

# Finanspolitik, penningpolitik och sambandet dem emellan

nr 4 2017 årgång 45

*Regeringen ansvarar för att de offentliga finanserna är hållbara och överskotts-målet nås medan Riksbanken ansvarar för inflationsmålet. Denna traditionella ansvarsfördelning är för de flesta så självklar att den inte ifrågasätts. Enligt ekonomisk teori skulle man dock kunna vända på steken – regeringen styr inflationen medan Riksbanken får se till att de offentliga finanserna är hållbara. I denna artikel beskrivs dessa två fundamentalt olika sätt att organisera den ekonomiska politiken. Den alternativa ansvarsfördelningen ger tillgång till andra mediciner mot ekonomiska kriser, t ex att inflatera bort en ohållbar statskuld. Slutsatsen blir ändå att den traditionella ansvarsfördelningen tjänat Sverige väl och bör behållas.*

## JOHN HASSLER

är befordringsprofessor vid Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet. Han var ordförande i Finanspolitiska rådet 2013–16. John@hassler.se

Penningpolitiken och finanspolitiken har ett gemensamt ansvar för att stabilisera ekonomin. Sedan början på 1990-talet har detta ansvar i Sverige och många andra länder fördelats mellan regeringen och en oberoende centralbank. Denna uppdelning reser frågan om vem som ska ansvara för vad. Ett svar är att regeringen ska ansvara för att den offentliga sektorns intertemporala budgetvillkor är tillfredsställt – intäkter och utgifter ska på sikt balansera. Centralbanken ska ansvara för att inflationen är låg och stabil. Dessutom bör både regering och centralbank stabilisera konjunkturutvecklingen genom en kontracyklisk politik som stimulerar i lågkonjunktur och stramar åt i högkonjunktur. Detta svar har blivit självklart för många ekonomer och politiker. Icke desto mindre finns ett diametralt motsatt svar – regeringen ansvarar för prisutvecklingen och centralbanken för att den offentliga sektorns budgetvillkor är uppfyllt. Detta svar ges av forskare som lanserat vad som brukar kallas *Fiscal Theory of the Price Level*. Det faktum att många regeringar haft problem med skenande statskulder samtidigt som många centralbanker på senare tid misslyckats med att nå sina inflationsmål har ökat intresset för denna teori. Kanske skulle ett byte av ansvarsområde leda till bättre måluppfyllelse? Syftet med denna artikel är att beskriva dessa två ansvarsfördelningar och diskutera deras förtjänster. Min slutsats blir dock att även om den nya teorin är spännande så talar övervägande skäl för att Sverige även i fortsättningen bör ge ansvaret för finanspolitiken till regeringen och ansvaret för inflationen till Riksbanken.

Jag tackar Per Krusell, Hannes Malmberg och Erik Öberg för värdefulla synpunkter.

# 1. Den traditionella ansvarsfördelningen

## *Offentliga sektorns budgetvillkor*

En central begränsning för den ekonomiska politiken är det intertemporala budgetvillkoret. De utgifter som den offentliga sektorn har måste på ett eller annat sätt finansieras. Genom att använda sig av upplåning kan betalningen skjutas på framtiden – budgetvillkoret är intertemporalt. Under finanskrisen bedömdes många länder föra en politik som inte var förenlig med det intertemporala budgetvillkoret – såväl av finansiella aktörer som av politiska institutioner. Dessa länder tvingades till finanspolitiska åtstramningar som förvärrade krisen och försenade återhämtningen. Detta visar att restriktionen att finanspolitiken ska vara långsiktigt hållbar kan ha betydande konsekvenser också i realtid.

En implikation av det intertemporala budgetvillkoret är att statsskuldskvoten, dvs statsskulden dividerad med BNP, inte följer en explosiv bana.<sup>1</sup> Enligt det traditionella synsättet på ansvarsfördelningen av den ekonomiska politiken är det regeringen som ansvarar för den offentliga sektorns budgetvillkor. Det instrument regeringen har till sitt förfogande är det offentliga sparandet. Det är därför instruktivt att beskriva hur statsskulden utvecklas över tiden beroende på hur stort det offentliga sparandet är. Vi kommer att se att givet att regeringen kan hålla det sparandet på en konstant nivå, positiv eller negativ, kommer statsskuldskvoten att stabiliseras (alltså inte explodera) om BNP:s nominella tillväxttakt är positiv. Detta betyder inte att regeringen kan välja vilken nivå på sparandet som helst. Förutsättningarna att klara att hålla sparandet på en konstant nivå är nära förknippade med skillnaden mellan räntan på statsskulden och BNP:s tillväxttakt. För att visa detta på enklast möjliga sätt bortser vi från variationer i nominell ränta och nominell tillväxttakt och låter  $i$  och  $g$  beteckna dessa konstanta variabler.

Låt  $D_t$  beteckna den nominella statsskulden år  $t$ . Dennes utveckling över tiden ges då av

$$D_{t+1} = D_t(1 + i) - S_t \quad (1)$$

där  $S_t$  är det primära sparandet, dvs statens inkomster minus utgifter exklusive räntebetalningar. Om vi inkluderar räntorna på statsskulden får vi statens sparande som vi betecknar  $F_t = S_t - iD_t$ . Notera att investeringar i t ex vägar eller utbildning räknas som utgifter medan investeringar i tillgångar som ger en finansiell avkastning räknas som en del av sparandet. En bättre beteckning på  $F_t$  är därför det offentliga *finansiella* sparandet.

Eftersom vi är intresserade av statsskuldskvoten, snarare än statsskulden, dividerar vi båda sidor av (1) med  $Y_t$ , dvs med BNP år  $t$ . Därefter ersätter vi  $Y_t$  i vänsterledet med  $Y_{t+1}/(1+g)$  och får

$$\frac{D_{t+1}}{Y_{t+1}}(1 + g) = \frac{D_t}{Y_t} - \frac{F_t}{Y_t} \quad (2)$$

<sup>1</sup> Med statsskuld kommer jag att mena den konsoliderade offentliga sektorns skuld. Jag inkluderar alltså även den kommunala sektorn och pensionssystemet.

