

FÖRDJUPNING – Expansiv finanspolitik i omvärlden bidrar till återhämtningen

I USA och flera europeiska länder har stora finanspolitiska åtgärder satts in för att stödja hushåll och företag och därmed mildra krisens ekonomiska skadeverkningar. Skattningar indikerar att åtgärderna lyckades dämpa BNP-fallen under krisens mest akuta skede, då nedstängningarna slog som hårdast mot den ekonomiska aktiviteten, och att de nu påskynar återhämtningen. I flera länder diskuteras dessutom ytterligare åtgärdspaket som kan leda till ännu högre tillväxt och det tycks överlag finnas en ny politisk vilja att genomföra stora offentligfinansiella satsningar.

Omvärldens expansiva finanspolitik innebär att svenska exportföretag möter en högre efterfrågan och därmed stärks konjunkturen även i Sverige. Men de offentliga utgiftsökningarna medför även risker. De reformer och investeringar som nu planeras kommer att ta tid att genomföra. Framöver kan det därför bli svårt att snabbt anpassa graden av finanspolitisk stimulans till förändringar i konjunkturläget, något som skapar risk för överhettning. I många länder ökar också den offentliga skuldsättningen påtagligt. Handlingsutrymmet vid en eventuell framtida kris kan därför bli begränsat, särskilt om räntorna skulle stiga oväntat mycket.

Omfattande finanspolitiskt stöd under krisen

Under coronakrisen har de offentliga utgifterna ökat kraftigt i de flesta utvecklade ekonomier och i flera av de stora framväxande ekonomierna, exempelvis Kina. En stor del av utgiftsökningarna har använts till olika former av stöd till hushåll och företag. Det har exempelvis handlat om arbetslöshetsersättning och sjukpenning. I USA har det också betalats ut stora summor i direkta kontantstöd till hushållen. Företag med stora intäktsbortfall har fått bidrag och i många länder har företagen därtill, tack vare statliga garantier, kunnat ta upp lån till förhållandevis låg kostnad. I Europa har dessutom många löntagare räddats från uppsägning tack vare offentliga permitteringsstöd.

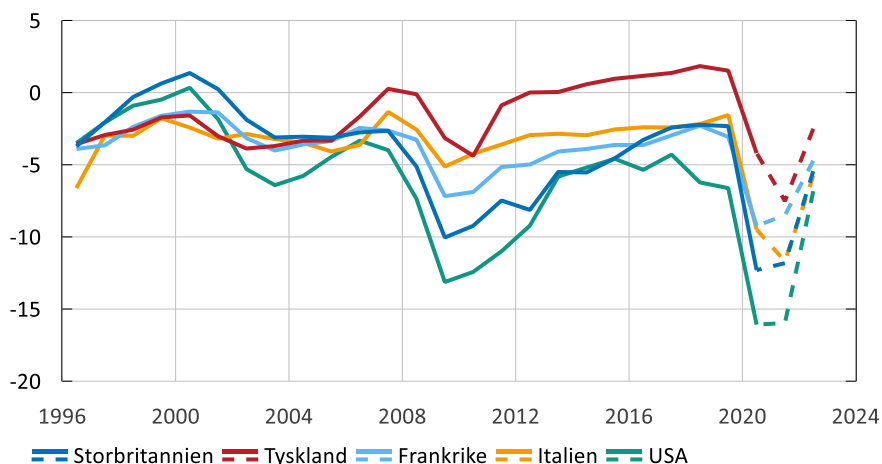
Samtidigt som utgifterna har ökat har skatteintäkterna från bland annat hushållens inkomster och företagets vinster minskat. Detta har sammantaget inneburit att det finansiella sparandet i offentlig sektor sjunkit rejält. I diagram 55 visas det finansiella sparandet som andel av BNP för Frankrike, Italien, Tyskland, USA och Storbritannien. Fjolårets underskott i USA, som motsvarade cirka 16 procent av BNP, är det största som uppmätts under de senaste 60 åren. Även i Storbritannien och i euroområdets största ekonomier blev underskotten ovanligt stora.

