

# Samspelet mellan finans- och penningpolitik: Principer och svenska erfarenheter<sup>1</sup>

Anna Seim

Nationalekonomiska institutionen, Stockholms universitet

Oslo, 5 juni 2023

---

<sup>1</sup>I huvudsak baserat på Calmfors, L., Hassler, J. och A. Seim (2022), *Samspel för stabilitet - en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik*.

# Inledning

- Samspelet mellan finans- och penningpolitik centralt för en effektiv stabiliseringspolitik.
- *Conventional wisdom*:
  - Penningpolitiken bör ha huvudansvaret för att stabilisera ekonomin.
  - Automatiska stabilisatorer ska tillåtas verka.
  - Diskretionär (aktiv) finanspolitik bör användas med försiktighet.

## Utvecklingen de senaste 15 åren

- Fallande neutrala realräntor.
- Stora negativa störningar: GFC 2008-10, pandemin 2020-21.
- Styrräntor begränsade av den nedre ränterestriktionen.
- Många centralbanker har gjort stora tillgångsköp (QE).
- I nuläget helt annan problematik: stagflation.
- **Behöver ramverken för den ekonomiska politiken förändras?**

# Disposition

1. De svenska ekonomisk-politiska ramverken
2. Hur kan finans- och penningpolitik stabilisera ekonomin?
3. Vad säger forskningen om effekterna av finans- och penningpolitik?
4. Hur har finans- och penningpolitiken bedrivits i Sverige?
5. Riktlinjer för samspelet mellan finans- och penningpolitiken

# 1. De svenska ekonomisk-politiska ramverken

# 1. De svenska ekonomisk-politiska ramverken

- Penningpolitiken:
  - Flexibelt inflationsmål på 2 procent (KPIF).
  - Riksbanken lyder under Riksdagen.
  - Dubbelt instruktionsförbud för att värna självständigheten.
- Finanspolitiken:
  - Överskottsmål på 1/3 procent av BNP över en konjunkturcykel.
  - Skuldankare på 35 procent av BNP.
  - Utgiftstak.
  - Budgetprocess.
  - Kommunalt balanskrav.
  - Finanspolitiska rådet.
  - EU:s finanspolitiska regler.
- Finansiell stabilitet:
  - Finansinspektionen ansvarig.
  - Riksgäldskontoret resolutionsmyndighet.
- Diskussioner i Finansiella stabilitetsrådet, där representanter för de tre myndigheterna och regeringen medverkar.

## 2. Hur kan finans- och penningpolitik stabilisera ekonomin?

## 2. Hur kan finans- och penningpolitik stabilisera ekonomin?

- Vad ska stabiliseras?
  - BNP-gap: skillnad mellan faktisk och potentiell BNP.
- Vad är finanspolitik?
  - Politik som förändrar den offentliga sektorns utgifter eller intäkter.
- Vad är penningpolitik?
  - Alla åtgärder som centralbanken har mandat att vidta.



3. Vad säger forskningen om effekterna av finans- och penningpolitik?

### 3. Vad säger forskningen om effekterna av finans- och penningpolitik?

- Finanspolitik:
  - Diskretionära åtgärder.
  - Automatiska stabilisatorer.
- Penningpolitik:
  - Styrränteförändringar.
  - Icke-konventionella åtgärder: negativa styrräntor, framåtblickande vägledning (*forward guidance*), kvantitativa lättnader (*quantitative easing*, QE)

## Diskretionär finanspolitik

- Aktiva beslut om skattesatser och offentliga utgifter.
- Finanspolitiska multiplikatorer: kvoten mellan förändringen i BNP och förändringen i den variabel som orsakade den.
- För offentlig konsumtion multiplikatorer i spannet 0,6-1 för industrialiserade länder, något högre i Sverige.
- Effekterna av ökad offentlig konsumtion större vid den nedre ränterestriktionen.
- Större effekter av offentlig konsumtion och offentliga investeringar än av skatteförändringar i Sverige.
- Skatteförändringar får mest effekt om de riktas mot *hand-to-mouth* konsumenter.

## Automatiska stabilisatorer

- Kräver inga aktiva beslut.
- Påverkar statens finansiella sparande över konjunkturcykeln eftersom skatteintäkter och vissa utgifter beror på aktivitetsnivån.
- Budgetelasticiteten: mäter hur många procentenheter den offentliga sektorns finansiella sparande som andel av BNP förändras när BNP-gapet ökar med en procentenhet.
- Har försvagats över tid i Sverige: från 0,55 1998 till 0,47 2019.
- Ännu svagare om hänsyn tas till det kommunala balanskravet.
- Förstärks om hänsyn tas till halvautomatiska stabilisatorer, t ex utgifter för arbetsmarknadsprogram.
- Stabiliserar inte ekonomin vid utbudsstörningar.