Om vi låter gemener beteckna variabler som dividerats med BNP kan vi skriva detta som

$$d_{t+1} = d_t - f_t - g d_{t+1} \quad (3)$$

Ekvationen är  $d_t$  statsskuldskvoten år  $t$  och  $f_t$  det finansiella sparandet, båda uttryckta som andel av BNP.

Ekvation (3) visar något viktigt – det är inte bara ett överskott i budgeten, ett positivt finansiellt sparande, som kan minska statsskuldskvoten. Även nominell tillväxt minskar denna genom att en given nominell skuld ”späds ut” över en större BNP givet att tillväxttakten är positiv. Hur stor utspädningseffekten är beror förutom på tillväxttakt också på skuldens nivå – givet att  $g$  är positiv så leder en stor skuld till en stor utspädning. Detta senare faktum leder till att dynamiken i (3) är stabil förutsatt att tillväxten är positiv – för varje konstant värde på det finansiella sparandet  $f$ , positivt eller negativt, kommer statsskuldskvoten att till slut nå en stabil nivå.<sup>2</sup>

Vi kan lätt räkna ut den stabila nivån på statsskuldskvoten för ett givet finansiellt sparande genom att notera att för att  $d_{t+1} = d_t$  så måste  $-f_t - g d_{t+1} = 0$ . Om vi låter  $d$  beteckna den stabila skuldskvot som till slut uppstår om det finansiella sparandet är  $f$  får vi därmed

$$d = \frac{-f}{g} \quad (4)$$

Ett inte orimligt antagande är att den nominella tillväxten av BNP långsiktigt är 4 procent. Ett permanent överskott i det finansiella sparandet på säg 1 procent av BNP innebär därmed att skuldskvoten över tid tenderar mot ett stabilt värde på  $-1/4$ , dvs  $-25$  procent. En skuldskvot på  $-25$  procent betyder att staten har en finansiell förmögenhet på 25 procent, inte en skuld. Ett underskott på 1 procent skulle på samma sätt leda till en statsskuldskvot på 25 procent av BNP.

Vår kalkyl hittills har inte tagit hänsyn till portföljaspekter.<sup>3</sup> Vårt resonemang har därmed avsett statens nettoskuldskvot, dvs det handlar om *skillnaden* mellan skulder och tillgångar. I verkligheten har staten (den offentliga sektorn) en portfölj av räntebärande tillgångar som i princip är oberoende av vilket mål för det finansiella sparandet som väljs. Betydande delar av dessa tillgångar är lån till Riksbanken och studielån till hushåll via CSN. Värdet av dessa har under en längre tid legat relativt konstant på ungefär 10 procent av BNP. Dessutom finns ca 10 procent av BNP i form av räntebärande tillgångar i pensionssystemet. Ett rimligt antagande är att dessa tillgångar växer i ungefär samma takt som BNP så att statens räntebärande tillgångar ligger kvar på ca 20 procent av BNP. Givet nivån på det offentliga finansiella sparandet styr storleken på dessa tillgångar hur stor den statliga bruttoskuldskvoten blir.

<sup>2</sup> Hur snabbt denna stabila balanspunkt nås bestäms av den nominella tillväxttakten  $g$ . Man kan visa att en andel  $g$  av avvikelserna mellan den faktiska skuldskvoten och den långsiktigt stabila skuldskvoten försvinner varje år. Med en nominell tillväxttakt på 4 procent per år, försvinner alltså 4 procent av avvikelserna per år vilket innebär att hälften försvinner på knappt två decennier.

<sup>3</sup> För en mer utförlig diskussion om detta, se Finanspolitiska rådet (2014) och Niepelt (2014).

Den parlamentariska överskottsmålskommittén har föreslagit att överskottsmålet sätts till  $1/3$  procent från 2019. Anta att det nås framöver. Enligt ekvation (4) kommer då nettoskuldkvoten att långsiktigt stabiliseras på  $-1/3$  dividerat med 4, dvs en nettoförmögenhet på ca 8 procent. Detta räcker inte för att finansiera de räntebärande tillgångarna och mellanskillnaden måste lånas. Bruttoskuldkvoten blir därmed ca 12 procent.

Det kanske förvånande resultatet är alltså att givet att den nominella BNP-tillväxttakten permanent är positiv så kommer *alla* konstanta nivåer på det finansiella sparandet, positiva såväl som negativa, att leda till icke-explosiva banor för statsskuldkvoten, såväl netto som brutto. I denna mening är alla nivåer på det finansiella sparandet hållbara. Denna slutsats måste vi dock modifiera. För att göra det behöver vi reda ut vilka långsiktiga konsekvenser olika nivåer på skuldkvoten får för det primära sparandet.

### *Konsekvenser för det primära sparandet*

Förutsättningarna för att klara att hålla det finansiella sparandet på en konstant nivå beror på vilket primärt sparande som krävs när skuldkvoten nått sin stabila nivå. Det primära sparandet är skillnaden mellan statens inkomster och utgifter när räntebetalningar exkluderats. Om ett visst negativt finansiellt sparande leder till en stor skuldkvot kan det krävas ett stort positivt primärt sparande för att skapa utrymme för räntebetalningarna. Det primära sparandet kan inte bli hur stort som helst. En absolut gräns sätts av hur mycket skatteinkomster som maximalt kan genereras och i praktiken är förstås gränsen betydligt lägre. Detta begränsar potentiellt hur stor skuldkvoten kan tillåtas bli. I detta avsnitt analyser vi hur detta beror på ränta och tillväxttakt i BNP.

Ett lägre finansiellt sparande innebär att vi minskar skatterna eller ökar utgifterna. Därmed ökar skulden och räntebetalningarna på sikt. Ett finansiellt sparande på nivån  $f$  leder som vi sett till att statsskulden stabiliseras på nivån  $-f/g$ . Vad betyder det för det primära sparandet, dvs skillnaden mellan skatteintäkter och löpande utgifter? Måste en sänkning av det sparandet i dag leda till högre skatter eller lägre utgifter i framtiden? Svaret på den frågan beror på om räntan är högre eller lägre än tillväxttakten i BNP.

