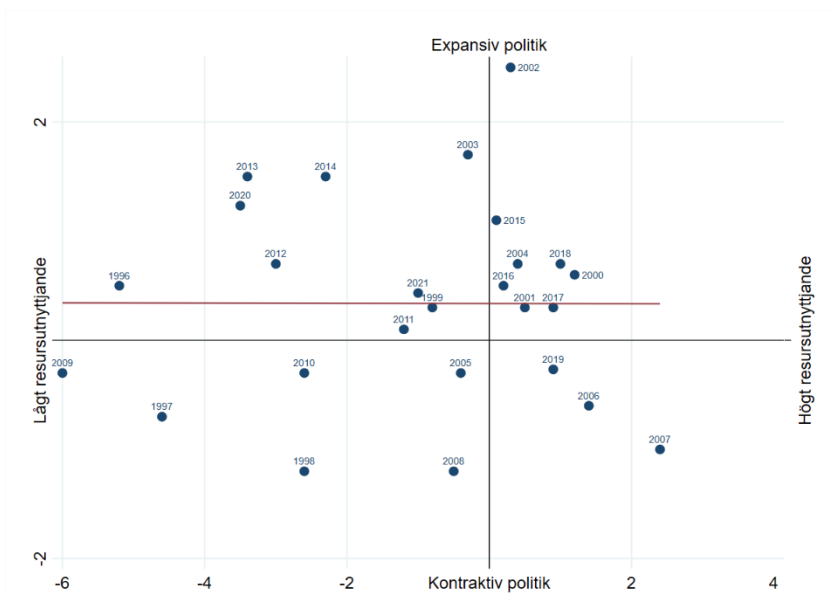
Figurerna A.7–A.8 visar, till skillnad från figurerna 4.12 och 4.13 i huvudtexten, på en negativ samvariation mellan finans- och penningpolitiken, alltså på divergent politik, när vi använder det alternativa realräntemåttet i stället för skattningarna från Armelius med flera (2018). Den negativa korrelationen verkar dock återigen drivas av 1996, då finanspolitiken var kraftigt expansiv men penningpolitiken restriktiv.

Figur A.1 Finansiellt sparande och resursutnyttjande 1996–2021



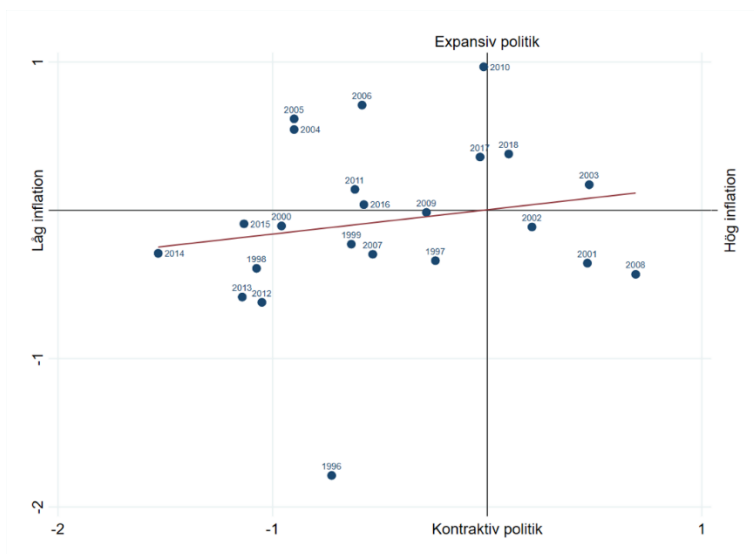
Anm: X-axeln visar Konjunkturinstitutets BNP-gap. Y-axeln anger skillnaden mellan överskotts målet och det finansiella sparandet. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

Figur A.2 Strukturellt finansiellt sparande och resursutnyttjande 1996–2021



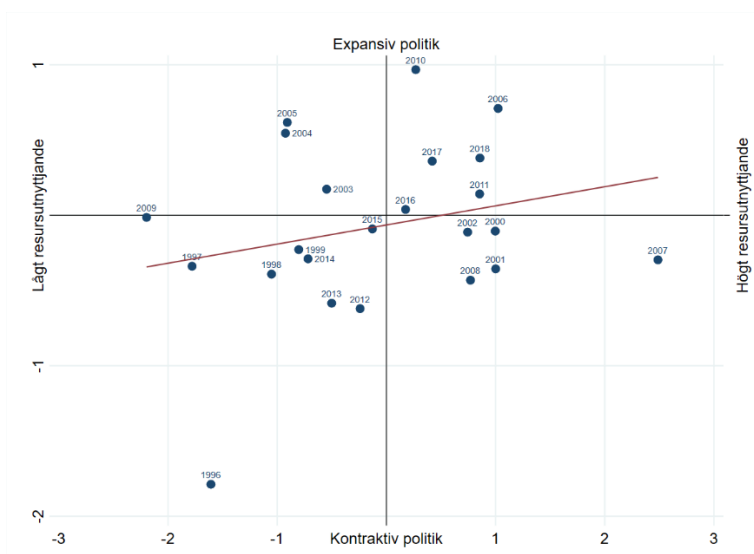
Anm: X-axeln visar Konjunkturinstitutets BNP-gap. Y-axeln anger skillnaden mellan överskotts målet och det strukturella finansiella sparandet. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