# Styrränteförändringar

- Påverkar aktivitetsnivå och inflation genom olika transmissionsmekanismer:
  - Räntekanalerna (*interest-rate channel*).
  - Kassaflödeskanalen (*cash-flow channel*).
  - Nuvärdeskanalen (*present-value channel*).
  - Växelkurskanalen (*exchange-rate channel*).
- Svårt mäta effekter empiriskt och resultaten varierar beroende på metod.
- En höjning av styrräntan med 1 procentenhet i Riksbankens modell MAJA:
  - Minskar BNP med som mest 0,7 procent efter ett och ett halvt år.
  - Minskar inflationen med 0,2 procentenheter i årstakt efter ett år.

## Kvantitativa lättnader

- Främst köp av statsobligationer på sekundärmarknaden, men även säkerställda obligationer och företagsobligationer.
- Bankernas reserver i centralbanken ökar.
- Studier tyder på att QE hållit nere de långa räntorna, vissa studier finner effekter på aktivitetsnivå och inflation men dessa är mer osäkra.
- Nyttan av QE störst i kristider.
- Icke-avsedda effekter av QE:
  - Högre tillgångspriser.
  - Sämre likviditet på obligationsmarknaden.
  - Löptidsomvandling för den konsoliderade statens upplåning.
  - Ränterisk för centralbanken.

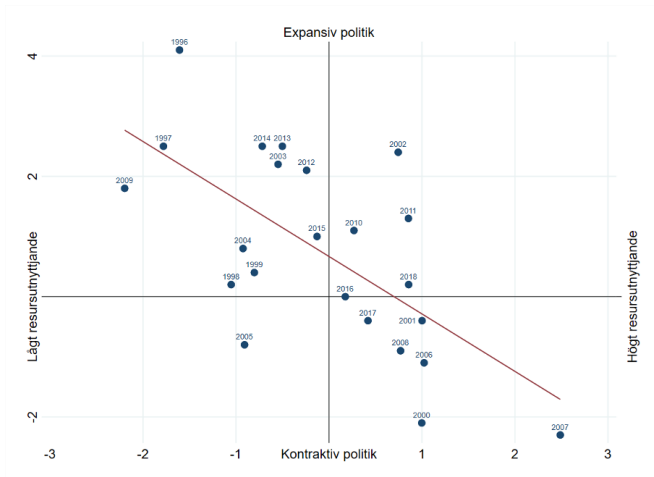
## 4. Hur har finans- och penningpolitiken bedrivits i Sverige?

## 4. Hur har finans- och penningpolitiken bedrivits i Sverige?

- Kontracyklisk politik: expansiv vid lågt resursutnyttjande, restriktiv vid högt.
- Procyklisk politik: expansiv vid högt resursutnyttjande, restriktiv vid lågt.
- Acyklisk politik: inget samband.
- Mått på finanspolitiken 1: överskottsmålet minus det finansiella sparandet (inkluderar de automatiska stabilisatorerna).
- Mått på finanspolitiken 2: överskottsmålet minus det strukturella finansiella sparandet (rensat för de automatiska stabilisatorerna, mäter aktiv finanspolitik).
- Mått på penningpolitiken: neutral realränta minus real styrränta.
- Positiva värden indikerar expansiv politik.

