

# Ekonomiska kommentarer

## Finanspolitik i ett penningpolitiskt perspektiv

Björn Lagerwall

Författaren är verksam vid Riksbankens avdelning för penningpolitik<sup>1</sup>

I såväl Sverige som många andra länder var ramverket för stabiliseringspolitiken före den globala finanskrisen inriktat på att penningpolitiken skulle spela huvudrollen och att finanspolitiken skulle spela en mer passiv roll. Men i spåren av den globala finanskrisen har den synen åtminstone delvis kommit att omprövas – i riktning mot ett ökat fokus på finanspolitiken. Vilka är egentligen argumenten för denna omprövning? Vi kommer att titta närmare på några av dem i den här ekonomiska kommentaren, med utgångspunkt från de senaste årens forskning och diskussion internationellt och i Sverige.

Ett argument har att göra med att det **låga globala ränteläget** har **minskat penningpolitikens möjligheter** att vid behov stimulera ekonomin ytterligare. Men det låga ränteläget kan också **öka finanspolitikens möjligheter** att stimulera ekonomin utan att äventyra hållbarheten i de offentliga finanserna. Ytterligare ett argument är att många empiriska studier visat att **effekterna på hushållens konsumtion av tillfälliga finanspolitiska stimulanser** kan vara betydligt **större än vad man tidigare trott**.

I den här ekonomiska kommentaren diskuteras även **samspelet mellan finans- och penningpolitiken**. De teorier som betonat sambandet mellan de båda politikområdena har fått förnyad aktualitet de senaste åren. Det finns även en del praktiska förslag på hur centralbanken skulle kunna ta hjälp av finanspolitiken vid ”den nedre gränsen”, det vill säga en situation då centralbanken skulle vilja sänka styrräntan ytterligare men inte kan. Avslutningsvis diskuteras ett antal tänkbara utestående frågor som kan behöva analyseras närmare i ett penningpolitiskt perspektiv.

## Penningpolitiken har länge spelat huvudrollen i stabiliseringspolitiken ...

Före den globala finanskrisen innebar ramverket för stabiliseringspolitiken i såväl Sverige som många andra länder att penningpolitiken skulle fokusera på att stabilisera inflationen och att aktivt bidra till att stabilisera konjunkturen inom ramen för den så kallade flexibla inflationsmålpolitiken. Finanspolitikens uppgift har huvudsakligen varit att upprätthålla den långsiktiga hållbarheten i de offentliga finanserna.<sup>2</sup> Bidraget från finanspolitiken när det gäller att stabilisera konjunkturen har då främst skett genom de så kallade automatiska stabilisatorerna, som exempelvis innebär att skatteintäkterna per automatik sjunker i en lågkonjunktur medan utgifterna för arbetslöshetsersättning stiger, och

Före den globala finanskrisen innebar ramverket för stabiliseringspolitiken, i såväl Sverige som många andra länder, att penningpolitiken spelade huvudrollen. Efteråt har synen delvis kommit att omprövas – i riktning mot ett ökat fokus på finanspolitiken. Utifrån de senaste årens forskning och diskussion kan man urskilja två huvudsakliga orsaker till att synen förändrats, som båda diskuteras i den här ekonomiska kommentaren. För det första har det låga globala ränteläget minskat penningpolitikens handlingsutrymme, samtidigt som det också kan ha ökat utrymmet för finanspolitiken. För det andra tyder nya empiriska studier på att hushållens konsumtion kan påverkas i betydande utsträckning av tillfälliga finanspolitiska åtgärder. I den här ekonomiska kommentaren diskuteras också samspelet mellan finans- och penningpolitiken. Avslutningsvis lyfts ett antal utestående frågor fram som kan behöva analyseras närmare i ett penningpolitiskt perspektiv.

<sup>1</sup> Författaren vill tacka Mikael Apel, Hanna Armelius, Meredith Beechey Österholm, Charlotta Edler, Jesper Hansson, Stefan Ingves, Jesper Lindé, Åsa Olli Segendorf, Marianne Sterner och Ulf Söderström för värdefulla diskussioner och kloka synpunkter på tidigare utkast. De åsikter som uttrycks är författarens egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

<sup>2</sup> Därutöver har finanspolitiken bland annat uppgifterna att upprätthålla samhällsekonomisk effektivitet och att åstadkomma en jämn fördelning över generationer. Se exempelvis Konjunkturinstitutet (2016) för en övergripande beskrivning.

tvärtom vid en högkonjunktur. Det fanns flera argument för att utforma det stabiliseringspolitiska ramverket på detta sätt.

Ett argument var att aktiva finanspolitiska åtgärder enligt neoklassisk teori kunde förväntas ha små effekter. Exempelvis borde hushållens konsumtion inte påverkas särskilt mycket av en tillfällig skattesänkning, eftersom framåtblickande hushåll inser att den långsiktiga ”permanent” inkomsten inte förändras i någon större utsträckning. Dessutom säger teorin om ricardiansk ekvivalens att staten måste balansera sin budget på lång sikt, vilket gör att skattesänkningar eller utgiftsökningar så småningom måste följas av en finanspolitisk åtstramning. Detta inser hushållen och ökar sitt sparande om finanspolitiken blir mer expansiv, vilket minskar effekten på efterfrågan. Ytterligare ett argument mot att använda aktiv finanspolitik i syfte att stabilisera konjunkturen har ansetts vara att implementeringen är invecklad och långsam jämfört med penningpolitikens.

Utöver dessa argument mot aktiv finanspolitik gick det att anföra att de historiska erfarenheterna pekade på att försök att stabilisera konjunkturen med hjälp av finanspolitik i sig själva kunde vara destabiliserande och leda till en systematiskt alltför expansiv finanspolitik. Finanspolitiska rådet (2018) skriver exempelvis att stabiliseringspolitiken historiskt varit en källa till makroekonomisk instabilitet i Sverige, vilket var en bakgrund till den nuvarande regimen.<sup>3</sup>

Det svenska stabiliseringspolitiska ramverket följer den ovan beskrivna internationella trenden, men avspeglar i allra högsta grad också de egna erfarenheterna från 1990-talskrisen. I många stycken har vi övergått från ett ”diskretionärt” till ett ”normbaserat” ramverk.<sup>4</sup> Riksbankens inflationsmål och ökade självständighet avspeglar till stor del de tidigare problemen med en alltför hög inflation. Det finanspolitiska ramverket är en följd av de stora statsfinansiella problemen i samband med 1990-talskrisen, men rötterna går längre tillbaka i historien. Ramverket innehåller bland annat krav på ett offentligt sparande över konjunkturcykeln, balanskrav i kommunerna och ett utgiftstak. Från i år kommer det finanspolitiska ramverket att förändras.<sup>5</sup> Men finanspolitiken fortsätter att i hög grad präglas av mål för långsiktig hållbarhet och bidrar till att stabilisera konjunkturen i huvudsak genom automatiska stabilisatorer.

## ... men finanspolitiken har fått förnyad aktualitet

Det finns flera anledningar till att de stabiliseringspolitiska ramverken åtminstone delvis kommit att omprövas efter den globala finanskrisen – i riktning mot ett ökat fokus på finanspolitiken. Vi ska nu titta närmare på två av de mest uppmärksammade argumenten för denna omprövning. Det första argumentet har att göra med det **låga globala ränteläget**. Detta påverkar penning- och finanspolitikens möjligheter att stimulera ekonomin i en lågkonjunktur. Det andra argumentet handlar om vilka **effekter finanspolitiska stimulansåtgärder kan ha** på efterfrågan i ekonomin, framförallt på **hushållens konsumtion**.

<sup>3</sup> Den period som avses är 1970- och 1980-talen. Eftersom Sverige hade fast växelkurs under denna period avser stabiliseringspolitiken finanspolitiken, utöver de frekventa devalveringar som genomfördes av kronans växelkurs fram till 1982.