Figur A.3 Avvikelse från den neutrala realräntan och avvikelse från inflationsmålet 1996–2018



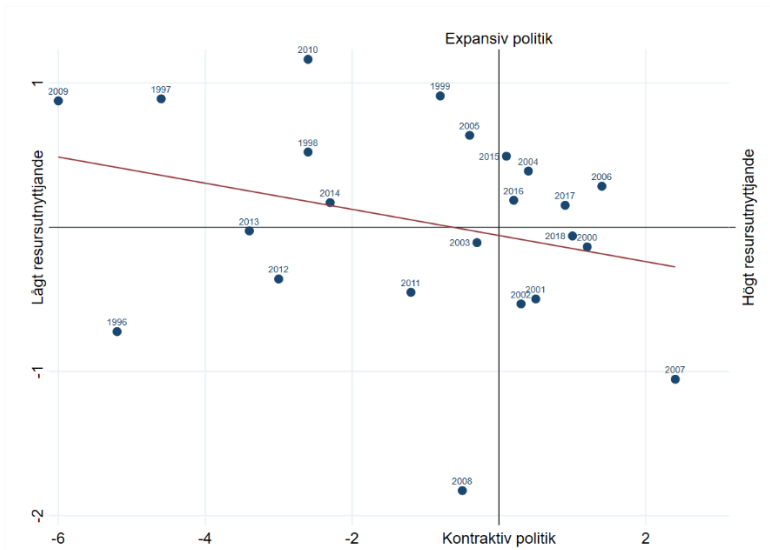
Anm: X-axeln visar inflationens avvikelse från inflationsmålet. Y-axeln visar skillnaden mellan den neutrala realräntan och realräntan när den senare baseras på våra egna beräkningar. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

Figur A.4 Avvikelse från den neutrala realräntan och resursutnyttjande 1996–2018



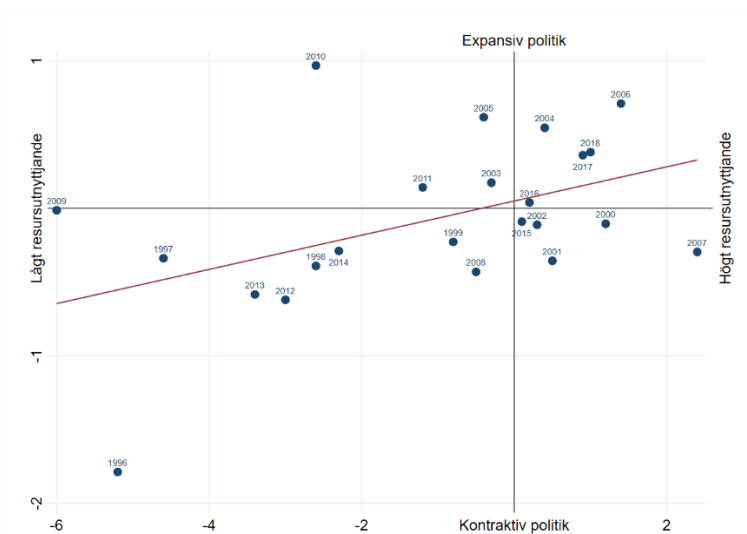
Anm: X-axeln visar BNP-gapet skattat av Armelius med flera (2018). Y-axeln anger skillnaden mellan den neutrala realräntan och realräntan när den senare baseras på våra egna beräkningar. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

Figur A.5 Avvikelse från den neutrala realräntan och resursutnyttjande 1996–2018



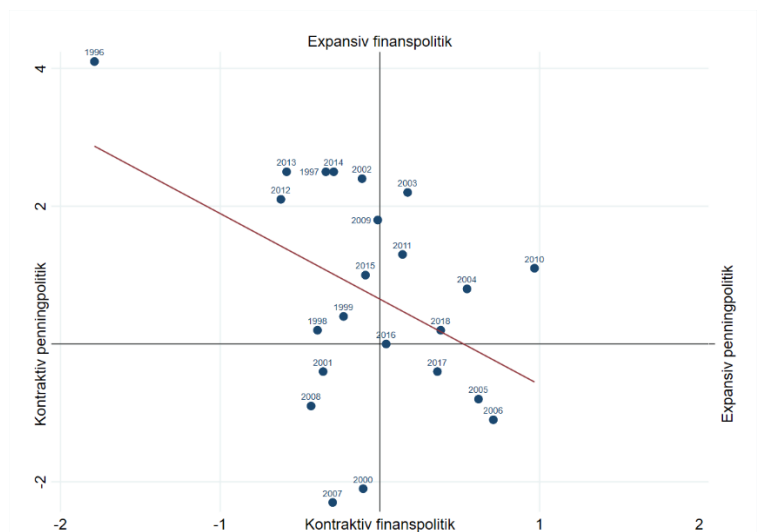
Anm: X-axeln visar BNP-gapet skattat av Konjunkturinstitutet. Y-axeln anger skillnaden mellan den neutrala realräntan och realräntan när den senare baseras på Armelius med flera (2018). Linjen visar det skattade linjära sambandet.