Även i de nordiska länderna har man vidtagit omfattande åtgärder för att skydda företag och hushåll som drabbats ekonomiskt av krisen. Men pandemins ekonomiska

effekter har överlag varit mindre i Norden jämfört med många länder på kontinenten, och här har underskotten också varit mindre (se diagram 56).³⁵

Diagram 55. Finansiellt sparande i offentlig sektor

Procent av BNP



Anm. Prognoserna för finansiellt sparande är hämtade från EU-kommissionens prognos från maj 2021.

Källa: EU-kommissionen.

Åtgärderna har dämpat nedgången och påskyndat återhämtningen

Hur stor effekt har de olika stödåtgärderna då haft på BNP, sysselsättning och arbetslöshet? En omfattande, empirisk forskningslitteratur dokumenterar att BNP stiger när utgifterna för offentlig konsumtion ökar och när skatterna sänks. Betydligt färre studier har undersökt hur den ekonomiska aktiviteten påverkas av ökade transfereringar till hushållen, men de som finns visar på en positiv effekt.³⁶ Det är svårt att säga hur stora effekterna blir av olika finanspolitiska satsningar, särskilt under de speciella omständigheter som rått under den nuvarande krisen, då stora delar av ekonomierna varit nedstängda.

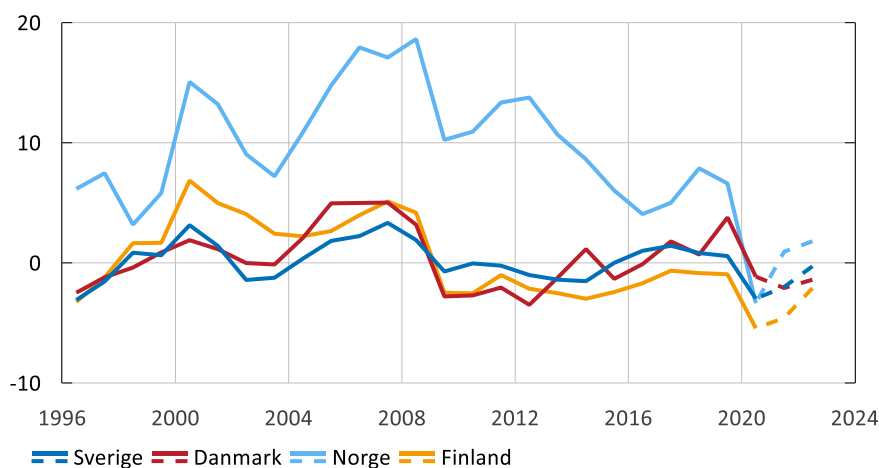
³⁵ I Norge sjönk det finansiella sparandet i offentlig sektor i följd med drygt 340 miljarder norska kronor jämfört med nivån 2019. En betydande del av nedgången förklaras av sjunkande skatteintäkter från oljesektorn. Se artikeln "Korona gav offentlig underskudd", mars 2021, och tabell 10721 i statistikbanken, Statistisk sentralbyrå.

³⁶ För en översikt av den empiriska litteraturen, se V. Ramey (2019), "Ten years after the financial crisis: what have we learned from the renaissance in fiscal research?", *Journal of Economic Perspectives*, vol.33, nr. 2. Effekterna av ökade offentliga investeringar analyseras av C. Boehm (2020), "Government consumption and investment: does the composition of purchases affect the multiplier?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 115. För skattningar av finanspolitiska multiplikatorer på svenska data, se G. Hjelm och P. Stockhammar (2016), "Short run effects of fiscal policy on GDP and employment: Swedish evidence", *Working paper* nr. 147, Konjunkturinstitutet.