Det primära sparandet som andel av BNP i period  $t$  betecknas  $s_t$  och ges av  $f_t + id_t$ . En högre skuldkvot betyder att det primära sparandet måste vara högre för ett givet finansiellt sparande – dvs skatterna måste vara högre eller utgifterna mindre för offentlig konsumtion, transfereringar och investeringar. När skulden nått sin stabila nivå kan vi använda ekvation (4) för att ersätta skulden  $d$  med  $-f/g$  vilket ger ett uttryck för det långsiktiga primära sparandet som andel av BNP när skuldkvoten stabiliserats<sup>4</sup>

$$s = -\frac{i-g}{g}f \quad (5)$$

<sup>4</sup> Det primära långsiktiga sparandet  $s$  vid ett finansiellt sparande  $f$  är  $s = f + id$ . Ersätt  $d$  med  $-f/g$ , vilket ger  $s = f - if/g = (1 - i/g)f = -(i - g)f/g$ .

Ekvation (5) innebär att det primära sparandet på lång sikt måste öka om  $f$  minskar *förutsatt att  $i > g$* . Om man permanent sänker det finansiella sparandet ökar skulden på sikt så mycket att räntekostnaderna ökar *mer* än sänkningen av det finansiella sparandet. Det betyder att man på kort sikt kan sänka skatten (eller öka utgifterna) om överskottsmålet sänks men måste öka den (eller sänka utgifterna) på lång sikt. Men detta gäller som sagt enbart om räntan är högre än tillväxten. Intuitionen för detta är att en högre skuldkvot har två effekter på det primära sparandet. En är negativ och styrs av räntan  $i$  och en är positiv (utspädningseffekten) som styrs av tillväxttakten  $g$ . Den negativa effekten är större om och endast om räntan är högre än tillväxttakten. Om räntan är 6 procent och tillväxten 4 procent ser vi att för varje procentenhet av BNP som det finansiella sparandet sänks ökar behovet av budgetförstärkningar långsiktigt med en halv procentenhet av BNP. Givet att  $i > g$  kommer det därmed inte att vara möjligt att uthålligt hålla det finansiella sparandet konstant på alltför negativa nivåer – räntebetalningarna blir ohållbart stora.

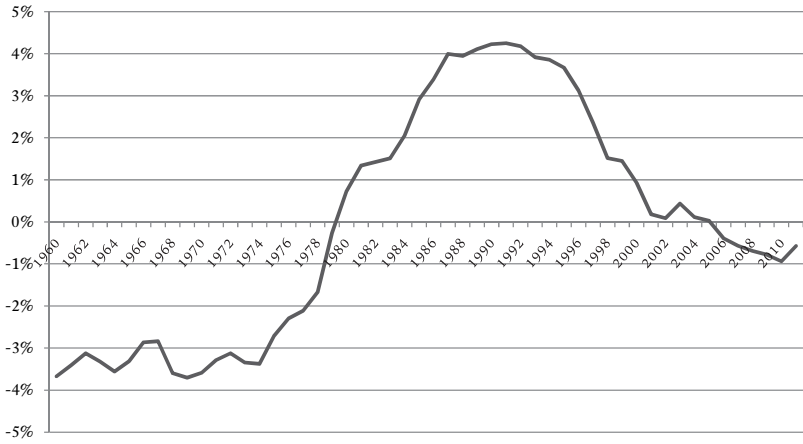
I många läroböcker antas att räntan är större än tillväxttakten. Under några decennier före och efter 1990 var också den reala obligationsräntan globalt högre än tillväxten. Detta stämde väl med den neoklassiska tillväxtmodellen i vilken jämviktsräntan alltid är högre än tillväxten. Denna modell bygger på att det representativa hushållet har oändlig horisont och att marknader är perfekta och fullständiga. I modeller med ofullständiga marknader och/eller imperfekt intergenerationell altruism behöver dock inte jämviktsräntan vara högre än tillväxten. Med ofullständiga marknader kan hushållen ha ett större sparmotiv eftersom en sparbuffert delvis kan kompensera för avsaknaden av försäkringsmarknader. Ökningen i sparandet kan bli så stor att jämviktsräntan blir lägre än tillväxten i en sådan ekonomi.

Ända sedan slutet av 1980-talet har räntorna fallit i förhållande till tillväxttakten. Detta har varit ett globalt fenomen och lite talar för att detta ska reverseras. Utvecklingen är densamma i Sverige. Figur 1 visar ett 10-årigt genomsnitt av skillnaden mellan den svenska obligationsräntan och tillväxttakten. Som vi ser har denna skillnad fallit från ca 3 procent till runt noll. Under 1960- och 1970-talen var skillnaden negativ. Den reglerade kapitalmarknaden under denna tid gör dock att man bör vara försiktig med tolkningen av räntenivån under denna tid.

Det är möjligt och ganska troligt att räntan på sikt snarare är mindre än tillväxten. Om vi antar att tillväxten och räntan långsiktigt är lika så är det primära sparkravet på lång sikt oberoende av valet av finansiellt sparande. En sänkning av målet för det finansiella sparandet skulle då under en övergångsperiod på flera decennier skapa utrymme för lägre skatter eller mer utgifter utan att för den skull orsaka större kostnader för framtida skattebetalare.