Figur A.6 Avvikelse från den neutrala realräntan och resursutnyttjande 1996–2018



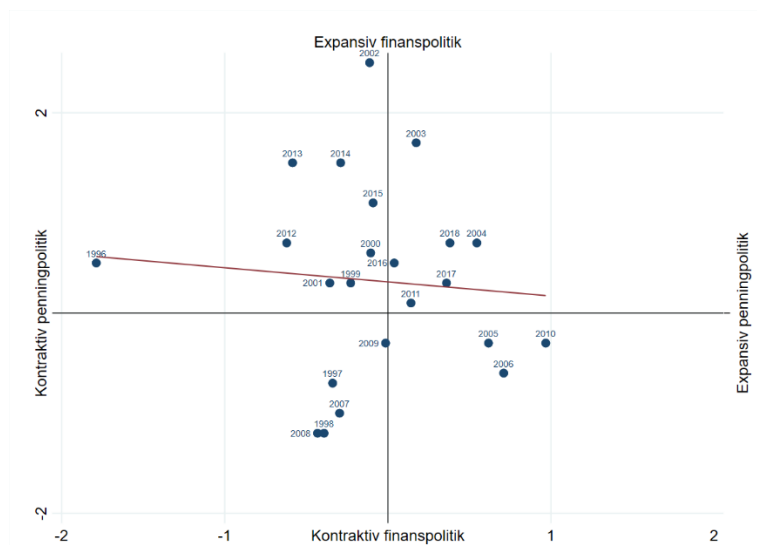
Anm: X-axeln visar BNP-gapet skattat av Konjunkturinstitutet. Y-axeln anger skillnaden mellan den neutrala realräntan och realräntan när den senare baseras på våra egna beräkningar. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

Figur A.7 Finansiellt sparande och avvikelse från den neutrala realräntan 1996–2018



Anm: X-axeln visar skillnaden mellan den neutrala realräntan och realräntan när den senare baseras på våra egna beräkningar. Y-axeln anger skillnaden mellan överskottsålet och det finansiella sparandet. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

Figur A.8 Strukturellt finansiellt sparande och avvikelse från den neutrala realräntan 1996–2018



Anm: X-axeln visar skillnaden mellan den neutrala realräntan och realräntan när den senare baseras på våra egna beräkningar. Y-axeln anger skillnaden mellan överskottsålet och det strukturella finansiella sparandet. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

A.4 Skattade samband för finans- respektive penningpolitiken

Tabell A.2 Ex-postskattningar med skillnaden mellan överskottsmålet och det finansiella sparandet som beroende variabel 1996–2021

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Konstant	0,67** (0,27)	0,54 (0,40)	0,76** (0,35)	1,34 (1,63)	2,76* (1,34)
BNP-gap	-0,96*** (0,24)		-0,99*** (0,26)	-1,04*** (0,31)	-0,97*** (0,26)
Avvikelse inflationsmål		-0,52 (0,51)	0,19 (0,48)	0,20 (0,49)	0,21 (0,45)
Skuldkvot				-0,01 (0,03)	
Tidsförskjuten skuldkvot					-0,04 (0,03)
N	23	26	23	23	22

Anm: BNP-gap enligt Armelius med flera (2018). Skattningarna som inkluderar BNP-gapet omfattar perioden 1996–2018. Skuldkvoten avser den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld (Maastrichtskulden) som andel av BNP. Standardfel inom parentes. Signifikanskoder: * p<0,10, ** p<0,05, *** p<0,01.

Tabell A.3 Ex-postskattningar med skillnaden mellan överskottsmålet och det strukturella finansiella sparandet som beroende variabel 1996–2021

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Konstant	0,32 (0,20)	0,24 (0,23)	0,26 (0,27)	0,89 (1,25)	1,16 (1,16)
BNP-gap	-0,04 (0,19)		-0,02 (0,20)	-0,09 (0,24)	-0,06 (0,22)
Avvikelse inflationsmål		-0,22 (0,30)	-0,14 (0,37)	-0,13 (0,38)	-0,13 (0,38)
Skuldkvot				-0,01 (0,03)	
Tidsförskjuten skuldkvot					-0,02 (0,02)
N	23	26	23	23	22

Anm: Förväntad BNP-gap och förväntad avvikelse från inflationsmål är hämtade från budgetpropositionen för respektive år. Skattningarna som inkluderar BNP-gapet omfattar perioden 1996–2018. Skuldkvoten avser den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld (Maastrichtskulden) som andel av BNP. Standardfel inom parentes. Signifikanskoder: * p<0,10, ** p<0,05, *** p<0,01.

Tabell A.4 Ex-postskattningar med skillnaden mellan överskottsmålet och det strukturella finansiella sparandet som beroende variabel 1996–2021

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Konstant	0,41 (0,37)	0,91** (0,37)	0,37 (0,40)	-2,68 (2,96)	2,61 (2,89)
Förväntat BNP-gap	-0,31* (0,17)		-0,25 (0,22)	-0,31 (0,23)	-0,21 (0,23)
Förväntad avvikelse inflationsmål		0,30 (0,46)	-0,26 (0,70)	-0,11 (0,72)	-0,35 (0,72)
Skuldkvot				0,07 (0,07)	
Tidsförskjuten skuldkvot					-0,05 (0,07)
N	20	26	20	20	20

Anm: BNP-gapet enligt Armelius med flera (2018). Skattningarna som inkluderar BNP-gapet omfattar perioden 1996–2018. Skuldkvoten avser den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld (Maastrichtskulden) som andel av BNP. Standardfel inom parentes. Signifikanskoder: * p<0,10, ** p<0,05, *** p<0,01.