Beräkningar som baseras på amerikanska data visar ändå att fjolårets fall i BNP motverkades påtagligt av stödåtgärderna. Under andra kvartalet 2020 föll BNP i USA med 9 procent jämfört med nivån i föregående kvartal. Skattningar indikerar att fallet i BNP i stället skulle ha varit mellan 12,5 och 16 procent, om finanspolitiken inte hade dämpat krisens negativa effekter.³⁷ I mars i år röstade USA:s kongress igenom ett nytt stort stimulanspaket som bland annat innehåller pengar till utökad arbetslöshetsersättning, direkta kontantstöd till hushållen och skattelättnader för företag som erbjuder sina anställda sjukpenning. Beräkningar som tar hänsyn till dessa åtgärder indikerar att finanspolitiken fortsätter att ha en avgörande påverkan på den ekonomiska aktiviteten i USA även under första halvåret i år.³⁸

Diagram 56. Finansiellt sparande i offentlig sektor i Norden

Procent av BNP



Anm. Prognoserna för finansiellt sparande i Danmark, Finland och Norge är hämtade från EU-kommissionens prognos från maj 2021. För Sverige visas Riksbankens prognos.

Källor: EU-kommissionen, SCB och Riksbanken.

Även i Europa bidrog stödåtgärderna till att dämpa fjolårets fall i BNP.³⁹ I flera länder inom euroområdet har man i år beslutat om att förlänga stöden och det genomförs

³⁷ The Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy vid Brookings-institutet i USA gör regelbundet beräkningar av finanspolitikens effekt på amerikansk BNP-tillväxt. Enligt deras metod, som inte tar hänsyn till så kallade multiplikatoreffekter, bidrog finanspolitiken till att höja BNP-tillväxten under andra kvartalet 2020 med 3,4 procentenheter (se Hutchins Center Fiscal Impact Measure). Chudik m.fl. (2021) använder en VAR-modell för att skatta effekterna på BNP av diskretionär finanspolitik i 33 länder. Deras resultat visar på ett bidrag till amerikansk BNP-tillväxt på drygt 7 procentenheter under andra kvartalet i fjol. Se A. Chudik, K. Mohaddes och M. Raissi (2021), "Covid-19 Fiscal Support and its Effectiveness", *Globalization Institute Working Paper* nr. 408, Federal Reserve Bank of Dallas.

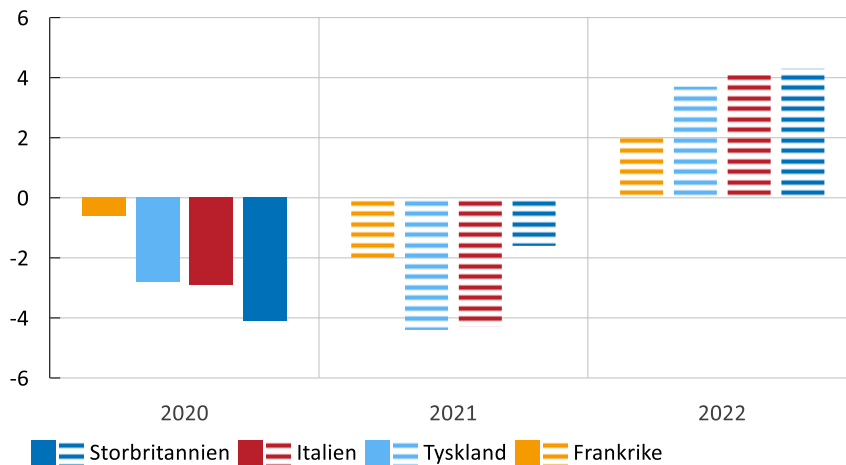
³⁸ Se Hutchins Center Fiscal Impact Measure.

³⁹ Se referensen till Chudik m.fl. (2021) i fotnot 37.

även nya satsningar.⁴⁰ De finanspolitiska paketen är visserligen mindre i Europa än i USA, även om man tar hänsyn till ekonomiernas respektive storlek. Men åtgärderna bedöms trots det ge ett betydande stöd till efterfrågan i år. I diagram 57 visas, för Tyskland, Frankrike, Italien och Storbritannien, EU-kommissionens beräkning av den förändring i det finansiella sparandet i offentlig sektor som skulle komma till stånd vid ett balanserat konjunkturläge. Nedgångarna i det konjunkturjusterade sparandet i år ger en uppfattning om hur mycket de finanspolitiska satsningarna betyder för efterfrågan.⁴¹ Till detta ska läggas de stimulansåtgärder som bekostas via bidrag från EU:s gemensamma återhämtningsfond, Next Generation EU (NGEU). De väntas för en del länder motsvara flera procent av BNP per år.