Att skatterna under en tid kan sänkas utan att därmed behöva höjas i framtiden låter kanske för bra för att vara sant, åtminstone om man skulle

Figur 1  
11-årigt centrerat  
medelvärde av skill-  
naden mellan lång-  
obligationsränta och  
tillväxttakt i BNP



Källa: Underliggande data från Waldenström (2014).

kunna sänka skatterna och höja utgifterna hur mycket som helst. Om alla världens regeringar kraftigt skulle minska sina finansiella sparanden skulle detta förstås kunna leda till högre räntor, också på lång sikt. En mer begränsad ökning, särskilt i ett enskilt land, skulle dock kunna vara möjlig. I så fall skulle detta skapa en sorts gratislunch.<sup>5</sup> Vi kan sänka skatterna eller höja utgifterna under en övergångsperiod utan att detta får några negativa långsiktiga konsekvenser för de offentliga finanserna. Hur mycket? Det beror på hur stor statsskuldkvoten kan tillåtas bli. Det senare beror på internationella åtaganden men mer fundamentalt på vilken trovärdighet staten har när det gäller att betala räntor och amorteringar på sina skulder.

Låt oss först använda EU:s regel i Tillväxt- och stabilitetspakten som anger att medlemsstaterna får ha en bruttoskuldkvot om maximalt 60 procent. Låt oss applicera denna regel även om den i praktiken inte verkar ha haft så stor betydelse för skuldutvecklingen i EU. Anta också att nominell tillväxt och ränta båda är 4 procent.

Om bruttoskulden inte får överstiga 60 procent och staten har räntebärande tillgångar på 20 procent får inte nettoskulden överstiga 40 procent. Med hjälp av ekvation (4) ser vi då att vi kan tillåta ett permanent finansiellt sparande på -1,6 procent. Om överskotts målet sänktes till ett underskotts mål på 1,6 procent skulle vi under en lång övergångstid kunna ha lägre skatter eller högre offentliga utgifter. Jämfört med ett överskotts mål på 1/3 procent betyder detta i storleksordningen 80 miljarder kr i budgetförsvagning som efter ca 20 år halverats på grund av ökade räntebetalningar på skulden. Givet antagandet om att räntan *permanent* är högst lika hög som tillväxten kan detta ske utan att framtida generationer behöver ha högre skatter eller lägre offentliga utgifter.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> Man brukar säga att ekonomin är dynamiskt ineffektiv när sådana gratisluncher existerar. Vilka betingelser som krävs för detta visades först av Allais (1947).

<sup>6</sup> Mer formellt är villkoret att räntan inte ska överstiga tillväxttakten när tiden går mot oändligheten.

Men, två saker är viktiga att komma ihåg. För det första kommer gratislunchen att visa sig inte vara gratis utan behöva betalas av framtida generationer om inte räntan permanent håller sig vid eller under BNP:s tillväxttakt. För det andra finns det bara en sådan gratislunch. Vi kan underfinansiera budgeten och låta statsskuldkvoten falla ned mot sin lägre gräns utan att betala för detta nu eller i framtiden, men endast en gång. Den centrala politiska frågan blir då att avgöra när denna gratislunch ska intas. Frestelsen att ta lunch för tidigt riskerar att vara större om den är gratis. Tar vi gratislunchen nu kommer vi inte att kunna använda dessa resurser för att hantera en framtida finanskris eller t ex för att finansiera en klimatanpassad energiomställning.

### *Risken för statsbankrutt som lånerestriktion*

Även om vi bortser från juridiska regler som de i EU:s Tillväxt- och stabilitetspakt är det inte rimligt att anta att staten kan låna hur mycket som helst. Låt oss jämföra med ett hushåll som heller inte får låna hur mycket som helst. Förmågan att betala räntor och amorteringar begränsas av hushållets disponibla inkomst. Ett lån på fem gånger den årliga disponibla inkomsten är dock inte svårt att få. Skuldkvoter för stater anses dock normalt ohållbara långt innan de når 500 procent. Den fundamentala orsaken till att ett hushåll kan låna mycket mer än en stat är att den långivande banken kan tvinga ett hushåll att betala sina skulder även om det inte vill. Till sin hjälp har banken ett antal institutioner i form av rättsväsende och kronofogde. Motsvarande institutioner för att få en stat att betala sina fordringsägare finns inte. I princip kan en stat helt enkelt besluta att ställa in betalningarna helt eller delvis så fort den tycker det ligger i dess intresse. Detta gör att den upplevda risken för betalningsinställelse kan öka redan vid förhållandevis små skuldkvoter.<sup>7</sup> Notera att givet att räntan inte är högre än tillväxttakten så handlar betalningsinställelse inte om att staten inte skulle *kunna* betala räntorna på skulden. Som vi sett ovan leder inte en konstant hög statsskuldkvot till att skatterna måste höjas eller utgifterna minska givet att räntan är lika med eller lägre än BNP:s tillväxttakt. Givet att marknaden accepterar att skulden kontinuerligt rullas över är det hållbart att låna till räntorna.

Att nollställa statsskulden genom konkurs skapar ändå en frestelse som gör dem som lånar ut till staten oroliga om skulden blir för stor. Eftersom redan risken för statskonkurs kan skapa betydande ekonomiska kostnader finns det anledning att inte komma för nära de nivåer på statsskulden där denna risk ökar. Risken för en statskonkurs kan också skapa multipla jämvikter med självuppfyllande förväntningar. Om långivare förväntar sig konkurs kan det bli omöjligt att rulla över lån som förfaller och konkurs blir nödvändig medan detta inte sker om marknaden har mer positiva förväntningar (se Cole och Kehoe 2000). Högre räntor orsakade av förväntningar

<sup>7</sup> Det finns en mycket omfattande litteratur om detta. Denna har faktiskt funnit det svårt att ens förklara de relativt låga skuldkvoter vi observerar. Se dock Arrellano (2008) som i en kvantitativ modell väl beskriver en realistisk relation mellan skuldnivå och risk för statskonkurs.

om statskonkurs kan också spilla över på den privata sektorn. En mekanism kan vara att banker och andra finansinstitut som äger statsobligationer blir mindre benägna att finansiera privata investeringar efter ett fall i värdet av deras obligationsinnehav. Denna mekanism var en central del i eurokrisen och kan också ge upphov till självuppfyllande förväntningar om statskonkurs (Corsetti m fl 2013). Risken för denna typ av dynamik talar för att det är värdefullt att se till att statsskulden inte närmar sig riskabla nivåer. Det faktum att det är svårt att kvantifiera relationen mellan storleken på statsskulden och den uppfattade risken för bankrutt gör det dock svårt att ge exakta policyrekommendationer.