<sup>4</sup> Se exempelvis Ingves (2015) för en beskrivning.

<sup>5</sup> Ramverket gäller krav på offentligt finansiellt sparande på 1/3 procent av BNP (tidigare 1 procent) samt ett nytt inslag i form av ett skuldankare för den så kallade Maastricht-skulden på 35 procent av BNP. Se Konjunkturinstitutet (2016).

## Vilka är argumenten för ett ökat fokus på finanspolitiken?

### Stabiliseringspolitik vid låga räntor – minskade möjligheter för penningpolitiken men ökade möjligheter för finanspolitiken

Det är väl känt att de globala realräntorna har fallit under lång tid, vilket beror på flera faktorer, bland annat ett stigande globalt sparande.<sup>6</sup> Dessa faktorer har också inneburit att den så kallade neutrala räntan har fallit. Den neutrala räntan är den ränta som varken stimulerar eller stramar åt ekonomin. Förenklat kan man säga att den penningpolitiska styrräntan måste sättas lägre än den neutrala räntan för att ge en expansiv effekt. Armelius m.fl. (2018) diskuterar hur den neutrala räntan i Sverige har utvecklats.

I spåren av finans- och skuldkriserna har det funnits ett starkt behov för penningpolitiken att stimulera ekonomin, alltså sätta styrräntan lägre än den neutrala räntan. I och med att inflationstrycket har varit så lågt även i återhämtningsfasen de senaste åren har behovet av en expansiv penningpolitik varit väldigt bestående. Kombinationen av låga neutrala och faktiska styrräntor har inneburit att **penningpolitiken fått mindre handlingsutrymme** att hantera lågkonjunkturer.

Det finns två grundläggande sätt att lösa detta problem. **Det första sättet är att försöka öka handlingsutrymmet för penningpolitiken.** Det kan ske antingen genom att man gör mer övergripande förändringar av ramverket för inflationsmålet, exempelvis höjer nivån på målet eller inför prisnivåmål, eller genom att man utökar den penningpolitiska verktygslådan, exempelvis överväger ännu mer negativa styrräntor eller köp av en större uppsättning tillgångar än vad som varit fallet tidigare. Jansson (2018) diskuterar mer utförligt de penningpolitiska möjligheterna. **Det andra sättet är att hantera ett minskat penningpolitiskt handlingsutrymme är att använda finanspolitiken.**

#### *”Ränte-tillväxt-gapet” och behovet av framtida överskott*

Det har på senare år kommit flera studier som visat att det **låga reala ränteläget faktiskt kan ha ökat handlingsutrymmet för finanspolitiken.** Vi kan förstå detta genom en enkel ekvation som beskriver förändringen i den offentliga skulden:

$$\Delta d_{t+1} = \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \times d_t - s_t$$

Denna ekvation säger att förändringen i skulden som andel av BNP,  $\Delta d_{t+1}$ , bestäms av skulden som andel av BNP i föregående period ( $d_t$ ), ”ränte-tillväxt-gapet” ( $\frac{r_t - g_t}{1 + g_t}$ ) samt primärsaldot ( $s_t$ , alltså skillnaden mellan offentliga inkomster och utgifter exklusive räntenetto) som andel av BNP. En följd av ekvationen är att om räntan är högre än tillväxttakten i ekonomin, något som ofta bedöms som rimligt i ekonomisk teori, krävs framtida primäröverskott för att skuldkvoten (skulden som andel av BNP) ska stabiliseras. Men om räntan är lägre än tillväxten i ekonomin kan skuldkvoten minska utan framtida primäröverskott.<sup>7</sup> Hassler (2017) beskriver detta läge som att det finns en **gratislunch**.<sup>8</sup>

<sup>6</sup> För en kortfattad beskrivning, se exempelvis Sveriges riksbank (2016, s. 5).

<sup>7</sup> Den ovanstående ekvationen skulle i princip kunna tillämpas även på utvecklingen av ett hushålls skuldkvot, mätt som skulder i förhållande till den disponibla inkomsten. I ekvationen skulle då förändringen i skuldkvoten bestämmas av skuldkvoten i föregående period, ränte-tillväxt-gapet och primärsparandet som andel av den disponibla inkomsten. Ränte-tillväxt-gapet skulle här avse skillnaden mellan låneräntan efter skatteavdrag och tillväxten i den disponibla inkomsten, och primärsparandet skulle avse amorteringar. Om låneräntan efter skatteavdrag är lägre än tillväxten i den disponibla inkomsten kan skuldkvoten minska utan framtida amorteringar. Man bör notera att i nationalräkenskapernas definition av hushållens disponibla inkomst inkluderas ränteinkomster och ränteutgifter.

<sup>8</sup> Man kan notera att det inom finansiell ekonomi länge varit känt att räntan empiriskt varit ”för låg” i förhållande till tillväxten i konsumtionen. I teorin borde realräntan vara högre än tillväxten i ekonomin eftersom hushållen vill jämna ut konsumtionen över tiden och föredrar konsumtion idag framför imorgon. Men historiska data visar att den reala korta räntan ofta varit lägre än tillväxten i konsumtionen. Det brukar kallas *Risk-free rate puzzle* (se Weil, 1989). Sveriges riksbank (2017) visar att tillväxten i real BNP per capita i Sverige för perioden 1960-2008 var 2,3 procent, medan den reala tremånadersräntan var 1,7 procent. Data från SCB visar att tillväxten i real BNP i genomsnitt var 2,8 procent under samma period.

En del bedömare har med hjälp av dessa resonemang dragit slutsatser kring den åtstramning av finanspolitiken som skedde i många länder efter finanskrisen. Stambaugh (2017) menar att rekommendationerna från bland annat IMF och OECD avspeglar en förändrad syn på behovet av åtstramning i förhållande till stimulanser i finanspolitiken. Ubide (2019) argumenterar för en mer expansiv finanspolitik i euroområdet mot bakgrund av det negativa ränte-tillväxt-gapet. Blanchard (2019) samt Furman och Summers (2019) diskuterar mer principiellt hur kostnaden för en ökad statskuld påverkas av hur tillväxten förhåller sig till räntan.

För Sveriges del är ränte-tillväxtgapet för närvarande kraftigt negativt. Under 2017 och 2018 uppgick den nominella BNP-tillväxten till över 4 procent, medan den 10-åriga statsobligationsräntan uppgick till i genomsnitt endast 0,7 procent.<sup>9</sup> Det betyder ett ränte-tillväxt-gap på drygt -3 procentenheter. Den offentliga skulden ("Maastricht-skulden") som andel av BNP, skuldkvoten, var cirka 40 procent av BNP under de åren. Det betyder att ränte-tillväxt-gapet gav ett negativt bidrag till skuldkvoten på en dryg procentenhet per år.<sup>10</sup> Mycket talar för att ränte-tillväxt-gapet kommer att vara negativt under en lång period framöver. Konjunkturinstitutet (2019a) bedömer i sin senaste prognos att den 10-åriga statsobligationsräntan är kring 2,2 procent 2023, då den nominella BNP-tillväxten är kring 4 procent, alltså ett ränte-tillväxt-gap på nästan -2 procentenheter.<sup>11</sup> Men en bedömning av offentliga finansernas långsiktiga hållbarhet rymmer naturligtvis fler aspekter. En sådan är den demografiska utvecklingen. Den åldrande befolkningen i Sverige kan exempelvis påverka hur mycket skatteintäkter som kan genereras från befolkningen i arbetsför ålder för att finansiera utgifter för vård- och omsorgstjänster för befolkningen utanför arbetsför ålder.<sup>12</sup>

#### *Finanspolitikens effekt när styrräntan är vid nedre gränsen*

En ytterligare fråga som diskuterats mycket under senare år är hur **effekterna av finanspolitiska stimulansåtgärder kan påverkas av ett lågt ränteläge**. Det hänger intimt ihop med hur penningpolitiken reagerar.