Diagram 57. Förändring i konjunkturjusterat sparande

Procent av potentiell BNP



Anm. Prognoserna för konjunkturjusterat finansiellt sparande är hämtade från EU-kommissionens prognos från maj 2021.

Källa: EU-kommissionen.

⁴⁰ Finanspolitiken i EU:s medlemsländer beskrivs översiktligt i EU-kommissionens prognos från maj i år (se *European Economic Forecast, Spring 2021*). Mer detaljerad information finns i de nationella stabilitetsprogrammen. I Tyskland beror de ökade underskotten 2021 främst på höjda anslag för olika typer av stödutbetalningar till företag och hushåll. Italiens nya regering har föreslagit förändringar i årets budget som bl.a. innebär utökade stödåtgärder till hushåll och företag och satsningar på investeringar. I det stabilitetsprogram som antogs i april räknar den italienska regeringen med ett underskott i år på 11,8 procent av BNP, vilket kan jämföras med ett underskott på 7 procent av BNP i den förra regeringens budgetförslag för 2021 från i höstas.

⁴¹ Beräkningen för i år och nästa år baseras på EU-kommissionens prognoser och på sådana finanspolitiska åtgärder som antingen redan är beslutade, eller där detaljerade planer har offentliggjorts på ett trovärdigt sätt. Se *European Economic Forecast, Spring 2021*, som publicerades av EU-kommissionen i maj.

Finans- och penningpolitiken drar åt samma håll

Under krisen har även penningpolitiken gjorts mer expansiv, både i omvärlden och i Sverige. Flera centralbanker har dessutom meddelat att de planerar att fortsätta att hålla styrräntorna låga och att köpa räntebärande tillgångar, även om inflationen riskerar att under en tid hamna över målet. Det finns därför skäl att anta att de finanspolitiska åtgärder som nu genomförs i USA och Europa förstärks av den expansiva penningpolitiken.⁴² Mycket talar också för att den europeiska centralbankens krisprogram för tillgångsköp, Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), och EU:s gemensamma finanspolitiska satsning, NGEU, har haft stor betydelse för att hålla nere statslåneräntorna i euroområdet mest skuldtyngda länder. Det är i sammanhanget anmärkningsvärt att den offentliga bruttoskulden i Italien i följd ökade med över 160 miljarder euro (9,9 procent av BNP) samtidigt som den genomsnittliga räntan på de utestående skuldebrevs sjönk.⁴³

Den ekonomiska politiken har alltså lyckats dämpa BNP-fallen under krisens mest akuta skede och Riksbankens bedömning är att både finans- och penningpolitiken nu påskyndar återhämtningen. En högre efterfrågan i omvärlden innebär att svenska exportföretag också möter en högre efterfrågan och därmed stärks konjunkturen även i Sverige. Storleken på de skattade effekterna på BNP-tillväxten i omvärlden, som citerades ovan, ger också en fingervisning om den betydelse som finanspolitiken kommer att ha framöver, när stöden så småningom dras tillbaka. Hur snabbt det offentliga sparandet ökar under de kommande åren kommer att spela stor roll för tillväxtutsikterna, både i USA och i euroområdet. I sin senaste prognos för euroområdet antar EU-kommissionen att finanspolitiken från och med nästa år blir tydligt åtstramande. Men ännu vet vi ganska lite om de olika regeringarnas konkreta budgetplaner för 2022 och det är möjligt att åtstramningen sker i en långsammare takt jämfört med antagandena i prognosen. Det tycks överlag finnas en ny politisk vilja att genomföra stora finanspolitiska satsningar. I USA debatteras två nya, omfattande paket som regeringen lagt fram och i EU har flera länder offentliggjort ambitiösa, fleråriga återhämtningspaket, där delar av finansieringen ska komma via NGEU.

⁴² Både empiriska och teoretiska studier visar att finanspolitiska satsningar har större effekt på tillväxt och resursutnyttjande om styrräntan hålls oförändrad när satsningarna genomförs, jämfört med om styrräntan istället höjs. Se V. Ramey och S. Zubairy (2018), "Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US Historical Data", *Journal of Political Economy* 126(2) samt G. Coenen m.fl. (2012), "Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models", *American Economic Journal: Macroeconomics* 4 (1).