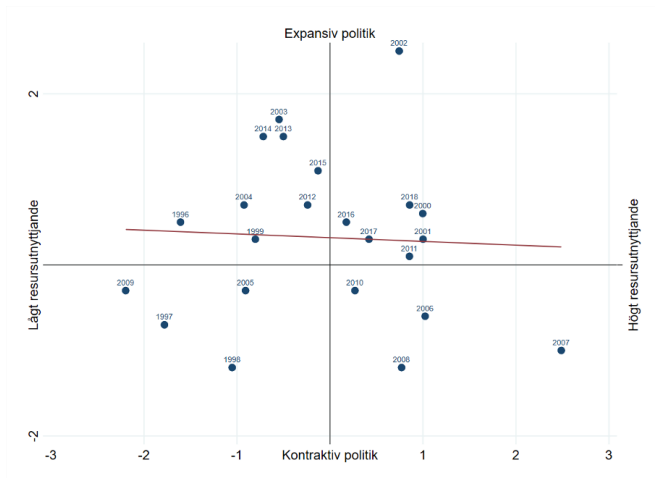


## Finansiellt sparande och resursutnyttjande 1996–2018



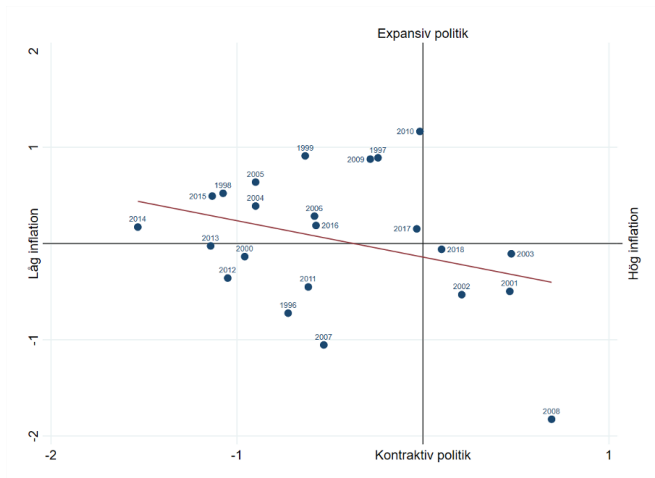
Anm: X-axeln visar BNP-gapet enligt Armelius med flera (2018). Y-axeln visar skillnaden mellan överskottsmålet och det finansiella sparandet. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

## Strukturellt finansiellt sparande och resursutnyttjande 1996–2018



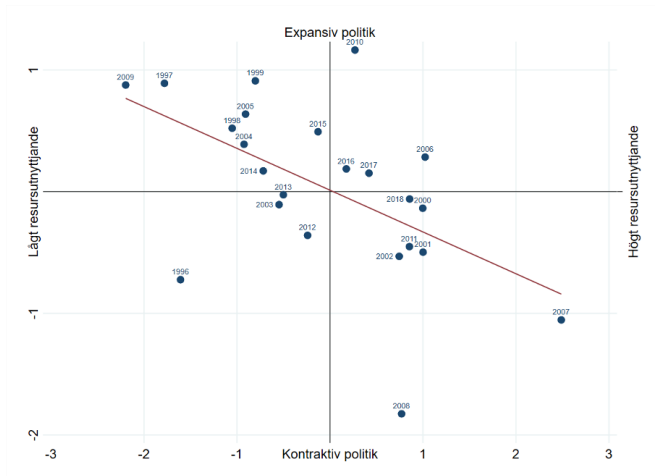
Anm: X-axeln visar BNP-gapet enligt Armelius med flera (2018). Y-axeln visar skillnaden mellan överskottsmålet och det strukturella finansiella sparandet. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

## Real styrrenta och avvikelse från inflationsmålet 1996–2018



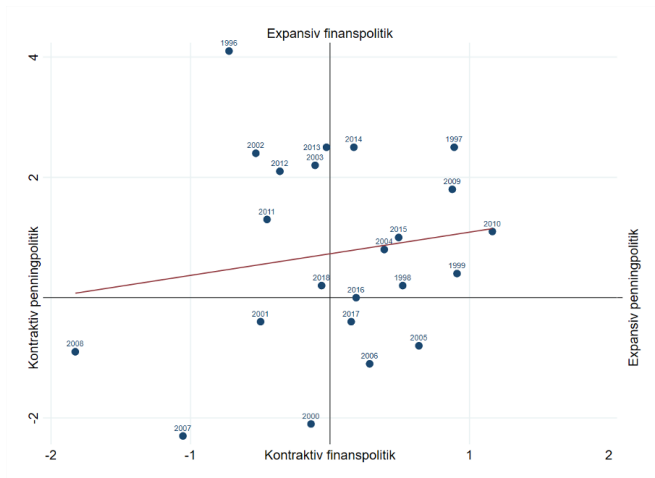
Anm.: X-axeln visar skillnaden mellan inflationsmålet och inflationen. Y-axeln visar skillnaden mellan den neutrala realräntan och den reala styrrentan när dessa baseras på Armelius med flera (2018). Linjen visar det skattade linjära sambandet.

## Real styrränta och resursutnyttjande 1996–2018



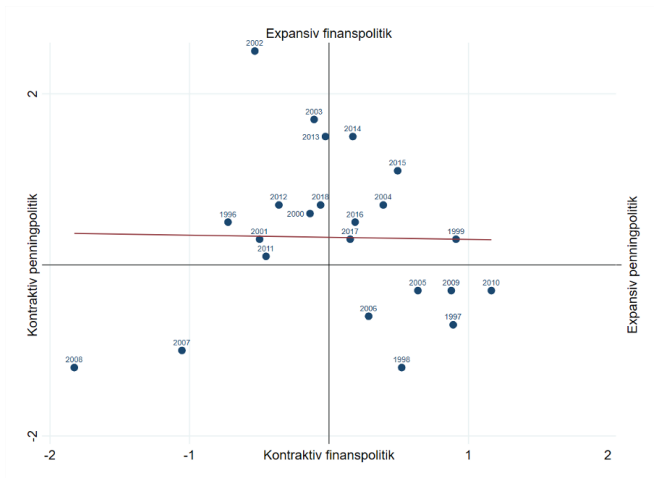
Anm.: X-axeln visar BNP-gapet enligt Armelius med flera (2018). Y-axeln visar skillnaden mellan den neutrala realräntan och den reala styrräntan när de senare baseras på samma källa. Linjen visar det skattade linjära sambandet.