Om ekonomin i utgångsläget befinner sig i ett normalt konjunkturläge kan man förvänta sig att en mer expansiv finanspolitik, i form av exempelvis ökad offentlig konsumtion, skulle öka BNP och inflationen. Om centralbanken försöker stabilisera inflationen skulle den behöva höja styrräntan. På så vis dämpas privat konsumtion och investeringar, vilket minskar effekterna av finanspolitiska stimulansåtgärder.

Men förutsättningarna förändras om ekonomin befinner sig i en "**likviditetsfälla**", där centralbanken skulle vilja sänka styrräntan ytterligare, men är förhindrad att göra det på grund av att man nått den **nedre gränsen för styrräntan**. En expansiv finanspolitik skulle då inte motverkas av att centralbanken höjer styrräntan, eftersom den redan är "för hög". På så vis kan effekten av finanspolitiken bli större än i normala fall. Coenen m.fl. (2012), Erceg och Lindé (2014) och flera andra studier använder sig av så kallade nykeynesianska allmän-jämviktsmodeller, som är mycket vanliga på centralbanker, för att undersöka denna effekt. Studierna finner stöd för att finanspolitiken får större effekt på BNP då ekonomin befinner sig i en likviditetsfälla. Lägga märke till att det är **reaktionen från centralbanken**, i form av

<sup>9</sup> Jag har i dessa beräkningar förenklat och summerat BNP-tillväxten och KPIF-inflationen, medan ett mer korrekt sätt är att summera BNP-tillväxten och inflationen mätt med BNP-deflatorn. Men skillnaderna är i sammanhanget försumbara. Dessutom har jag använt en 10-årig ränta och jämfört med tillväxten under ett år. Men eftersom den 10-åriga statsobligationsräntan är högre än för kortare löptider gör detta kalkylen mer "försiktig".

<sup>10</sup> Enligt formeln ovan är bidraget till förändringen i skuldkvoten  $(r_t - g_t)/(1 + g_t) \times d_t$ . Om vi sätter in värdena för tillväxten ( $g_t$ ), räntan ( $r_t$ ) och skuldkvoten ( $d_t$ ) får vi  $(0,03/1,04) \times 0,4 \approx 0,01$ .

<sup>11</sup> Med en skuldkvot som då är kring 1/3 blir den dämpande effekten fortfarande mer än 0,5 procentenheter per år.

<sup>12</sup> En åldrande befolkning tenderar att höja både den så kallade demografiska försörjningskvoten, som visar relationen mellan antalet individer utanför arbetsför ålder och antalet individer i arbetsför ålder, och den så kallade ekonomiska försörjningskvoten, som visar antalet individer som inte arbetar i förhållande till antalet sysselsatta individer. Men hur mycket den långsiktiga hållbarheten i de offentliga finanserna påverkas av den åldrande befolkningen beror i hög grad på vilka antaganden man gör. Ett betydelsefullt antagande gäller huruvida standarden på de offentliga välfärdstjänsterna ska bibehållas på dagens nivå eller fortsätta att växa enligt historiska mönster. Se Finanspolitiska rådet (2019), kapitel 3.7, för en diskussion.

uteblivna räntehöjningar, som ökar effekten av finanspolitiken på BNP och inte finanspolitiken som i sig själv skulle vara mer effektiv när det gäller att påverka efterfrågan i ekonomin. Samtidigt visar exempelvis Erceg och Lindé (2014) att effekterna av finanspolitiken avtar kraftigt så snart styrräntan avlägsnar sig från den nedre gränsen.

Skillnaden i finanspolitikens effekt beror på alltså på att en finanspolitisk stimulans kompletterar penningpolitiken när den penningpolitiska styrräntan inte kan sänkas lägre på grund av att den nått den nedre gränsen, medan de två politikområdena skulle motverka varandra om finanspolitiken försökte stimulera en ekonomi som redan var i balans.

Det är viktigt att framhålla att räntorna på statsskulden kan stiga kraftigt, oavsett centralbankens agerande, om det av någon anledning uppstår tveksamheter bland investerarna om trovärdigheten i regeringens ambitioner att stabilisera skulden på lång sikt. Ränteutvecklingen i flera länder i euroområdet efter finanskrisen illustrerar tydligt att detta är en viktig faktor att beakta.

### **Finanspolitiken kan ha stora effekter på hushållens konsumtion**

I forskningen kring finanspolitikens effekter på efterfrågan har mycket fokus riktats på hur hushållens konsumtion påverkas. Mankiw (2000) beskriver en övergripande teori för hur finanspolitiken fungerar i en ekonomi som består av två grupper av hushåll, där den ena gruppen är framåtblickande ”permanent-inkomst-hushåll” och den andra gruppen är ”hand-till-mun-hushåll” vars konsumtion följer den aktuella inkomsten. Teorin bygger bland annat på Campbell och Mankiws (1989, 1991) tidigare studier som försöker förklara det relativt starka sambandet i data mellan inkomstförändringar och hushållens konsumtion. Liknande tankegångar har också på senare år integrerats i analyser av finanspolitikens effekter i nykeynesianska allmän-jämviktsmodeller. Sådana analyser har bland annat visat att effekterna av finanspolitiska åtgärder på BNP ökar ju större andelen ”hand-till-mun-hushåll” är i ekonomin; se exempelvis Galí m.fl. (2007) och Coenen m.fl. (2012).<sup>13</sup> Det beror på att finanspolitiska stimulansåtgärder som höjer hushållens disponibla inkomst då har en större effekt på deras totala konsumtion.

Många **nya empiriska studier på mikrodata** från framförallt USA har också visat att tillfälliga finanspolitiska stimulanser av olika slag har påverkat hushållens konsumtion i större utsträckning än vad som förväntas enligt neoklassisk teori. Blinder (2016) går igenom flera av studierna på amerikanska data. Två kända exempel är Johnson m.fl. (2006), som studerar hur hushållens konsumtion reagerade på en speciell skatterabatt under 2001 och Parker m.fl. (2013), som undersöker det finanspolitiska stimulanspaketet i USA under finanskrisen. Båda dessa studier indikerar dels att hushållen i genomsnitt konsumerade en betydande del av den extra inkomsten, dels att det fanns skillnader mellan olika grupper av hushåll. Japelli och Pistaferri (2014) använder istället italienska enkätdata. De finner också att olika typer av hushåll reagerar på olika sätt i sin konsumtion. En av många tänkbara anledningar till dessa resultat är förekomsten av kreditbegränsningar, som förhindrar en utjämning av konsumtionen bland vissa hushåll. Men en intressant slutsats de drar är att även en ren omfördelning av inkomster mellan hushållen kan ha betydande effekter på den totala konsumtionen, eftersom benägenheten att konsumera, mätt som den marginella konsumtionsbenägenheten (marginal propensity to consume, MPC), skiljer sig mellan olika hushåll. På så vis kan finanspolitiken öka den totala konsumtionen utan statsfinansiella kostnader.

Det finns stora paralleller mellan dessa empiriska studier och de studier som under de senaste åren påvisat penningpolitikens så kallade kassaflödeseffekt. När räntan stiger ökar ränteinkomsterna för sparare liksom ränteutgifterna ökar för låntagare, och tvärtom när

<sup>13</sup> Konjunkturinstitutets nya makroekonomiska modell SELMA är ytterligare ett exempel på en nykeynesiansk modell med dessa två grupper av hushåll; se Konjunkturinstitutet (2019b) för en beskrivning.

räntan sjunker. Om alla hushåll har samma MPC borde en sådan omfördelning av inkomster inte ha några samlade effekter på konsumtionen. Men om låntagarna har en högre MPC än långivarna kan det uppkomma effekter på konsumtionen, vilket också flera empiriska studier ger stöd för.<sup>14</sup> Gustafsson m.fl. (2017) beskriver kassaflödeseffekten mer i detalj. En viktig gemensam insikt från studierna både av finanspolitikens effekter och av penningpolitikens kassaflödeskanal är att hushållen reagerar olika på inkomstförändringar. De empiriska studier som påvisat att penningpolitiken har en kassaflödeskanal kan därför också ses som ytterligare stöd för att finanspolitiska åtgärder som omfördelar inkomster på ett liknande sätt kan ha samlade effekter på konsumtionen.