### *Penningpolitiken*

Under den traditionella ansvarsfördelningen är centralbanken ansvarig för inflationen. Det centrala penningpolitiska instrumentet är styrräntan, den ränta som centralbanken använder när den gör korta transaktioner med affärsbankerna. Under normala tider verkar detta hittills ha fungerat. En lägre (högre) ränta stimulerar (stramar åt) ekonomin vilket, på lite sikt, leder till högre (lägre) inflation.

En restriktion för penningpolitiken är att centralbankernas styrräntor inte kan sättas hur lågt som helst. Om centralbankens styrränta är negativ under en längre tid kan det bli lönsamt för banker att bygga kassavalv och lagra pengar till nollränta i stället för att tvingas betala för tillgodohavandet hos centralbanken. Samma sak gäller andra institutioner med stora likvida tillgångar och i princip också enskilda hushåll. Så länge som kontanter utgör ett alternativ till pengar på konto kan räntan därför inte bli särskilt mycket lägre än dagens svenska styrränta på 0,5 procent.

Att det finns en nedre gräns för hur låg räntan kan bli är sedan mycket länge något som beskrivs i grundläggande läroböcker i nationalekonomi. Det var dock först under finanskrisen som det blev uppenbart att denna restriktion starkt kan begränsa penningpolitiken i det moderna samhället. En viktig orsak till detta är att den riskfria realräntan sakta men säkert fallit över hela världen under de senaste tre decennierna. Enligt Rachel och Smith (2015) är fallet ca 4,5 procentenheter och trenden bedöms inte reverseras under kommande decennier. Trenden mot lägre realräntor har i kombination med låg inflation gjort att den neutrala styrräntan blivit låg. Med neutral styrränta menas den ränta som vare sig är expansiv eller åtstramande, vilket därmed är den ränta centralbanken bör sätta i ett balanserat konjunkturläge. Utrymmet mellan den neutrala styrräntan och dess nedre gräns har blivit mycket mindre än tidigare vilket gjort att centralbankerna sett sig nödgade att under finanskrisen ta till icke-konventionella åtgärder som stödköp av obligationer.

Valet av inflationsmål skedde i en tid med högre realräntor och då hög, snarare än låg, inflation var vad man oroade sig för. Skulle man välja inflationsmål i dag skulle målet säkert ha satts högre. Eftersom den neutrala styrräntan är summan av neutral realränta (som inte påverkas av penning-



politiken) och inflation skulle en högre inflation leda till en högre neutral styrränta. Utrymmet mellan denna och räntans nedre gräns skulle bli större och ge centralbanken större möjligheter att med konventionella metoder motverka konjunkturedgångar. Jag återkommer till detta i den avslutande diskussionen.

## 2. Den omvända ansvarsfördelningen – FTPL

Låt mig nu beskriva den omvända ansvarsfördelningen. En utgångspunkt för denna är att merparten av statsskulden i Sverige och andra länder är i form av nominella obligationer. En sådan obligation innebär ett löfte om en framtida nominell betalning, dvs i form pengar. I ett land som har en egen valuta, som t ex Sverige, har staten full kontroll över hur mycket pengar som skapas. Det betyder att det i princip alltid är möjligt att undvika statskonkurs när det gäller nominella obligationer. Eftersom redan risken för statskonkurs är kostsam skapar detta en potentiell fördel av att ha en egen nationell valuta. En återbetalning via sedelpressarna har dock konsekvenser för prisnivån och därmed för det reala värdet på det nominella betalningsåtagandet. För att beskriva detta samband låt oss skriva det intertemporala budgetvillkoret för staten inkluderande centralbanken som

$$\sum_{s=0}^{\infty} (1+r)^s \left( \frac{S_{t+s}}{P_{t+s}} + \frac{M_{t+s} - M_{t+s-1}}{P_{t+s}} \right) = \frac{D_t}{P_t} \quad (6)$$

Genom att dividera med prisnivån ( $P_{t+s}$ ) uttrycker vi reala värden och diskonterar med den reala räntan  $r$ . Vänsterledet i ekvation (6) är det diskonterade nuvärdet av nuvarande och framtida *reala* skatteinkomster minus utgifter ( $S_{t+s}/P_{t+s}$ ) plus det reala seignoraget ( $(M_{t+s} - M_{t+s-1})/P_{t+s}$ ). Det senare är de vinster som centralbanken skapar genom att ge ut pengar. Tillväxt och inflation ökar efterfrågan på pengar. Att skapa pengar är (i stort sett) gratis för centralbanken men man ger inte bort pengarna gratis till den privata sektorn och därmed gör centralbanken normalt en vinst. Vi inkluderar dessa vinster i regeringens budgetvillkor. För enkelhetens skull antar vi en konstant realränta  $r$  och bortser från osäkerhet. I högerledet står det reala värdet av den utestående nominella statsskulden i period  $t$  ( $D_t/P_t$ ). Budgetvillkoret säger därmed att det diskonterade nuvärdet av statens primära sparande plus seignoraget måste täcka den utestående statsskulden.

Anta nu att statens utgifter av någon anledning ökar i en period – det primära sparandet minskar. För att budgetvillkoret ska fortsätta vara uppfyllt måste detta finansieras på något sätt. Normalt sett tänker vi oss att det sker genom finanspolitiken, dvs skatteinkomsterna måste öka eller andra utgifter minska. Men det finns ytterligare två sätt på vilka budgetvillkoret kan fortsätta vara uppfyllt efter en utgiftsexpansion.