Tabell A.5 Ex-anteskattningar med skillnaden mellan överskottsmålet och det strukturella finansiella sparandet avvikelse som beroende variabel 1996–2021

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Konstant	0,39 (0,26)	0,21 (0,21)	0,25 (0,27)	-3,64* (1,81)	-1,27 (1,94)
Förväntat BNP-gap	-0,05 (0,12)		0,10 (0,15)	0,03 (0,14)	0,07 (0,16)
Förväntad avvikelse inflationsmål		-0,32 (0,26)	-0,74 (0,47)	-0,55 (0,44)	-0,68 (0,48)
Skuldkvot				0,09** (0,04)	
Tidsförskjuten skuldkvot					0,04 (0,05)
N	20	26	20	20	20

Anm: Förväntat BNP-gap och förväntad avvikelse inflationsmål är hämtade från budgetpropositionen för respektive år. Skattningarna som inkluderar BNP-gapet omfattar perioden 2002–21. Skuldkvoten avser den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld (Maastrichtskulden) som andel av BNP. Standardfel inom parentes. Signifikanskoder: * p<0,10, ** p<0,05, *** p<0,01.

Tabell A.6 Ex-postskattningar med skillnaden mellan den neutrala realräntan och realräntan som beroende variabel 1996–2018

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Konstant	0,01 (0,13)	-0,14 (0,18)	-0,09 (0,16)	0,10 (0,12)	
BNP-gap	-0,34*** (0,12)		-0,31** (0,12)	-0,60*** (0,11)	-0,32** (0,12)
Avvikelse inflationsmål		-0,38 (0,24)	-0,21 (0,23)	0,12 (0,19)	-0,14 (0,17)
Skuldkvot				0,09** (0,04)	
Tidsförskjuten beroende variabel				0,58*** (0,17)	
N	23	23	23	22	23

Anm: Realräntan, den neutrala räntan och BNP-gapet är hämtade från Armelius med flera (2018). Standardfel inom parentes. Signifikanskoder: * p<0,10, ** p<0,05, *** p<0,01.

Tabell A.7 Ex-anteskattningar med skillnaden mellan den neutrala realräntan och realräntan som beroende variabel 1996–2018

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Konstant	-0,24 (0,20)	-0,17 (0,14)	-0,33* (0,18)	-0,40* (0,20)	
Förväntat BNP-gap	-0,18* (0,09)		-0,04 (0,11)	-0,02 (0,11)	0,01 (0,11)
Förväntad avvikelse inflationsmål		-0,53*** (0,17)	-0,62* (0,30)	-0,81** (0,37)	-0,49 (0,31)
Tidsförskjuten beroende på variabel				-0,23 (0,26)	
N	17	23	17	17	17

Anm: Realräntan och den neutrala räntan hämtade från Armelius med flera (2018). Förväntat BNP-gap och förväntad avvikelse inflationsmål är hämtade från budgetpropositionen för respektive år. Skattningarna som inkluderar BNP-gapet omfattar perioden 2002–18. Standardfel inom parentes. Signifikanskoder: * p<0,10, ** p<0,05, *** p<0,01.

Förteckning över tidigare rapporter till ESO

2022

- Bakåtblick på vägen fram – en ESO-rapport om etableringsprocessen på svensk arbetsmarknad.
- Tryggare kan ingen vara? En ESO-rapport om socialförsäkringar och välfärdssystem

2021

- I en tid av pandemi – en ESO-antologi med samhällsvetenskapliga reflektioner.
- En beklaglig förlust? En ESO-rapport om erfarenheter och lärdomar av arvsskatt.
- Ingen reklam tack – en ESO-rapport om myndigheternas kommunikation.
- Upp till bevis – en ESO-rapport om experiment som underlag för politik.
- Med gemensamma krafter – en ESO-rapport om kommunal avtalssamverkan.
- Ekonomiska krisers dynamik – en ESO-rapport om företagsomställning och strukturomvandling.
- Försörjning med fördröjning – en ESO-rapport om utrikes födda kvinnors etablering på arbetsmarknaden.

2020

- Med framtiden för sig – en ESO-rapport om sociala investeringar.
- Jämställdhet räknas – en ESO-rapport om kvinnors förändrade position i arbetslivet.

- Morot utan piska – en ESO-rapport om stärkta incitament för kommunal effektivitet.
- Spänning på hög nivå – en ESO-rapport om elnätets roll för säkra elleveranser.
- Uppkopplad utbildning – en ESO-rapport om högskolans digitalisering.
- Avgörande mål – en ESO-rapport om sysselsättningspolitiska målformuleringar.
- Vårt framtida skattesystem – en ESO-rapport med förslag på en genomgripande skattereform.

2019

- Lika för alla? En ESO-antologi om skolans likvärdighet.
- Synd och skatt – en ESO-rapport om politiken inom områdena alkohol, tobak och spel.
- Skillnad på marginalen – en ESO-rapport om reformerad inkomstbeskattning.
- Rätt på EU:s sätt – en ESO-rapport om EU-rättens inverkan på svensk skattelagstiftning.
- Klimatmål på villovägar? En ESO-rapport om politiken för utsläppsminskningar i vägtrafiken.
- Stöta på patrull – en ESO-rapport om polisens problemorienterade arbete.
- Pang för pengarna – en ESO-rapport om Sveriges militära materielförsörjning.
- Vem vårdar bäst? En ESO-rapport om svensk sjukhusvård i ett jämförande perspektiv.