### **Hur stora effekter kan finanspolitiska stimulansåtgärder ha i Sverige?**

Det finns några nya studier på svenska data över finanspolitikens effekter på BNP. Konjunkturinstitutet (2017) beskriver kortsiktiga effekter av olika finanspolitiska åtgärder. Resultaten baseras på en studie av Hjelm och Stockhammar (2016), som analyserar tidsserier över finanspolitiska och makroekonomiska variabler i Sverige 1980-2015. Analysen visar uppskattningar av så kallade **finanspolitiska multiplikatorer** (se faktaruta nedan). Konjunkturinstitutet (2017) fokuserar på perioden med flytande växelkurs från 1993. De åtgärder som verkar ha störst effekt på BNP är offentlig konsumtion och offentliga investeringar, som uppvisar en multiplikator betydligt över 1, vilket betyder att BNP ökar mer än ökningen i den offentliga konsumtionen eller de offentliga investeringarna.<sup>15</sup> Men skattningarna är som regel inte statistiskt signifikanta, vilket innebär att de är mycket osäkra.

Ankargren och Shahnazarian (2019) undersöker bland annat den finanspolitiska multiplikatorn i Sverige på data mellan 1997 och 2018. De finner också att de finanspolitiska multiplikatorerna är över 1, och att detta är ett robust resultat, i och med att multiplikatorerna är stabila över tiden. De använder sig av offentligt finansiellt sparande som finanspolitisk indikator, vilket gör att inte går att dra några slutsatser om vilka typer av åtgärder som skulle ha störst effekt.

<sup>14</sup> En effekt som också spelar roll i Sverige är att hushållens räntebärande tillgångar är väsentligt mindre än deras räntebärande skulder, vilket innebär att den samlade disponibla inkomsten hos hushållen minskar när räntan går upp.

<sup>15</sup> Multiplikatorn mäts som förändringen i den offentlig-finansiella variabeln jämförd med BNP-förändringen under 8 kvartal.

### Finanspolitiska multiplikatorer

I litteraturen om finanspolitikens effekter på makroekonomin är **finanspolitiska multiplikatorer** ett mycket vanligt begrepp. Begreppet multiplikator kommer från den enkla keynesianska modellen som beskriver produktionsnivån i ekonomin, eller BNP ( $Y$ ), som helt efterfrågebestämd. Hushållens konsumtion antas bero på den aktuella disponibla inkomsten, eller inkomsten efter skatt:  $Y - T$ . Om vi för enkelhets skull utgår från en sluten ekonomi utan utrikeshandel kan den samlade inkomsten eller BNP ( $Y$ ) beskrivas som summan av hushållens konsumtion, investeringar och offentlig konsumtion enligt följande:

$$Y = C(Y - T) + I + G$$

Vad händer om offentlig konsumtion ( $G$ ) ökar? I ett första steg ökar BNP lika mycket. Men den högre inkomsten ökar hushållens konsumtion, vilket i sin tur ökar BNP, och så vidare. På detta sätt uppstår en **multiplikatoreffekt**, som gör att BNP förändras mer än den offentliga konsumtionen. Om regeringen sänker skatterna uppstår ingen omedelbar effekt på BNP, utan bara på den disponibla inkomsten ( $Y - T$ ), som ökar konsumtionen, som ökar BNP, och så vidare. Man kan utifrån denna teori förvänta sig att multiplikatoreffekten är större för offentlig konsumtion än för skattesänkningar. Ett enkelt sätt att visa multiplikatoreffekten är att anta ett linjärt samband mellan disponibel inkomst och konsumtion:

$$C(Y - T) = a + b * (Y - T)$$

Koefficienten  $b$  utgör hushållens MPC, som alltså visar hur konsumtionen påverkas av en förändring av den disponibla inkomsten. Vi kan nu göra ersättningen  $b = MPC$  och lösa för BNP ( $Y$ ) som en funktion av efterfrågan i ekonomin:

$$Y = a + MPC * (Y - T) + I + G$$

$$\Rightarrow Y = \frac{1}{1 - MPC} * [a - MPC * T + I + G]$$

Koefficienterna  $1/(1 - MPC)$  och  $-MPC/(1 - MPC)$  visar multiplikatorerna för offentlig konsumtion respektive skatter. Om hushållens MPC exempelvis är 0,5 blir multiplikatorerna 2 respektive  $-1$ . Det innebär att en utökad offentlig konsumtion med 1 miljard ökar BNP med 2 miljarder, medan en skattesänkning med 1 miljard ökar BNP med 1 miljard. Observera att ett antagande i den här teorin är att det finns lediga resurser i ekonomin så att produktionen faktiskt kan öka i enlighet med ökningen av efterfrågan.

Galí m.fl. (2007) ger en utmärkt beskrivning av hur hushållens marginella konsumtionsbenägenhet och andra antaganden om ekonomins funktionssätt påverkar storleken på de finanspolitiska multiplikatorerna i mer komplicerade modeller. Det finns en myriad av olika sätt att empiriskt uppskatta multiplikatorerna på, vilket kan göra det svårt att jämföra olika studier. Man kan exempelvis vara intresserad av finanspolitikens omedelbara eller maximala effekt på BNP, eller relationen mellan förändringen av finanspolitiken i förhållande till BNP över en viss tidshorisont; se Hjelm och Stockhammar (2017, s. 12). Ramey (2019) ger en översikt av litteraturen om finanspolitiska multiplikatorer under de senaste 10 åren.

Som vi såg tidigare tyder empiriska studier på mikrodata utomlands på att hushållens marginella konsumtionsbenägenhet skiljer sig mellan hushållen, vilket betyder att finanspolitiken överhuvudtaget inte behöver bli mer expansiv för att ha en stimulerande effekt på ekonomin. Frågan är då hur tillämpliga dessa studier är på svenska data. Som nämndes tidigare är mekanismerna snarlika dem för penningpolitikens kassaflödeskanal, eftersom det i båda fallen handlar om att en omfördelning av disponibla inkomster bland hushåll påverkar deras samlade konsumtion. Därmed kan studier som finner stöd för en kassaflödeskanal för penningpolitiken indikera att en finanspolitisk åtgärd som omfördelar disponibla inkomster också kan påverka hushållens konsumtion. Flodén m.fl. (2017) finner stöd för penningpolitikens kassaflödeskanal på svenska mikrodata för åren 2000–2007 och påvisar betydande skillnader i konsumtionsbenägenhet bland hushållen, som troligen avspeglar förekomsten av kreditbegränsningar.<sup>16</sup> Detta tyder på att finanspolitiska åtgärder som omfördelar disponibla inkomster på ett liknande sätt kan ha effekter på hushållens konsumtion i Sverige och alltså skulle kunna stimulera efterfrågan utan statsfinansiella kostnader.

<sup>16</sup> Anledningen till att man använder data från denna period är att det finns uppgifter över hushållens tillgångar, vilket gör det möjligt att få fram uppskattningar av konsumtionen bland enskilda hushåll.