För det första kan en mer expansiv penningpolitik öka framtida seignorage, givet att detta inte i utgångsläget redan är maximerat. För det andra kan utgiftsökningen kompenseras genom att prisnivån ökas i period  $t$  ( $P_t$

ökar). Detta minskar det reala värdet av statsskulden och skapar det nödvändiga extra utrymmet för de högre statliga utgifterna.<sup>8</sup>

Dessa två observationer har skapat en stor litteratur om samspelet mellan finanspolitik och penningpolitik. Det första sättet att finansiera utgiftsökningen analyserades tidigt i Sargent och Wallace (1981). I takt med minskande seignorage har dock intresset för detta fenomen minskat. Den andra mekanismen, att prisnivån påverkar värdet av den utestående nominella statsskulden, ledde till en litteratur som startade några år senare (Leeper 1991; Sims 1994) men som har fått ett betydande uppsving på senare år. Innehållet i denna litteratur brukar kallas *Fiscal Theory of the Price Level* (FTPL) och handlar om hur finanspolitiken kan vara den centrala bestämningsfaktorn för prisnivå och inflation.

Utgångspunkten för FTPL är att en ofinansierad finanspolitisk expansion som vi sett under vissa betingelser kan finansieras genom att en del av den utestående nominella statsskulden inflateras bort genom en högre prisnivå. Tanken i FTPL är alltså att ändringar i finanspolitiken i jämvikt leder till de förändringar i prisnivån som krävs för att statens intertemporala budgetvillkor ska vara uppfyllt. Till de nödvändiga villkoren för att teorin ska gälla hör förstas att det ska finnas en utestående nominell statsskuld. Det måste också finnas förväntningar om att staten ska kunna generera positiva överskott i framtiden.<sup>9</sup> Slutligen finns det ett helt centralt ytterligare villkor, nämligen att penningpolitiken är underordnad en dominant finanspolitik, dvs penningpolitiken används inte till att nå andra mål som t ex en konstant inflation. Finanspolitiken är dominant och gör som den vill utan att ta direkt hänsyn till det intertemporala budgetvillkoret medan penningpolitiken får tillse att budgetvillkoret är uppfyllt.<sup>10</sup> En sådan underordnad strategi för centralbanken behöver inte formuleras i ord på detta sätt. Det räcker att den ränta centralbanken sätter inte är alltför känslig för inflationstakten, t ex en konstant styrränta. Detta är i någon mening en uppochnervänd verklighetsbeskrivning mot den mer traditionella. Finanspolitiken styr prisernas utveckling medan penningpolitiken ser till att statens budgetvillkor är tillgodosett.<sup>11</sup>

Enligt FTPL är inte det intertemporala budgetvillkoret (6) en restriktion som gäller för alla priser och prisbanor. I stället är det ett jämviktsvillkor som bestämmer prisnivån. Man kan se på (6) på ungefär samma sätt som villkoret att utbud och efterfrågan ska balansera, vilket ju inte gäller för alla priser utan i stället är det villkor som bestämmer priset. Exakt vilken mekanism som skapar jämvikt är inte fullständigt klart beskrivet i litteratu-

<sup>8</sup> Högre  $P_t$  minskar också det reala värdet av ett givet seignorage i period  $t$ . Men vi kan utgå ifrån att seignoraget är många gånger mindre än statsskulden och att seignoraget förmodligen ökar på grund av den högre prisnivån i period  $t$ .

<sup>9</sup> Strikt talat räcker det med att det finns en sannolikhet större än noll för detta.

<sup>10</sup> En annan terminologi är att under FTPL är finanspolitiken aktiv medan penningpolitiken är passiv. I standardfallet gäller motsatsen.

<sup>11</sup> Ett annat sätt på vilket regeringen kan kontrollera prisnivån analyseras i Malmberg och Öberg (2016) som antar att regeringen kräver skattebetalningar i form av pengar.

ren om FTPL.<sup>12</sup> En möjlig mekanism är att om innehavarna av statsobligationerna för en given prisnivå bedömer att de inte kommer att få igen sina pengar ((6) är inte uppfyllt), så går de till centralbanken och begär att få lösa in obligationerna till sitt nominella värde mot pengar. Givet att centralbanken är underordnad finanspolitiken accepterar centralbanken alltid att göra detta. Den ökande penningmängden ökar prisnivån tills dess budgetvillkoret är uppfyllt.

FTPL är en kontroversiell teori. Kontroversen handlar inte om huruvida statens budgetvillkor påverkas av förändringar i prisnivån. Den följer som vi sett trivialt av det faktum att staten har nominella skulder. Kontroversen handlar i stället om två andra saker. För det första, är det rimligt att anta att regeringen kan binda sig vid en strategi som inte respekterar det intertemporal budgetvillkoret för alla prisnivåer utom en? Bassetto (2002) undersöker detta i en spelteoretisk modell där hushållen kan välja huruvida de vill köpa regeringens obligationer. Han visar att en jämvikt där finanspolitiken bestämmer prisnivån finns, men denna politik kan inte se ut hur som helst. Specifikt måste den innebära ett budgetöverskott i varje period, annars kommer inte hushållen att vilja köpa regeringens obligationer.

Den andra kontroversiella frågan är huruvida vi är eller har varit i en jämvikt där prisnivån bestäms av en aktiv finanspolitik medan budgetvillkoret hanteras via penningpolitiken. Ett argument som enligt min mening talar emot att de rikare länderna (OECD) är i en sådan regim är att länder där statens utgifter ökat okontrollerat drabbats av att marknadsvärdet på den nominella skulden faller genom att risken för statsbankrutt bedöms öka. Enligt FTPL skulle i stället inflationen öka så mycket att statsbankrutt skulle undvikas. I modern tid har vi inte sett tendenser till att höga, kanske ohållbart höga, nominella statsskulder lett till inflation eller inflationsförväntningar inom OECD-länderna. I synnerhet gäller detta inom euroområdet trots Europeiska Centralbankens stödköp av statsobligationer och att man länge accepterade obligationer från insolventa regeringar som säkerhet till nominellt värde. I termer av ekvation (6) är det snarare  $D_t$  som minskat än  $P_t$  som ökat. Orsaken är rimligen att innehavarna av dessa obligationer inte förväntar sig att centralbanken ska agera passivt, dvs hjälpa staten att inflatera bort skulden utan att bry sig om sina inflationsmål. Under andra historiska episoder som t ex den tyska hyperinflationen på 1920-talet och i länder som Venezuela och Botswana i närtid är det däremot rimligt att tänka sig att FTPL gällt.