2018

- Grundlag i gungning? En ESO-rapport om EU och den svenska offentlighetsprincipen.
- Lönar sig arbete 2.0? En ESO-rapport med fokus på nyanlända.
- Tid för integration – en ESO-rapport om flyktingars bakgrund och arbetsmarknadsetablering.
- Skydda lagom – en ESO-rapport om miljömålet Levande skogar.
- Tänk efter före! En ESO-rapport om samhällsekonomiska konsekvensanalyser.

- Operation digitalisering – en ESO rapport om hälso- och sjukvården.
- Data i egna händer – en ESO-rapport om personliga hälsokonton.

2017

- Dags för omprövning – en ESO-rapport om styrning av offentlig verksamhet.
- Bygg mer för fler! En ESO-rapport om staten, kommunerna och bostadsbyggandet.
- Ankomst och härkomst – en ESO-rapport om skolresultat och bakgrund.
- Yes box! En ESO-rapport om en ny modell för kapital- och bostadsbeskattning.
- Olika kön, olika lön – en ESO-rapport om diskriminering på arbetsmarknaden.
- Makar som delar på kakan – en ESO-rapport om jämställda pensioner.
- Inspiration för integration – en ESO-rapport om arbetsmarknadspolitik för nyanlända i fem länder.
- Att vara brygga mellan forskning och politik – en festskrift från nya ESO:s 10-årsjubileum.

2016

- Boende med konsekvens – en ESO-rapport om etnisk bostadssegregation och arbetsmarknad.
- Sjukskrivningarnas anatomi – en ESO-rapport om drivkrafterna i sjukförsäkringssystemet.
- När skolan själv får välja – en ESO-rapport om friskolornas etableringsmönster.
- Digitaliseringens dynamik – en ESO-rapport om struktur-omvandlingen i svenskt näringsliv.
- Grön tillväxt under lupp – en ESO-rapport om ett begrepp i tiden.
- Mer än tur i struktur – en ESO-rapport om kommunal effektivitet.
- När det rätta blir det lätta – en ESO-rapport om ”nudging”.

2015

- En ny giv? En ESO-rapport om regleringen av spelmarknaden.
- Maktutövningar under lagarna? En ESO-rapport om trotsiga kommuner.
- En förlorad generation? En ESO-rapport om ungas etablering på arbetsmarknaden.
- Verksamma insatser mot brott? En ESO-rapport om orsak och verkan.
- Familjepolitik för alla? En ESO-rapport om föräldrapenning och jämställdhet.

2014

- Goda år på ålders höst? En ESO-rapport om konkurrens i äldreomsorgen.
- 3:12-Corporations in Sweden: The Effects of the 2006 Tax Reform on Investments, Job Creation and Business Start-ups.
- Företagandets förutsättningar – En ESO-rapport om den svenska ägarbeskattningen.
- Kapital på krita? En ESO-rapport om företagandets finansiering.
- Konkurrens, kontrakt och kvalitet – hälso- och sjukvård i privat regi.
- Hållbara beräkningar – en ESO-rapport om att bedöma den offentliga sektorns finansiella hållbarhet.
- Med nya mått mätt – en ESO-rapport om indikationer på produktivitetens utvecklingen i offentlig sektor.
- Institutionsvård, incitament och information – en ESO-rapport om placering av ungdomar med sociala problem.

2013

- Bäste herren på täppan? En ESO-rapport om bostadsbyggande och kommunala markanvisningar.
- Allmän nytta eller egen vinning? En ESO-rapport om korrupcion på svenska.
- Var skapas jobben? En ESO-rapport om dynamiken i svenskt näringsliv 1990–2009.
- Transportinfrastrukturens framtida organisering och finansiering.

- Investeringar in blanco? En ESO-rapport om behovet av infrastruktur.
- Bonde söker bidrag – en ESO-rapport om effektivitet i det svenska landsbygdsprogrammet.
- The pension system in Sweden.
- Den offentliga sektorn – en antologi om att mäta produktivitet och prestationer.
- Utvinning för allmän vinning – en ESO-rapport om svenska mineralinkomster.
- Offentlig upphandling eller gröna nedköp? En ESO-rapport om miljöpolitiska ambitioner.

2012

- Svängdörr i staten – en ESO-rapport om när politiker och tjänstemän byter sida.
- En god start – en ESO-rapport om tidigt stöd i skolan.
- Den akademiska frågan – en ESO-rapport om frihet i den högre skolan.
- Income Shifting in Sweden. An empirical evaluation of the 3:12 rules.
- Samhällsekonomi på spåret – en ESO-rapport om att räkna på tunnelbanan.
- Hjälpa eller stjälpas? En ESO-rapport om kontrollfunktionen i arbetslöshetsförsäkringen.
- Lärda för livet? – en ESO-rapport om effektivitet i svensk högskoleutbildning.
- Forskning och innovation – statens styrning av högskolans samverkan och nyttiggörande.

2011

- UD i en ny sits – organisation, ledning och styrning i en globaliserad värld.
- Försvarets förutsättningar – en ESO-rapport om erfarenheter från 20 år av försvarsreformer.
- Kalorier kostar – en ESO-rapport om vikten av vikt.
- Avtalsbestämda ersättningar, andra kompletterande ersättningar och arbetsutbudet.