## Högre grad av samordning mellan finans- och penningpolitiken?

Som vi har sett kan ett lågt reallränteläge minska penningpolitikens möjligheter att hantera en lågkonjunktur men å andra sidan underlätta för finanspolitiken att ”kliva in”. Och många studier tyder på att även tillfälliga finanspolitiska stimulansåtgärder kan ha betydande effekter på hushållens konsumtion. En fråga som då inställer sig är om det kan krävas en högre grad av samordning mellan finans- och penningpolitiken framöver. Det har under en längre tid funnits olika idéer om hur **kombinationen** av finans- och penningpolitik kan uppnå de stabiliseringspolitiska målen.

### ”Fiscal Theory of the Price Level” betonar finanspolitikens roll för inflationsutvecklingen

Den tidigare diskussionen i denna ekonomiska kommentar har handlat om hur finanspolitiken skulle kunna bidra till att stabilisera *konjunkturen*. ”Fiscal Theory of the Price Level” (FTPL) fokuserar istället på finanspolitikens betydelse för *inflationsutvecklingen*. FTPL är omdiskuterad, inte minst eftersom den strider mot den gängse synen bland såväl akademiker som centralbanker, som istället betonar penningpolitikens roll för inflationen. Den kan också uppfattas som ganska komplicerad. Nedan ges en *mycket förenklad beskrivning* som bara avser att fånga huvuddragen i intuitionen för teorin.

En utgångspunkt för FTPL är att statens skuld är utgiven i nominella termer, och dess reala värde påverkas därmed av prisutvecklingen. Och prisutvecklingen påverkas av hur finanspolitiken bedrivs. Följande ekvation beskriver förenklat hur detta går till:

$$\frac{D_t}{P_t} = E_t \sum_{j=0}^{\infty} \frac{s_{t+j}^R}{(1+r_{t+j}^R)^j},$$

där  $D_t$  betecknar den nominella statsskulden,  $P_t$  prisnivån,  $s_{t+j}^R$  reall primäröverskott och  $r_{t+j}^R$  realräntan. Ekvationen kan sägas vara jämviktstvillkoret i FTPL och säger att *det reala värdet på statsskulden är lika med det förväntade nuvärdet av framtida reala primäröverskott*. Man kan se detta som en tillgångsprisekvation: Det reala värdet på en statsobligation utgörs av det förväntade nuvärdet av alla framtida reala primäröverskott, ungefär på samma sätt som värdet på en aktie utgörs av det förväntade nuvärdet av framtida utdelningar. I och med att prisnivån hänger ihop med framtida *reala* överskott kallas denna teori ibland för *Real Theory of the Price Level* (se Leeper, 2015).

Vi kan nu se vad som händer om centralbanken försöker bedriva en mer expansiv penningpolitik så att prisnivån ( $P_t$ ) stiger. Enligt ekvationen ovan innebär en högre prisnivå att det reala värdet på statsskulden sjunker. För att ekvationen ska hålla måste finanspolitiken därför förväntas bli mer expansiv i framtiden; de framtida primäröverskotten ( $s_{t+j}$ ) måste förväntas bli mindre. Den expansiva penningpolitiken måste alltså ”backas upp” av en mer expansiv finanspolitik för att prisnivån ska kunna stiga, vilket betonas av exempelvis Leeper (2016).<sup>17</sup>

### ”Fiscal Theory of the Price Level” kan ha olika tolkningar

Vilka tolkningar man egentligen ska göra av FTPL är inte helt uppenbart. Hassler (2017) beskriver teorin som att man ”vänder på” ansvaret för finans- respektive penningpolitiken: Penningpolitiken ansvarar för att statsskulden utvecklas långsiktigt hållbart, medan finanspolitiken ansvarar för att kontrollera inflationen. En mindre långtgående tolkning är istället att kombinationen av finans- och penningpolitik har betydelse för

<sup>17</sup> Vi bortsåg här från *hur* centralbanken försöker uppnå den högre prisnivån. Om centralbanken sänker den nominella räntan sjunker kortsiktigt även den reala räntan. Därmed stiger nuvärdet på de förväntade framtida primäröverskotten enligt ekvationen i texten. Det betyder ett högre reallvärde på statsskulden och en sjunkande prisnivå. För att förhindra detta, och för att prisnivån till slut ska stiga, måste finanspolitiken förväntas bli mer expansiv ( $s_{t+j}$  måste förväntas bli mindre).



inflation utvecklingen, och inte bara penningpolitiken. Därför krävs en finanspolitik som är konsistent med penningpolitiken för att uppnå de penningpolitiska målen. Leeper (2016) beskriver den mindre långtgående tolkningen i termer av en regim, *aktiv penningpolitik – passiv finanspolitik*, och den mer långtgående tolkningen i termer av en annan regim, *aktiv finanspolitik – passiv penningpolitik*.

En ytterligare tolkning av FTPL är att det spelar stor roll om statsskulden är utgiven i reala eller nominella termer. Om statsskulden är utgiven i reala termer måste regeringen föra en så kallad *ricardiansk finanspolitik*, vilket innebär att en ökad skuld idag måste mötas med framtida överskott, för att skulden ska stabiliseras på sikt.<sup>18</sup> Men om skulden är utgiven i nominella termer kan regeringen välja en så kallad *icke-ricardiansk finanspolitik*, vilket i princip betyder att man inte möter den ökade skulden med framtida överskott utan stabiliserar den reala skulden med hjälp av ökad inflation.<sup>19</sup>

### **Fiscal Theory of the Price Level och ”helikopterpengar” – likheter och skillnader**

Det finns vissa likheter men också betydande skillnader mellan FTPL och teorin för så kallade helikopterpengar. Tanken bakom helikopterpengar kan beskrivas på följande sätt. I normala fall finansieras en mer expansiv finanspolitik genom att staten ger ut nya obligationer till allmänheten så att statsskulden ökar. Ett alternativ är att regeringen istället tar hjälp; den expansiva finanspolitiken finansieras istället genom att centralbanken ökar mängden pengar. Effekten på exempelvis hushållens konsumtion kan då bli större, eftersom det inte uppstår något behov av framtida överskott i statsfinanserna för att möta en ökad statsskuld.<sup>20</sup>

En likhet mellan FTPL och teorin om helikopterpengar är att båda betonar samspelet mellan centralbanken och regeringen för att uppnå stabiliseringspolitiska mål. En ytterligare likhet mellan teorierna är att finanspolitiken får sin expansiva effekt genom att den inte underställs krav på ökade överskott framöver; den är alltså *icke-ricardiansk*. Men medan FTPL betonar finanspolitikens roll för att uppnå penningpolitiska mål går teorin om helikopterpengar ut på att finanspolitiken tar hjälp av centralbanken för att uppnå sina mål.

Det finns dock flera starka invändningar mot att använda helikopterpengar som ett stabiliseringspolitiskt verktyg. En bärande princip bakom helikopterpengar är att det är billigare att finansiera expansiv finanspolitik med centralbankspengar än med en ökad statsskuld. Men precis som vid så kallade kvantitativa lättnader, då centralbanken köper statsobligationer, finansieras inte köpen med en ökad mängd pengar utan med en ökad mängd räntebärande reserver. Om räntan på dessa reserver följer räntorna på statsobligationer kan man fråga sig varför regeringen skulle vilja ta hjälp av centralbanken istället för att använda konventionell finanspolitik. Kocherlakota (2016) samt Cecchetti och Schoenholtz (2016) diskuterar detta argument. Den kanske viktigaste invändningen mot att använda helikopterpengar är dock att det för många centralbanker finns ett förbud mot monetär finansiering av statsskulden, inte minst inom EU.