Även om vi inte är i en jämvikt där FTPL gäller skulle vi förmodligen kunna hamna där. Allt högre nominella statsskulder kan tänkas öka sannolikheten att FTPL börjar gälla. President Trumps uttalanden om att ta kontrollen över den amerikanska centralbanken Federal Reserve skulle kunna ha en liknande effekt. Frestelsen för regeringen att ta kontrollen över penningpolitiken i syfte att inflatera bort statsskulden ökar med storleken på statsskuldskvoten. Aguiar m fl (2013) diskuterar konsekvenserna av

<sup>12</sup> Det gäller ju för övrigt också hur jämviktspriset uppstår på en perfekt marknad.

detta alternativ till statskonkurs. De noterar att om regeringens möjlighet att ta kontrollen över penningpolitiken ökar efter en stor ekonomisk kris kan detta skapa ett försäkringsvärde hos statsobligationerna. Staten slipper betala en del av skulden om den hamnar i kris. Detta kan i princip t o m öka möjligheterna att låna i normala tider. Om centralbankens självständighet minskar generellt, alltså inte bara efter en allvarlig kris, är konsekvensen den motsatta.

De stora stödköpen av statsobligationer vi sett under finanskrisen, s k kvantitativa lättnader, skulle om de inte rullas tillbaka också vara en inkörsport till en jämvikt där FTPL gäller. Det är dock viktigt att notera att stödköpen av obligationer under finanskrisen inte verkar vara motiverade av en vilja att inflatera bort statsskulden. Motivet har varit att stimulera ekonomin och i synnerhet att nå fastslagna inflationsmål. Den allmänna uppfattningen inom centralbanksvärlden förefaller vara att kvantitativa lättnader inte är ett naturligt inslag i penningpolitiken. För att inte riskera centralbankernas oberoende vill centralbankerna avveckla dessa åtgärder när inflationen når sitt mål och ekonomin i övrigt återhämtat sig.

## 4. Diskussion

Huruvida det är möjligt att vända upp-och-ner på den nuvarande ansvarsfördelningen mellan regering och Riksbank är en fråga utan klart svar. En fråga som vi vet ännu mindre om är vilket som skulle vara bäst – en traditionell regim där finanspolitiken sköter budgetvillkoret och penningpolitiken inflationen eller motsatsen, dvs FTPL. Ett enkelt men inte fullständigt svar är att så länge den traditionella regimen fungerar så förefaller det vara liten poäng med att eftersträva ett regimskifte.

En övergång till en regim där FTPL gäller innebär inte i sig mer resurser till den offentliga sektorn eller att problem med återkommande offentliga underskott hanteras. Som vi sett kan inte heller vilken finanspolitik som helst finansieras via penningpolitiken under FTPL. En oansvarig finanspolitik skulle snarare ta sig andra uttryck än de traditionella med ökande räntor och inställda betalningar. I stället för statskonkurser skulle vi få variabel inflation och risk för hyperinflation. Om räntan är lägre än tillväxttakten i ekonomin finns vad jag kallat gratisluncher. Dessa kan användas inom båda regimerna och jag kan inte se varför de skulle vara större under FTPL-regimen.

Men ekonomin skulle kunna fastna i en depression där inte längre penningpolitiken fungerar. Den utdragna finanskrisen genererade farhågor för en sådan utveckling. Om penningpolitiken är begränsad av den nedre begränsningen för räntan kan den också förlora sin förmåga att vara dominant och ekonomin skulle kunna börja uppföra sig som under FTPL. Även om riskerna nu kan bedömas som mindre än vad vi befarade för några år sedan är faran förstås inte helt över. I en depressionsliknande situation där penningpolitiken uttömt sin potential är det inte omöjligt att kraftfulla

finanspolitiska lånefinansierade stimulansåtgärder både skulle kunna få fart på inflationen i enlighet med FTPL och den reala ekonomin. Vi vet för lite för att kunna svara på hur effektiv en sådan kur skulle vara. Den skulle vara riskabel, men i en situation där patienten håller på att dö kan också en riskabel medicin vara värd att pröva. Som tur är befinner sig Sverige inte i en sådan situation.

Tvärtom bör man nog konstatera att den traditionella regimen tjänat Sverige väl. Dessutom finns det goda förutsättningar att ytterligare förbättra den. Jag noterade ovan att det inte finns en exakt och konstant relation mellan statsskuldens aktuella storlek och marknadens bedömning av konkursrisken. Detta skapar inte bara osäkerhet. Det skapar också en möjlighet att påverka denna relation i positiv riktning. Att staten har möjlighet att låna stora belopp om så behövs skapar en möjlighet att hantera stora ekonomiska kriser utan att bygga upp buffertar i form av stora tillgångar med låg avkastning. I en konjunkturnedgång minskar statens sparande och i en akut krissituation kan också stora och långsiktigt ohållbara underskott behövas. I en sådan situation är det centralt att underskotten uppfattas som temporära och inte som en indikation på att politiken svängt från en hållbar till en ohållbar bana. Det måste alltså finnas förtroende för att underskotten kan minskas framöver. På så sätt kan samhället få del av den gratislunch som beskrivits ovan utan att möjligheten att hantera en kris beskärs. Logiken är här densamma som för ett hushåll – den som har låg kreditvärdighet och dåliga bankkontakter är i större behov av ett ordentligt buffertsparande.