- Sysselsättning för invandrare – en ESO-rapport om arbetsmarknadsintegration.
- Kollektivtrafik utan styrning.
- Vägval i vården – en ESO-rapport om skillnader och likheter i Norden.
- Att lära av de bästa – en ESO-rapport om svensk skola i ett internationellt forskningsperspektiv.
- Rapport från ett ESO-seminarium – decenniets framtidsfrågor.

2010

- En kår på rätt kurs? En ESO-rapport om försvarets framtida kompetensförsörjning.
- Beskattning av privat pensionssparande.
- Polisens prestationer – En ESO-rapport om resultatstyrning och effektivitet.
- Swedish Tax Policy: Recent Trends and Future Challenges.
- Statliga bidrag till kommunerna – i princip och praktik.
- Revisionen reviderad – en rapport om en kommunal angelägenhet.
- Vården i vården – en ESO-rapport om målbaserad ersättning i hälso- och sjukvården.
- Enkelt och effektivt – en ESO-rapport om grundtrygghet i välfärdssystemen.
- Kåren och köerna. En ESO-rapport om den medicinska professionens roll i styrningen av svensk hälso- och sjukvård.

2009

- Den långsiktiga finansieringen – välfärdspolitikens klimatfråga?
- Regelverk och praxis i offentlig upphandling.
- Invandringen och de offentliga finanserna.
- Fyra dyra fonder? Om effektiv förvaltning och styrning av AP-fonderna.
- Lika skola med olika resurser? En ESO-rapport om likvärdighet och resursfördelning.
- En kår i kläm – Lärarket mellan professionella ideal och statliga reform ideologier.

2003

- Skolmisslyckande – hur gick det sen?
- Politik på prov – en ESO-rapport om experimentell ekonomi.
- Precooking in the European Union – the World of Expert Groups.
- Förtjänst och skicklighet – om utnämningar och ansvarsutkrävande av generaldirektörer.
- Bostadsbyggandets hinderbana – en ESO-rapport om utvecklingen 1995–2001.
- Axel Oxenstierna – Furstespegel för 2000-talet.

2002

- ”Huru skall statsverket granskas?” – Riksdagen som arena för genomlysning och kontroll.
- What Price Enlargement? Implications of an expanded EU.
- Den svenska sjukan – sjukfrånvaron i åtta länder.
- Att bekämpa mul- och klövsjuka en ESO-rapport om ett brännbart ämne.
- Lärobok för regelnissar – en ESO-rapport om regelhantering vid avregleringar.
- Att hålla balansen – en ESO-rapport om kommuner och budgetdisciplin.
- The School’s Need for Resources – A Report on the Importance of Small Classes.
- Klassfrågan – en ESO-rapport om lärartätheten i skolan.
- Staten fick Svarte Petter – en ESO-rapport om bostadsfinansieringen 1985–1993.
- Hoten mot kommunerna – en ESO-rapport om ansvarsfördelning och finansiering i framtiden.

2001

- Mycket väsen för lite ull – en ESO-rapport om partnerskapen i de regionala tillväxtavtalen.
- I rikets tjänst – en ESO-rapport om statliga kårer.
- Rättvisa och effektivitet – en ESO-rapport om idéanalys.
- Nya bud – en ESO-rapport om auktioner och upphandling.
- Betyg på skolan – en ESO-rapport om gymnasieskolorna.

- Konkurrens bildar skola – en ESO-rapport om friskolornas betydelse för de kommunala skolorna.
- Priset för ett större EU – en ESO-rapport om EU:s utvidgning.

2000

- Att granska sig själv – en ESO-rapport om den kommunala miljötillsynen.
- Bra träffbild, fast utanför tavlan – en ESO-rapport om EU:s strukturpolitik.
- Utbildningens omvägar – en ESO-rapport om kvalitet och effektivitet i svensk utbildning.
- En svartvit arbetsmarknad? – en ESO-rapport om vägen från skola till arbete.
- Privilegium eller rättighet? – en ESO-rapport om antagningen till högskolan
- Med många mått mätt – en ESO-rapport om internationell benchmarking av Sverige.
- Kroppen eller knoppen? – en ESO-rapport om idrotts-gymnasierna.
- Studiebidraget i det långa loppet.
- 40-talisternas uttåg – en ESO-rapport om 2000-talets demografiska utmaningar.

1999

- Dagens och drivkrafter – en ESO-rapport om 2000-talets demografiska utmaningar.
- Återvinning utan vinning – en ESO-rapport om sopor.
- En akademisk fråga – en ESO-rapport om rankning av C-uppsatser.
- Hederlighetens pris – en ESO-rapport om korruption.
- Samhällets stöd till de äldre i Europa – en ESO-rapport om fördelningspolitik och offentliga tjänster.
- Regionalpolitiken – en ESO-rapport om tro och vetande.
- Att snubbla in i framtiden – en ESO-rapport om statlig omvandling och avveckling.
- Att reda sig själv – en ESO-rapport om rederier och subventioner.

- Bostad sökes – en ESO-rapport om de hemlösa i folkhemmet.
- Att ta sig ton – en ESO-rapport om svensk musikexport 1974–1999.
- Med backspegeln som kompass – en ESO-rapport om stabiliseringspolitiken som läroprocess.
- Med backspegeln som kompass – ett ESO-seminarium om stabiliseringspolitik som läroprocess.