I USA har det uppstått en intensiv debatt kring den så kallade Modern Monetary Theory (MMT). Det är inte helt lätt att förstå vad teorin egentligen går ut på, men den har i vissa avseenden stora likheter med idén om helikopterpengar. Ett bärande element är nämligen att man med hjälp av ”centralbankspengar” kan använda finanspolitiska åtgärder för att styra efterfrågan i ekonomin. Tanken är att i ett land som USA med en egen valuta kan centralbanken skapa obegränsat med pengar. Därmed behöver inte en ökande statsskuld vara något större problem. Teorin har stött på mycket kritik från flera ledande ekonomer i

<sup>18</sup> Observera att vi här talar om skulden som sådan och inte om skulden som andel av BNP, som kan stabiliseras genom att tillväxten överstiger räntan.

<sup>19</sup> Beskrivningen här är starkt förenklad. Se Kocherlakota och Phelan (1999) samt Christiano och Fitzgerald (2000) för en mer teknisk diskussion av FTPL i termer av *ricardiansk* och *icke-ricardiansk* finanspolitik.

<sup>20</sup> Se exempelvis Bernanke (2016) samt Cecchetti och Schoenholtz (2016) för beskrivningar av dessa effekter.

USA; se exempelvis Krugman (2019) och Rogoff (2019).<sup>21</sup> En del av kritiken mot MMT handlar om att det är svårt att förstå vad teorin egentligen vill säga, men den största delen av kritiken handlar om att teorin bortser från inflationseffekterna av en "centralbanksfinansierad" finanspolitik. Många historiska episoder med hyperinflation har haft sin grund i en önskan om att använda centralbanken för att finansiera en alltför hög statsskuld.

Leeper (2015) gör en intressant tolkning i termer av FTPL av utvecklingen i USA och länder i euroområdet, när det gäller de finansiella marknadernas reaktion på stigande statsskulder. I USA finns större förutsättningar att stabilisera den reala skulden med hjälp av stigande inflation än vad det gör i enskilda länder i euroområdet. Detta skulle kunna minska behovet av framtida besparingar liksom oron för en eventuell statsfinansiell konkurs. Men i och med att den Europeiska centralbanken de facto kontrollerar mängden pengar i euro är statsskulden i de enskilda euroländerna i praktiken utgiven i reala termer.

### **Hur skulle en utökad samordning mellan finans- och penningpolitiken kunna gå till i praktiken?**

Det verkar finnas en relativt utbredd syn att ett sätt att lösa **penningpolitikens begränsade handlingsutrymme i en framtida lågkonjunktur**, utöver en reformering av ramverket och verktygslådan för penningpolitiken, skulle kunna vara att **ta hjälp av finanspolitiken**. Vi har också sett att det finns argument för att en mer expansiv finanspolitik skulle kunna vara ett effektivt sätt att stimulera efterfrågan, utan att nödvändigtvis medföra negativa effekter på de offentliga finanserna.

Det finns också förslag på hur själva **koordineringsmekanismen** mellan regeringen och centralbanken i så fall skulle se ut. Jansson (2018) diskuterar ett förslag som förts fram för Storbritannien av Yates (2017), och som går ut på att centralbankens perspektiv ska vara utgångspunkten. När centralbanken bedömer att den skulle vilja bedriva en mer expansiv penningpolitik, men inte kan, ska den skicka en förfrågan till regeringen om ytterligare stimulansåtgärder. Storleken på stimulanserna ska ungefär motsvara den uteblivna penningpolitiska stimulansen. Regeringen har möjlighet att välja om den vill följa rådet eller inte och ska presentera sitt val i ett offentligt svar, alltså en mekanism enligt principen "följa eller förklara" ("comply or explain"). Bernanke (2017) lyfter fram några villkor som han menar bör gälla för att centralbanken ska kunna överväga att ta hjälp av finanspolitiken. För det första ska de penningpolitiska målen inte vara möjliga att nå med hjälp av penningpolitiken, vilket gör att finanspolitiken bara ska vara en "sista utväg". För det andra måste centralbanken kunna avbryta de finanspolitiska åtgärderna om den anser att de inte längre behövs. Förslagen från Yates (2017) och Bernanke (2017) har det gemensamt att det är centralbanken som ska ha initiativet i koordineringen. Ett starkt motiv för detta är att bibehålla oberoendet för penningpolitiken. Men Yates (2017) framhåller att en mekanism enligt principen "följa eller förklara" bibehåller en demokratisk kontroll över de finanspolitiska verktygen.

Ett tema i förra årets rapport från Finanspolitiska rådet är samspelet mellan penningpolitik och finanspolitik; se kapitel 3 och 4 i Finanspolitiska rådet (2018). I en underlagsrapport beskriver Leeper (2018) samspelet mellan finanspolitik och penningpolitik i den svenska kontexten. Analysen är tydligt inspirerad av FTPL. En slutsats är att Riksbankens ambition att få upp inflationen med hjälp av expansiv penningpolitik de senaste åren har motverkats av att finanspolitiken varit stram och fokuserad på att uppnå överskottsmålet. För att i högre grad uppnå Riksbankens mål hade finanspolitiken behövt vara betydligt mer expansiv.

<sup>21</sup> I en enkätundersökning gjord av Chicago-universitetet fick ledande akademiska ekonomer vid amerikanska universitet svara på frågan om huruvida "möjligheten att skapa pengar i egen valuta gjorde att man inte behöver oroa sig för offentliga underskott". Ingen av dem höll med om påståendet; se Chicago Booth (2019).

De **slutsatser som Finanspolitiska rådet kommer fram till** när det gäller samspelet mellan finans- och penningpolitiken i Sverige är bland annat följande. Det svenska stabiliseringspolitiska ramverket har i grunden tjänat Sverige väl. Man menar därför att **ramverket bör bibehållas och att en aktiv finanspolitik inte är lämplig** som stabiliseringspolitiskt verktyg **under normala förhållanden**. Finanspolitiken bör i normala fall bidra till att stabilisera konjunkturen genom **automatiska stabilisatorer**. Men i en situation då **konjunkturen utvecklas svagt och inflationen är låg**, i kombination med att **styrräntan är nära den nedre gränsen, kan penningpolitiken behöva stöd från finanspolitiken**. Detta ställer också vissa krav på de finanspolitiska stimulansåtgärderna, bland annat när det gäller träffsäkerheten. Stimulanserna kan göras mer träffsäkra genom att inriktas på hushåll med hög marginell konsumtionsbenägenhet. Stimulanserna bör också vara tillfälliga. Som vi såg tidigare indikerar internationella empiriska studier på mikrodata att även tillfälliga stimulansåtgärder kan ha stora effekter på hushållens konsumtion.<sup>22</sup>

## Slutsatser och utestående frågor i ett penningpolitiskt perspektiv

Diskussionen om finanspolitikens roll i stabiliseringspolitiken är i allra högsta grad pågående, och den här ekonomiska kommentaren har bara lyft fram några aspekter. Utifrån genomgången framträder ändå några preliminära slutsatser:

- I ett läge med låga globala räntor kan penningpolitiken bli mer begränsad i en konjunkturedgång. Men om räntan är låg i förhållande till tillväxten ökar samtidigt finanspolitikens möjligheter att stimulera ekonomin utan behov av framtida överskott. Finanspolitiska stimulansåtgärder kan också bli mer effektiva om centralbankens styrränta är vid den "nedre gränsen", eftersom det inte finns samma motiv för centralbanken att motverka den expansiva effekten av finanspolitiken genom att höja styrräntan.
- Empiriska studier visar att tillfälliga finanspolitiska stimulansåtgärder kan ha stora positiva effekter på hushållens konsumtion. Även en ren omfördelning av inkomster kan påverka deras samlade konsumtion.
- När det gäller samspelet mellan finans- och penningpolitiken öppnar FTPL för olika tolkningar, men den sätter fingret på att kombinationen av finans- och penningpolitiken har betydelse för inflationsutvecklingen.
- Ett praktiskt förslag som har lyfts fram är att centralbanken skulle kunna ta hjälp av finanspolitiken i en framtida lågkonjunktur då penningpolitiken är begränsad. Genom att centralbanken har initiativet i processen kan oberoendet i penningpolitiken upprätthållas. Om regeringen kan "följa eller förklara" säkras även den demokratiska kontrollen över de finanspolitiska verktygen.