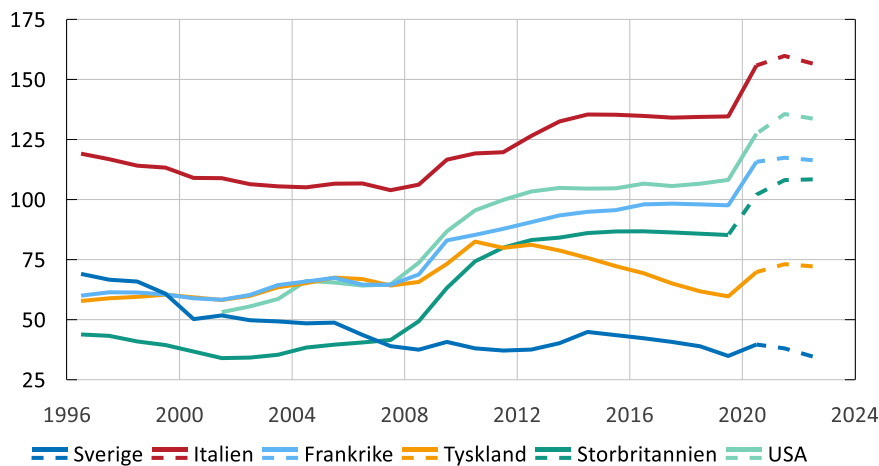
⁴³ Under de första veckorna i mars 2020 blev det alltmer tydligt att pandemin skulle få allvarliga ekonomiska konsekvenser och världens finansmarknader drabbades då av kraftig turbulens. Statslåneräntorna steg i flera av euroområdet mest skuldtyngda länder. Den 18 mars offentliggjorde ECB ett nytt, omfattande program för köp av tillgångar, PEPP, och under de därpå följande handelsdagarna sjönk räntorna tillbaka. I april och maj kom turbulensen tillbaka, med nya snabba uppgångar i räntan på bl.a. italienska statspapper. Men utvecklingen reverserades måndagen den 18 maj, då Tysklands förbundskansler och Frankrikes president presenterade ett förslag om en EU-gemensam återhämtningsfond på 500 miljarder euro. Det fransk-tyska initiativet blev startskottet till den satsning på 750 miljarder euro som fick namnet Next Generation EU. Från och med den 18 maj och under de därpå följande månaderna sjönk statslåneräntorna i flera skuldtyngda länder tillbaka och sedan månadsskiftet augusti/september 2020 har den italienska staten kunnat ta nya lån till räntor som varit lägre än de som rådde innan krisens utbrott.

Svårt att kalibrera storleken på nya satsningar

De nya paket som planeras har i de flesta fall en annorlunda inriktning än de akuta stödåtgärder som sattes in i fjol och som till stor del bestod av transfereringar till hushåll och företag. Framöver blir det i stället ett större fokus på reformer, offentliga investeringar och grön omställning. Dessa satsningar kommer att ta längre tid att genomföra, ibland flera år, och det kan därför bli besvärligt att snabbt anpassa graden av finanspolitisk stimulans till förändringar i konjunkturläget. Styrkan och snabbheten i den återhämtning som nu börjat är svårbedömd. Om konjunkturutsikterna överskattas och man beslutar att minska de offentliga utgifterna för snabbt, finns det risk för att återhämtningen dämpas för kraftigt och att arbetslösheten förblir hög under en längre tid. Men om styrkan i återhämtningen istället underskattas kan de nya finanspolitiska paket som nu debatteras på sikt innebära en ökad sannolikhet för överhettning. Det förtjänar dock att nämnas att de nya paketen i högre grad än tidigare är strukturellt snarare än konjunkturrellt inriktade, vilket minskar risken att de ska överhätta ekonomierna.

Diagram 58. Konsoliderad bruttoskuld i offentlig sektor

Procent av BNP



Anm. Prognoserna för Frankrike, Italien, Storbritannien, Tyskland och USA är hämtade från EU-kommissionens prognos från maj 2021 och avser bruttoskulden i offentlig sektor, ej konsoliderad. För Sverige visas Riksbankens prognos.