1998

- Staten och bolagskapitalet – om aktiv styrning av statliga bolag.
- Kommittéerna och bofinken – kan en kommitté se ut hur som helst?
- Regeringskansliet inför 2000-talet – rapport från ett ESO-seminarium.
- Att se till eller titta på – om tillsynen inom miljöområdet.
- Arbetsförmedlingarna – mål och drivkrafter.
- Kommuner Kan! Kanske! – om kommunal välfärd i framtiden.
- Vad kostar en ren? – en ekonomisk och politisk analys.

1997

- Fisk och Fusk – Mål, medel och makt i fiskeripolitiken.
- Ramar, regler, resultat – vem bestämmer över statens budget?
- Lönar sig arbete?
- Egenföretagande och manna från himlen.
- Jordbruksstödet – efter Sveriges EU-inträde.

1996

- Kommunerna och decentraliseringen – Tre fallstudier.
- Novemberrevolutionen – om rationalitet och makt i beslutet att avreglera kreditmarknaden 1985.
- Kan myndigheter utvärdera sig själva?
- Nästa steg i telepolitiken.
- Reglering som spel – Universiteten som förebild för offentliga sektorn?
- Hur effektivt är EU:s stöd till forskning och utveckling? – En principdiskussion.

1995

- Kapitalets rörlighet Den svenska skatte- och utgiftsstrukturen i ett integrerat Europa.
- Generationsräkenskaper.
- Invandring, sysselsättning och ekonomiska effekter.
- Hushållning med knappa naturresurser Exemplet sportfiske.
- Kostnader, produktivitet och måluppfyllelse för Sveriges Television AB.
- Vad blev det av de enskilda alternativen? En kartläggning av verksamheten inom skolan, vården och omsorgen.
- Hushållning med knappa naturresurser Exempler allemansrätten, fjällen och skotertrafik i naturen.
- Företagsstödet Vad kostar det egentligen?
- Försvarets kostnader och produktivitet.

1994

- En effektiv försvarspolitik? Fredsvinst, beredskap och återtagning.
- Skatter och socialförsäkringar över livscykeln En simuleringsmodell.
- Nettokostnader för transfereringar i Sverige och några andra länder.
- Fördelningseffekter av offentliga tjänster.
- En Social Försäkring.
- Valfrihet inom skolan Konsekvenser för kostnader, resultat och segregation.
- Skolans kostnader, effektivitet och resultat En branschstudie.
- Bensinskatteförändringens effekter.
- Budgetunderskott och statsskuld Hur farliga är de?
- Den svenska insolvensrätten Några förslag till förbättringar inom konkurshanteringen m.m.
- Det offentliga stödet till partierna Inriktning och omfattning.
- Den offentliga sektorns produktivitetsutveckling 1980–1992.
- Kvalitet och produktivitet – Teori och metod för kvalitetsjusterande produktivitetsmått.
- Kvalitets- och produktivitetsutvecklingen i sjukvården 1960–1992.
- Varför kulturstöd? Ekonomisk teori och svensk verklighet.

- Att rädda liv Kostnader och effekter.

1993

- Idrott åt alla? Kartläggning och analys av idrottsstödet.
- Social Security in Sweden and Other European Countries Three Essays.
- Lönar sig förebyggande åtgärder? Exempel från hälso- och sjukvården och trafiken.
- Hur välja rätt investeringar i transportinfrastrukturen?
- Presstödet effekter en utvärdering.

1992

- Statsskulden och budgetprocessen.
- Press och ekonomisk politik tre fallstudier.
- Kommunerna som företagsägare – aktiv koncernledning i kommunal regi.
- Slutbudsmetoden ett sätt att lösa tvister på arbetsmarknaden utan konflikter.
- Hur bra är vi? Den svenska arbetskraftens kompetens i internationell belysning.
- Statliga bidrag motiv, kostnader, effekter?
- Vad vill vi med socialförsäkringarna?
- Fattigdomsfällor.
- Växthuseffekten slutsatser för jordbruks-, energi- och skattepolitiken.
- Frihandeln ett hot mot miljöpolitiken eller tvärtom?
- Skatteförmåner och särregler i inkomst- och mervärdesskatten.

1991

- SJ, Televerket och Posten bättre som bolag?
- Marginaleffekter och tröskeleffekter barnfamiljerna och barnomsorgen.
- Ostyriga projekt att styra stora kommunala satsningar.
- Prestationsbaserad ersättning i hälso- och sjukvården vad blir effekterna?
- Skogspolitik för ett nytt sekel.

- Det framtida pensionssystemet två alternativ.
- Vad kostar det? Prislista för statliga tjänster.
- Metoder i forskning om produktivitet och effektivitet med tillämpningar på offentlig sektor.
- Målstyrning och resultatuppföljning i offentlig förvaltning.

1990

- Läke-medelsförmånen.
- Sjukvårdskostnader i framtiden vad betyder åldersfaktorn?
- Statens dolda kapital. Aktivt ägande: exemplet Vattenfall.
- Skola? Förskola? Barnskola?
- Bostadskarriären som en förmögenhetsmaskin.