Utifrån ett penningpolitiskt perspektiv finns också en hel del **tänkbara utestående frågor**, som skulle kunna behöva analyseras mer ingående.

En fråga gäller **motivet för den ekonomisk-politiska stimulansen**. I diskussionen kring sambandet mellan finans- och penningpolitik antas ofta att en framtida konjunkturedgång är förknippad med sjunkande inflation. Det är inte uppenbart. Om en konjunkturedgång huvudsakligen sker i form av en negativ utbudsstörning, exempelvis en oväntat svag produktivitetsutveckling, kan inflationen mycket väl stiga. En mer expansiv finanspolitik motiverad av konjunkturskäl skulle i ett sådant läge kunna försvåra för penningpolitiken att dämpa en alltför hög inflation. Ett motsatt läge kan också uppkomma, där konjunkturen utvecklas förhållandevis väl men inflationen blir alltför låg. Positiva utbudsstörningar, exempelvis en oväntat stark produktivitetsutveckling, eller en förstärkt krona, som avspeglar

<sup>22</sup> Man kan jämföra Finanspolitiska rådets slutsatser med slutsatserna från Konjunkturinstitutet (2017), som beskrevs ovan och som alltså pekade på att offentliga investeringar och offentlig konsumtion verkar ha störst kortsiktiga effekter på BNP i Sverige.

en stark utveckling i förhållande till omvärlden, skulle kunna ge upphov till en sådan utveckling. Då uppkommer frågan huruvida finanspolitiken skulle kunna göras mer expansiv med motivet att få inflationen att stiga, i ett läge då Riksbanken inte kan stimulera ekonomin som önskat och då inflationen är under målet. Det är nog att betrakta som mindre sannolikt att finanspolitiken skulle styras av överväganden kring inflationen, även om det förekom före inflationsmålets införande.<sup>23</sup> Finanspolitiska rådet (2018) diskuterar mer ingående potentiella målkonflikter mellan finans- och penningpolitiken.

En relaterad fråga gäller i vilken uträkning **konjunkturstabilisering i traditionell mening ingår i centralbankens uppdrag**. Nykeynesiansk teori indikerar att centralbanken inte ska försöka dämpa svängningar i BNP runt en trend utan istället stabilisera avvikelser från den effektiva produktionen, alltså den hypotetiska produktionsnivå som uppstår i frånvaro av prisstelheter. En "högkonjunktur" i traditionell mening, då BNP är högre än sin trendmässiga nivå, kan skilja sig rejält från BNP-gapet i bemärkelsen BNP:s avvikelse från den effektiva produktionen; se exempelvis Jonsson m.fl. (2008). Samtidigt har nyare forskning visat att vinsterna av att stabilisera variationen i produktionen och sysselsättningen runt sina trender kan vara större än vad man tidigare trott.<sup>24</sup> Walentin och Westermark (2018) ger en övergripande beskrivning av sin egen och andras forskning på detta område. En tolkning av denna forskning är att den ekonomiska politiken bör ta sig an uppgiften att stabilisera produktionen och arbetslösheten runt sina långsiktiga trender.

En ytterligare utestående fråga rör hur man kan hantera de **invecklade beslutsprocesser** som ibland omgärdar finanspolitiska åtgärder. Blinder (2016) hävdar att oron kring den frågan kan vara överdriven, och nämner stimulansåtgärderna i USA under recessionen 2001 och finanskrisen 2008 som exempel på att aktiva finanspolitiska åtgärder kan beslutas om mycket snabbt. Men han föreslår också att göra de automatiska stabilisatorerna mer kraftfulla. I ett internationellt perspektiv kan de dock redan sägas vara kraftfulla i Sverige, bland annat utifrån hur bidrags- och skattesystemet är konstruerat. Dessutom skulle ett förslag att exempelvis göra skattesystemet mer progressivt, det vill säga att skattesatsen i högre grad stiger med inkomsten, kunna krocka med andra politiska överväganden när det gäller exempelvis incitamenten till högre utbildning. Ankargren och Shahnazarian (2019) menar dessutom att det kan vara svårt att i förväg förstärka de automatiska stabilisatorerna på ett ändamålsenligt sätt. Det gör att aktiva finanspolitiska åtgärder ändå kan behövas.

Den kanske svåraste frågan gäller hur **centralbankens oberoende** skulle kunna bibehållas vid en högre grad av samordning mellan finans- och penningpolitiken. I litteraturen om centralbanker diskuteras många typer av oberoende, exempelvis organisatoriskt, finansiellt och instrumentellt oberoende; se exempelvis Georgsson, Vredin och Åsberg-Sommar (2015, s. 16). Det oberoende som kanske främst skulle kunna påverkas av en ökad samordning mellan centralbanken och regeringen är det instrumentella oberoendet, som avspeglar centralbankens möjlighet att bestämma över hur dess verktyg ska användas för att uppnå de uppsatta målen. Ett förslag som beskrevs tidigare är att centralbanken, om den är begränsad i sina möjligheter att nå sina mål, kan ta initiativ till att initiera och avbryta en finanspolitisk stimulansåtgärd. Genom att ge regeringen rätten att "följa eller förklara" skulle också den demokratiska kontrollen över de finanspolitiska verktygen bibehållas. För att underlätta ansvarsutkrävandet för penningpolitiken kan det då vara en fördel att specificera arrangemanget i en överenskommelse på förhand. I och med att penningpolitiken i vissa lägen måste förlita sig på finanspolitiska verktyg för att uppnå sina mål skulle ett sådant

<sup>23</sup> Under den perioden (då det rådde fast växelkurs i Sverige) fanns det ofta en ambition från regeringens sida att med den samlade ekonomiska politiken begränsa den alltför höga inflationen. I finansplanen 1991 skrev man exempelvis: "För att värna sysselsättning och välfärd måste den ekonomiska politiken de närmaste åren med all kraft inriktas på att varaktigt nedbringa inflationen. Denna uppgift måste överordnas andra ambitioner och krav."

<sup>24</sup> En känd studie av Lucas (1987) visade att välfärdsvinsterna av att helt eliminera variationer i konsumtionen är mycket små i en neoklassisk modell.

förslag i praktiken minska instrumentoberoendet. Betydelsen av ett sådant minskat oberoende behöver analyseras närmare. I det sammanhanget är det också viktigt att komma ihåg att delegeringen av penningpolitiken till oberoende centralbanker var ett medel och inte ett mål; den bärande tanken var att det skulle bli lättare att uppnå låg inflation. Men erfarenheterna har tydligt visat att inflationen också kan bli alltför låg och att centralbanken kan sakna verktyg att fullt ut hantera en sådan situation. Därför skulle möjligheten till en tillfällig samordning med finanspolitiken kunna ses som ett förslag till komplettering av ramverket för att ytterligare förbättra måluppfyllelsen för penningpolitiken.

## Referenser

Ankargren, S. och H. Shahnazarian (2019), "The Interaction Between Fiscal and Monetary Policies: Evidence from Sweden", Working paper 365, Sveriges riksbank.

Armelius, H., M. Solberger och E. Spånberg (2018), "Påverkas den svenska neutrala räntan av omvärlden?", *Penning- och valutapolitik* nr. 1, Sveriges riksbank.

Bernanke, B.S. (2016), "What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter money", tillgänglig på <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/04/11/what-tools-does-the-fed-have-left-part-3-helicopter-money/>

Bernanke, B.S. (2017), "Monetary Policy in a New Era", Peterson Institute Paper, Conference on Rethinking Macroeconomic Policy.