Efter 1990-talskrisen visade Sverige att förmåga att sanera statsfinanserna finns. Det förtroende som då byggdes upp varar dock inte för evigt. Även om förtroendet för Sveriges offentliga finanser fortfarande är högt kan det raseras fort. Det finanspolitiska ramverket syftar till att skapa förtroende för att underskott som ökar i kristider kan vändas. Meningen med detta är inte att begränsa politiken utan tvärtom att öka handlingsutrymmet för den ekonomiska politiken. Ramverket bör stärkas genom att regeringen åläggs att ange en konkret plan för hur sparandet ska nå målet efter att underskotten ökat. Sådana åtgärder är viktigare än att till varje pris hålla fast vid ett högt mål för sparandet. Tankar i denna riktning har presenterats av den parlamentariska överskottsmålskommittén.

En oberoende Riksbank med ansvar för ett klart definierat inflationsmål minskar risken att de som lånar ut pengar till staten oroar sig för att deras fordran ska inflateras bort. Återigen ökar detta möjligheterna för staten att låna om det behövs. Den nuvarande regimen med en oberoende Riksbank ökar därmed det finanspolitiska handlingsutrymmet. Det kan förstås vara så att om en stor skuld byggts upp så är inflation ett effektivt sätt att minska den. Men, detta är ett efterhandsperspektiv. I förhand är det i stället viktigt att bygga institutioner som gör det trovärdigt att detta sätt att bli av med skulder bara tas till i extrema situationer utanför regeringens kontroll.

En naturlig policyslutsats är också att en höjning av inflationsmålet skulle göra den nuvarande ordningen för den ekonomiska politiken mer väl-

fungerande. Med högre normal inflation blir den normala styrräntan högre och därmed får Riksbanken ett större utrymme att sänka räntorna om så behövs. Valet av inflationsmål bör utgå ifrån insikten att högre mål har både för- och nackdelar. En högre inflation minskar risken att den nedre lägre gränsen för räntan begränsar penningpolitiken. En högre inflation riskerar att leda till mer variabel och osäker inflation, vilket ökar risken att ekonomiska agenter gör misstag. Stora variationer i inflationen kan också leda till stora oönskade förmögenhetsomflyttningar. Dessa kostnader innebär att vi rimligen inte ska sätta inflationsmålet så högt att den nedre gränsen aldrig binder. Men den ökade risken för att den binder vid dagens inflationsmål talar för att en optimal avvägning innebär ett något högre inflationsmål än dagens. Inflationsmålet borde höjas någonstans i intervallet noll till 4 procent, där den övre gränsen motsvarar vad som skulle krävas för att helt kompensera för det fall i den neutrala styrräntan som skett på grund av lägre reala räntor.

Det är dock inte uppenbart att en sådan höjning bör ske omedelbart. Å ena sidan skulle en höjning av målet i sig kunna öka inflationen, givet att inflationsförväntningarna också ökar. Å andra sidan innebär det betydande kommunikationsutmaningar för Riksbanken att trovärdigt höja inflationsmålet i en tid när det finns problem med att nå det nuvarande målet.

Den egna valutan ger i princip möjlighet att självständigt välja inflationsmål. I en enkel modellvärld skulle ett högre svenskt inflationsmål bara leda till en kontinuerlig depreciering av den svenska valutan. En viss försiktighet kan dock vara på sin plats eftersom en avvikande politik skulle kunna göra utländska investerare oroliga. Detta talar för att Riksbanken borde påverka sina utländska kollegor att också öka sina inflationsmål. Om detta inte lyckas bör Sverige överväga att enskilt höja inflationsmålet. Tills dess bör Riksbanken kommunicera att man kan acceptera att man tillfälligt skjuter över det nuvarande inflationsmålet.

En annan möjlig policyrekommendation är att låta finanspolitiken ta ett större ansvar för stabiliseringspolitiken än tidigare. I dagens läge, när den svenska ekonomin går på högvarv, finns inget realekonomiskt behov av stimulansåtgärder. I framtida konjunktturnedgångar är det dock möjligt att finanspolitiken behöver ta ett större ansvar om penningpolitiken även då är begränsad av litet utrymme mellan normal och lägsta möjliga styrränta. I så fall behöver förtroendet för regeringens förmåga att stärka det finansiella sparandet i konjunkturuppgångar förbättras.

## REFERENSER

Aguiar, M, M Amador, E Farhi och G Gopinath (2013), "Crisis and Commitment: Inflation Credibility and the Vulnerability to Sovereign Debt Crises", NBER Working Paper 19516.

Allais, M (1947), *Economie et Intérêt*, Imprimerie Nationale.

Arrellano, C (2008), "Default Risk and In-

come Fluctuations in Emerging Economies", *American Economic Review*, vol 98, s 690–712.

Bassetto, M (2002), "A Game Theoretic View of the Fiscal Theory of the Price Level", *Econometrica*, vol 70, s 2167–2195.

Cole, H och T Kehoe (2000), "Self-Fulfilling Debt Crises", *Review of Economic Studies*, vol 67, s 91–116.

Corsetti, G, K Kuester, A Meier och G J Müller (2013), "Sovereign Risk, Fiscal Policy, and Macroeconomic Stability", *Economic Journal*, vol 123, s 99–132.

Finanspolitiska rådet (2014), *Svensk finanspolitik 2014*, årlig rapport.

Leeper, E M (1991), "Equilibria under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies", *Journal of Monetary Economics*, vol 27, s 129–147.

Malmberg H och E Öberg (2016), "Price Level Determination When Tax Payments Are Required in Money", manuskript, Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet.

Niepelt, D (2014), "Financial Policy", rapport till Finanspolitiska rådet, Stockholm.

Rachel, L och T D Smith (2015), "Secular

Drivers of The Global Real Interest Rate", Bank of England Staff Working Paper 571, London.

Sargent, T och N Wallace (1981), "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, vol 5, s 1–18.

Sims, C A (1994), "A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy", *Economic Theory*, vol 4, s 381–399.

Waldenström, D (2014), "Swedish Stock and Bond Returns, 1856–2012", i Edvinsson, R, T Jakobsson och D Waldenström (red), *Historical Monetary and Financial Statistics for Sweden, Volume II: House Prices, Stock Returns, National Accounts, and the Riksbank Balance Sheet, 1620–2012*, Ekerlids Förlag, Stockholm.