Källor: Eurostat, EU-kommissionen och Riksbanken.

Större offentliga skulder innebär risk för minskat handlingsutrymme

De stora budgetunderskotten och snabbt växande statsskulderna har väckt nytt liv i diskussionerna om vad som är en hållbar nivå för de offentliga skulderna (se diagram 58). Under krisen har reglerna i EU:s Stabilitets- och tillväxtpakt tillfälligt upphävts. Prognosen för det primära finansiella sparandet i offentlig sektor är förstås en viktig

faktor i bedömningen av vad som är en hållbar skuldnivå.⁴⁴ Men hållbarhetsbedömningen påverkas även av ekonomins tillväxttakt och av räntan på statskulden. Ju lägre räntan är i förhållande till tillväxttakten, desto mindre primärt budgetöverskott krävs för att stabilisera en given skuldkvot.⁴⁵ Under de senaste decennierna har räntorna sjunkit och i flera utvecklade ekonomier har den genomsnittliga statslåneräntan sedan millennieskiftet varit lägre än den genomsnittliga tillväxttakten.⁴⁶ Detta har fått många ekonomer att ompröva sin syn på vad som är en hållbar skuldnivå.

Centralbankernas kommunikation tyder på att styrräntorna kommer att förbli låga i flera år, vilket talar för att även statslåneräntorna förblir låga. Penningpolitikens inriktning bestäms av inflationsutsikterna och prisökningstakten har visserligen stigit på sistone i USA och i en del länder i EU, men uppgångarna bedöms vara tillfälliga. De flesta prognoserna pekar på att styrräntorna förblir låga och att inflationen på några års sikt då ligger nära inflationsmålen. Styrräntorna påverkas dessutom av den globala trend som under flera decennier har pressat ned de reala räntorna.⁴⁷ Även om penningpolitiken framöver blir mindre expansiv behöver det därför inte innebära att räntorna höjs till de nivåer som rått under tidigare högkonjunkturer.

Men ekonomiska prognoser är osäkra och inflationsutsikterna kan komma att förändras, i synnerhet om den privata konsumtionen växer snabbare än väntat och det uppkommer flaskhalsar i produktionen. I ett sådant scenario kan centralbankerna tvingas att höja styrräntorna för att försvara sina inflationsmål. Ekonomer är dessutom oeniga om de exakta orsakerna bakom den globala realräntetrenden och utvecklingen mot lägre avkastningskrav kan vända. Med de stora offentliga skulder som uppstått i flera länder kan även en jämförelsevis modest ränteuppgång leda till höga lånekostnader och att utrymmet för ytterligare upplåning krymper. En sådan begränsning av det finanspolitiska handlingsutrymmet kan få kännbara konsekvenser, exempelvis om en ny kris slår till eller om en stat tvingas att axla ansvaret för skulder som uppkommit inom den privata sektorn. Om räntorna skulle stiga oväntat mycket kan investerare dessutom komma att ompröva bedömningen av vilka skuldnivåer som är hållbara, något som i sin tur kan leda till ännu högre statslåneräntor och mer direkt tvinga fram en åtstramad finanspolitik och därmed en svagare ekonomisk utveckling.

⁴⁴ Primärt finansiellt sparande är det finansiella sparandet exklusive kapitalinkomster och ränteutgifter.

⁴⁵ För mer utförliga diskussioner av de faktorer som påverkar skuldkvoten, se O. Blanchard, Á. Leandro och J. Zettelmeyer (2021), "Redesigning EU fiscal rules: from rules to standards", *Peterson Institute for International Economics Working Paper*, samt O. Blanchard (2019), "Public debt and low interest rates", *American Economic Review*, vol. 109(4).

⁴⁶ P. Barrett (2018), "Interest-growth differentials and debt limits in advanced economies", *IMF Working Paper* nr. 18/82.

⁴⁷ För en översikt och diskussion av den forskningslitteratur som studerat trenden mot lägre avkastningskrav, se H. Lundvall (2020), "Vad driver den globala trenden mot lägre realräntor?", *Penning- och valutapolitik*, Sveriges Riksbank.