Blanchard, L. (2019), "Public Debt and Low Interest Rates", NBER Working Paper 25621.

Blinder, A.S. (2016), "Fiscal Policy Reconsidered", Hamilton Project Policy Proposal, 2016-05.

Campbell, J. Y. och N. G. Mankiw (1989), "Consumption, Income, and Interest Rates: Reinterpreting the Time Series Evidence", *NBER Macroeconomics Annual* 4, s. 185–216.

Campbell, J. Y. och Mankiw, N. G. (1991), "The response of consumption to income", *European Economic Review*, s. 723-767.

Cecchetti, S. och K. Schoenholtz (2016), "A primer on helicopter money", <https://voxeu.org/article/primer-helicopter-money>

Chicago Booth (2019), "Can the US print its way out of a deficit?", tillgänglig på <http://review.chicagobooth.edu/economics/2019/article/can-us-print-its-way-out-deficit>

Christiano L. J och T. J. Fitzgerald (2000), "Understanding the Fiscal Theory of the Price Level", *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review*, no 2.

Coenen, G., C. J. Erceg, C. Freedman, D. Furceri, M. Kumhof, R. Lalonde, D. Laxton, J. Lindé, A. Mourougane, D. Muir, S. Mursula, C. de Resende, J. Roberts, W. Roeger, S. Snudden, M. Trabandt och J. in't Veld, (2012), "Effects of fiscal stimulus in structural models", *American Economic Journal: Macroeconomics*, s. 22–68.

Erceg, C. och J. Lindé (2014), "Is there a fiscal free lunch in a liquidity trap?" *Journal of the European Economic Association*, s. 73–107.

Finanspolitiska rådet (2018), "Svensk finanspolitik 2018", Finanspolitiska rådets rapport 2018.

Finanspolitiska rådet (2019), "Svensk finanspolitik 2019", Finanspolitiska rådets rapport 2019.

Flodén, M., M. Kilström, J. Sigurdsson, och R. Vestman (2017), "Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash Flow Channel", Working paper 342, Sveriges riksbank.

Furman, J. och L.H. Summers (2019), "Who's Afraid of Budget Deficits?", Foreign Affairs March/April.

Galí, J., J. D. López-Salido och J. Vallés (2007), "Understanding the Effects of Government Spending on Consumption", *Journal of the European Economic Association*, s. 227-270.

Georgsson, M., A. Vredin och P. Åsberg-Sommar (2015), "Den moderna centralbankens mandat och diskussionen efter krisen", *Penning- och valutapolitik* 2015:1, Sveriges riksbank.

Gustavsson, P., M. Hesselman och B. Lagerwall (2017), "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av stigande räntor?", Staff Memo, Sveriges riksbank.

Hassler, J. (2017), "Finanspolitik, penningpolitik och samspelet dem emellan", *Ekonomisk debatt* nr 4.

Hjelm, G. och P. Stockhammar (2016), "Short Run Effects of Fiscal Policy on GDP and Employment: Swedish Evidence", Working paper No. 147, Konjunkturinstitutet.

Ingves, S. (2015), "Centralbankens mål och medel genom historien – perspektiv på dagens penningpolitik", anförande vid Nationalekonomiska föreningen, 6 maj, Sveriges riksbank.

Jansson, P. (2018), "Penningpolitik i sämre tider – vilka möjligheter står till buds?", anförande vid Svensk försäkring, 4 december, Sveriges riksbank.

Japelli, T. och L. Pistaferri (2014), "Fiscal Policy and MPC Heterogeneity", *American Economic Journal: Macroeconomics*, s. 107–136.

Johnson, D.S., J. A. Parker och N. S. Souleles (2006), "Household Expenditure and the Income Tax Rebates of 2001," *American Economic Review*, s. 1589-1610.

Jonsson, M., C. Nilsson och S. Palmqvist (2008), "Ska penningpolitiken stabilisera resursutnyttjandet?", Ekonomiska kommentarer nr 1, Sveriges riksbank.

Kocherlakota, N. (2016), "'Helicopter Money' Won't Provide Much Extra Lift", tillgänglig på <https://www.bloomberg.com/view/articles/2016-03-24/helicopter-money-won-t-provide-much-extra-lift>

Kocherlakota, N. och C. Phelan (1999), "Explaining the Fiscal Theory of the Price Level", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, no 4.

Konjunkturinstitutet (2016), "Ett nytt överskottsmål", fördjupning i Konjunkturläget, augusti.

Konjunkturinstitutet (2017), "Kortsiktiga effekter av finanspolitik på BNP och sysselsättning i Sverige", fördjupning i *Konjunkturläget*, juni.

Konjunkturinstitutet (2019a), *Konjunkturläget*, mars.

Konjunkturinstitutet (2019b), "SELMA – En makroekonomisk modell av svensk ekonomi", fördjupning i *Konjunkturläget*, mars.

Krugman, P. (2019), "Running on MMT", krönika i New York Times, 25 februari 2019, tillgänglig på <https://www.nytimes.com/2019/02/25/opinion/running-on-mmt-wonkish.html?partner=rss&emc=rss>

Leeper, E.M. (2015), "Real Theory of the Price Level", tillgänglig på [https://bfi.uchicago.edu/sites/default/files/file\\_uploads/Leeper\\_Background\\_3%20copy.pdf](https://bfi.uchicago.edu/sites/default/files/file_uploads/Leeper_Background_3%20copy.pdf)

Leeper, E.M. (2016), "Why central banks should care about fiscal rules", *Penning- och valutapolitik* 2016:3, Sveriges riksbank.

Leeper, E.M. (2018), "Sweden's Fiscal Framework and Monetary Policy", underlagsrapport 2018/2 till Finanspolitiska rådet.

Lucas, R. (1987), "Models of Business Cycles", New York: Blackwell.

Mankiw, N.G. (2000), "The Savers-Spenders Theory of Fiscal Policy", *American Economic Review*, s. 120-125.

Parker, J.A., N.S. Souleles, D.S. Johnson och R. McClelland, (2013), "Consumer Spending and the Economic Stimulus Payments of 2008", *American Economic Review*, s. 2530-53.

Ramey, V.R. (2019), "Ten Years after the Financial Crisis: What Have We Learned from the Renaissance in Fiscal Research?", *Journal of Economic Perspectives*, s. 89-114.

Rogoff, K. (2019), "Modern Monetary Nonsense", krönika i Projekt Syndicate 4 mars 2019, tillgänglig på <https://www.nytimes.com/2019/02/25/opinion/running-on-mmt-wonkish.html?partner=rss&emc=rss>

Stambaugh, J.C. (2017), "Rethinking Fiscal Policy", presentation vid Conference on Rethinking Macroeconomic Policy, Peterson Institute.

Sveriges riksbank (2016), "Varför har de reala räntorna sjunkit?", marginalruta i *Finansiell stabilitet* 1/2016.

Sveriges riksbank (2017), "Reporäntan på lång sikt", fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, februari.

Ubide, A. (2019), "Some Thoughts on Fiscal Policy in the Euro Area", presentation vid *Fiscal Policy Measures for the Next Downturn*, Peterson Institute.

Walentin, K. och A. Westermark (2018), "Stabilising the real economy increases average output", <https://voxeu.org/article/stabilising-real-economy-increases-average-output>

Weil, P. (1989), "The Equity Premium Puzzle and the Risk-Free Rate Puzzle", *Journal of Monetary Economics*, s. 401-421.

Yates, T. (2017), "Submission for Treasury Committee inquiry on the 'effectiveness and impact of post-2008 monetary policy – written evidence submitted by Professor Tony Yates", tillgänglig på <http://data.parliament.uk/writtenevidence/committeeevidence.svc/evidencedocument/treasury-committee/effectiveness-and-impact-of-post2008-uk-monetary-policy/written/48288.html>