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



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

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



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

# Huvudresultat

- Resultaten konsistenta med kontracyklisk finanspolitik när de automatiska stabilisatorerna tas med i beräkningarna.
- Har den *aktiva* finanspolitiken varit kontracyklisk?
  - Inget stöd för det i denna studie.
  - I Finanspolitiska rådet (2023) finner vi belägg även för kontracyklisk aktiv finanspolitik när vi korrigerar för finanspolitikens effekt på BNP-gapet.
- I rapporten visar vi att penningpolitiken bara är kontracyklisk med avseende på inflationsmålsavvikelser *ex ante*.
- Finans- och penningpolitik överlag *kongruenta*.

## 5. Riktlinjer för samspelet mellan finans- och penningpolitiken



## 5. Riktlinjer för samspelet mellan finans- och penningpolitiken

- Idag saknas tydliga riktlinjer för samspelet mellan finans- och penningpolitik i Sverige.
- Rimligt med stabilisering genom penningpolitik och finanspolitikens automatiska stabilisatorer vid normala konjunkturvariationer (*conventional wisdom*).
- Viktigt ta höjd för fortsatt låga realräntor och liten fallhöjd för nominalräntorna.
- Tekniskt möjligt med mer negativa styrräntor men legitimitetsproblem.

## 5. Riktlinjer för samspelet mellan finans- och penningpolitiken forts.

- Skäl vara skeptisk mot omfattande värdepappersköp av centralbanken:
  - Osäkra effekter på efterfrågan.
  - Ränterisker.
  - Statsskuldpolitiken tas över av opolitiska tjänstemän.
  - Riksbanken ingriper i kredit- och resursfördelningen.
- Två sätt att hantera problematiken:
  - I. Ge finanspolitiken en större stabiliseringspolitisk roll.
  - II. Vidga utrymmet för räntepolitiken.

# I. En större roll för finanspolitiken

- Förstärk de automatiska stabilisatorerna:
  - Automatiska kontracykliska variationer i statsbidragen till kommuner och regioner.
  - Konjunkturberoende arbetslöshetsförsäkring.
- Men också behov av mer av diskretionär finanspolitik för att stabilisera konjunkturen
  - Finanspolitiken bör understödja penningpolitiken för att den inte ska bli alltför extrem vid stora konjunktursvängningar.
  - Också vid stora avvikelser från inflationsmålet.

# Behov av spärrar mot överdriven diskretionär finanspolitik

- Normförskjuning mot överdriven mikro stabilisering av ekonomin efter pandemin.
- Behov av att skapa spärrar mot fel- och överanvändning av diskretionär finanspolitik.
- Förstärkt roll för Finanspolitiska rådet:
  - Rekommendationer i förväg.
  - Samspelet mellan finans- och penningpolitik.
- Tydligare kommunikation från Riksbanken om *när* penningpolitiken behöver understöd av finanspolitiken.

## II. Vidga utrymmet för räntepolitiken i lågkonjunkturer

- Höjning av inflationsmålet på sikt: 3 procent?
- Potentiell vinst större än potentiell förlust ifall det skulle visa sig onödigt
- Felaktigt argument att ett enskilt land inte kan höja sitt inflationsmål något. Svag deprecieringstrend är *peanuts* i förhållande till de stora växelkursrörelser som ständigt sker.
- En höjning kan inte ske nu - inflationen måste först komma ner.

# Slutsatser och avvägningar

- Litet behov av förändringar om:
  - Man ser det som oproblematiskt med kraftigt negativa räntor eller stora balansräkningsoperationer.
  - Man bedömer sannolikheten för fortsatt låga neutrala realräntor som mycket liten.
- Om vi tror på fortsatt låga neutrala realräntor och vill undvika QE och/eller negativa räntor:
  - Litet behov av högre inflationsmål eller spärrar mot felaktig finanspolitik om man ser riskerna med diskretionär finanspolitik som små.
  - Litet behov av mer aktivistisk finanspolitik med högre inflationsmål.