1989

- Arbetsmarknadsförsäkringar.
- Hur ska vi få råd att bli gamla?
- Kommunal förmögenhetsförvaltning i förändring – city-kommunerna Stockholm, Göteborg och Malmö.
- Bostadsstödet – alternativ och konsekvenser.
- Produktivitetmätning av folkbibliotekens utlåningsverksamhet.
- Statsbidrag till kommuner: allt på en check eller lite av varje? En jämförelse mellan Norge och Sverige.
- Vad ska staten äga? De statliga företagen inför 90-talet.
- Beställare-utförare – ett alternativ till entreprenad i kommuner.
- Lönestrukturen och den "dubbla obalansen" – en empirisk studie av löneskillnader mellan privat och offentlig sektor.
- Hur man mäter sjukvård – exempel på kvalitet- och effektivitetmätning.

1988

- Vad kan vi lära av grannen? Det svenska pensionssystemet i nordisk belysning.
- Kvalitet och kostnader i offentlig tjänsteproduktion.
- Alternativ i jordbrukspolitiken.
- Effektiv realkapitalanvändning i kommuner och landsting.

- Hur stor blev tvåprocentaren? Erfarenheten från en besparings-teknik.
- Subventioner i kritisk belysning.
- Prestationer och belöningar i offentlig sektor.
- Produktivitetsutveckling i kommunal barnomsorg.
- Från patriark till part – spelregler och lönepolitik för staten som arbetsgivare.
- Kvalitetsutveckling inom den kommunala barnomsorgen.

1987

- Integrering av sjukvård och sjukförsäkring.
- Produktkostnader för offentliga tjänster – med tillämpningar på kulturområdet.
- Kvalitetsutvecklingen inom den kommunala äldreomsorgen 1970–1980.
- Vägar ut ur jordbruksregleringen – några idéskisser.
- Att leva på avgifter – vad innebär en övergång till avgifts-finansiering?

1986

- Offentliga utgifter och sysselsättning.
- Produktions-, kostnads-, och produktivitetsutveckling inom den offentliga finansierade utbildningssektorn 1960–1980.
- Socialbidrag. Bidragmottagarna: antal och inkomster. Socialbidragen i bidragssystemet.
- Regler och teknisk utveckling.
- Kostnader och resultat i grundskolan – en jämförelse av kommuner.
- Offentliga tjänster – sökarljus mot produktivitet och användare.
- Svensk inkomstfördelning i internationell jämförelse.
- Byråkratiseringstendenser i Sverige.
- Effekter av statsbidrag till kommuner.
- Effektivare sjukvård genom bättre ekonomistyrning.
- Samhällsekonomiskt beslutsunderlag – en hjälp att fatta bättre beslut.
- Produktions-, kostnads- och produktivitetsutveckling inom armén och flygvapnet 1972–1982.

1985

- Egen regi eller entreprenad i kommunal verksamhet – möjligheter, problem och erfarenheter.
- Sociala avgifter – problem och möjligheter inom färdtjänst och hemtjänst.
- Skatter och arbetsutbud.
- Produktions-, kostnads- och produktivitet utveckling inom vägsektorn.
- Organisationer på gränsen mellan privat och offentlig sektor – förstudie.
- Frivilligorganisationer alternativ till den offentliga sektorn?
- Transfereringar mellan den förvärvsarbetande och den äldre generationen.
- Produktions-, kostnads- och produktivitet utveckling inom den sociala sektorn 1970–1980.
- Produktions-, kostnads- och produktivitet utveckling inom offentligt bedriven hälso- och sjukvård 1960–1980.
- Statsskuldräntorna och ekonomin effekter på den samlade efterfrågan i samhället.

1984

- Återkommande kostnads- och prestationsjämförelser – en metod att främja effektivitet i offentlig tjänsteproduktion.
- Parlamentet och statsutgifterna hur finansmakten utövas i nio länder.
- Transfereringar och inkomstskatt samt hushållens materiella standard.
- Marginella expansionsstöd ekonomiska och administrativa effekter.
- Är subventioner effektiva?
- Konstitutionella begränsningar i riksdagens finansmakt – behov och tänkbara utformningar.
- Perspektiv på budgetunderskottet, del 4. Budgetunderskott, utlandsupplåning och framtida konsumtionsmöjligheter. Budgetunderskott, efterfrågan och inflation.
- Vem utnyttjar den offentliga sektorns tjänster.

1983

- Administrationskostnader för våra skatter.
- Fördelningseffekter av kommunal barnomsorg.
- Perspektiv på budgetunderskottet, del 3. Budgetunderskott, portföljval och tillgångsmarknader. Modellsimuleringar av offentliga besparingar m.m.
- Produktivitet i privat och offentliga tandvård.
- Generellt statsbidrag till kommuner – modellskisser.
- Administrationskostnader för några transfereringar.
- Driver subventioner upp kostnader – prisbildningseffekter av statligt stöd.
- Minskad produktivitet i offentlig sektor – en studie av patent- och registreringsverket.
- Perspektiv på budgetunderskottet, del 2. Fördelningseffekter av budgetunderskott. Hushållsekonomi och budgetunderskott.
- Enhetligt barnstöd? några variationer på statligt ekonomiskt stöd till barnfamiljer.
- Staten och kommunernas expansion några olika styrmedel.

1982

- Ökad produktivitet i offentlig sektor – en studie av de allmänna domstolarna.
- Offentliga tjänster på fritids-, idrotts- och kulturområdena.
- Perspektiv på budgetunderskottet, del 1. Budgetunderskottens teori och politik. Statens budgetfinansiering och penningpolitiken.
- Inkomstomfördelningseffekter av livsmedelssubventioner. Perspektiv på besparingspolitiken.