

ENKLA REGLER, SVÅRA TIDER



KONJUNKTURRÅDETS RAPPORT

ENKLA REGLER, SVÅRA TIDER

BEHÖVER STABILISERINGS-
POLITIKEN FÖRÄNDRAS?

2012

Anders Vredin (ordf.)
Martin Flodén
Anna Larsson
Morten O. Ravn

SNS FÖRLAG

SNS Förlag
Box 5629
114 86 Stockholm
Telefon: 08-507 025 00
Fax: 08-507 025 25
order@sns.se
www.sns.se

SNS är en oberoende ideell förening som genom forskning, möten och bokutgivning bidrar till att ledande beslutsfattare i politik, offentlig förvaltning och näringsliv kan fatta välgrundade beslut baserade på vetenskap och saklig analys.

Konkurrensrådets rapport 2012

Enkla regler, svåra tider – behöver stabiliseringspolitiken förändras?

Anders Vredin, Martin Flodén, Anna Larsson och Morten O. Ravn

Första upplagan
Första tryckningen

© 2012 SNS Förlag och författarna
Omslag och grafisk form: Patrik Sundström
Tryck: Elanders Sverige AB, 2012

ISSN 1652-8050
ISBN 978-91-86949-13-6

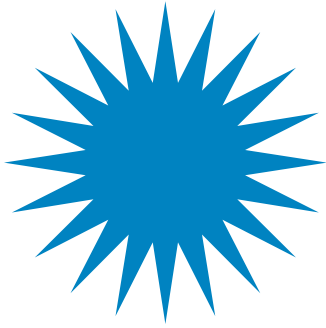


Förord 7

- 1 Den ekonomiska krisen i Sverige och omvärlden 9
Sammanfattning av rapporten 32
- 2 Regler för ekonomisk politik 38
- 3 Sparande och investeringar 74
- 4 Utmaningar för finanspolitiken 104
- 5 Utmaningar för penningpolitiken 144

Referenser 182

Författarna 191



Förord

De senaste årens ekonomiska kris i Europa och USA föregicks av en ganska lång period av synbarligen god ekonomisk utveckling. Tillväxten var relativt hög och stabil jämfört med tidigare erfarenheter. En bättre stabiliseringspolitik uppfattades ha bidragit till detta. Men de senaste erfarenheterna har lett till att utformningen av finans- och penningpolitiken, både före och under krisen, har ifrågasatts i allt högre grad. För att undvika en återgång till de makroekonomiska problem som utmärkte 1970- och 1980-talen kommer det att behövas omfattande reformer både i USA och Europa.

Situationen i Sverige är väsentligt annorlunda nu än den var för tjugo år sedan. I samband med krisen i början av 1990-talet gjordes en rad förändringar av den ekonomiska politiken som bidragit till att Sverige drabbats förhållandevis lindrigt av den senaste krisen. Framför allt infördes nya regler för finanspolitiken. Reglerna har skapat större balans mellan offentliga utgifter och inkomster och mindre statsskuld. Detta är ett viktigt skäl till att Sverige i dag befinner sig i ett bättre läge än många andra europeiska länder. Att Riksbanken fick ökad självständighet och uppgiften att fokusera penningpolitiken på att uppnå låg och stabil inflation har också bidragit till ökat förtroende för den svenska ekonomiska politiken.

Ändå har kritik riktats mot finans- och penningpolitiken även i Sverige. Både regeringen och Riksbanken har kritiserats för att inte ta tillräcklig hänsyn till det låga resursutnyttjandet och den höga arbetslösheten. Under den senaste krisen har det också blivit uppenbart att det stabiliseringspolitiska ramverket måste kompletteras med nya regler för hur de finansiella marknaderna ska övervakas.

När nya regler för den ekonomiska politiken ska utformas – i Sverige, likaväl som i euroområdet och USA – står beslutsfattarna inför en avvägning mellan trovärdighet och flexibilitet. Hur utformar man enkla och tydliga regler för den ekonomiska politiken så

att den inte skapar problem i form av ständiga budgetunderskott, arbetslöshet och hög inflation? Och hur kan man samtidigt behålla tillräcklig flexibilitet för att kunna motverka olika typer av störningar inom ramen för sådana regelverk? Det finns skäl för en grundlig diskussion om detta även i Sverige. Det är mot denna bakgrund vi valt att ge 2012 års rapport från SNS Konjunkturråd temat »Enkla regler, svåra tider – behöver stabiliseringspolitiken förändras?«.

Vi vill tacka forskningsassistent Rickard Hammarberg för all hjälp under arbetet med rapporten. Konjunkturrådets arbete har också underlättats av konstruktiv kritik och kommentarer från Harry Flam, Andreas Westermarck, Nils Gottfries, Anne-Marie Pålsson och Lars Frisell. SNS bad dem granska var sitt kapitel och de deltog alla i en halv dags diskussion om hela rapporten. De ska givetvis inte lastas för eventuella kvarvarande brister i rapporten. Bokens författare ansvarar helt och hållet för de analyser, slutsatser och förslag som presenteras. SNS som organisation tar heller inte ställning till dessa. SNS har som uppdrag att initiera och presentera forskningsbaserade analyser av viktiga samhällsfrågor.

Tack också till Gabriella Stjärnberg på SNS Förlag som hantlerat produktionen av rapporten och till Jan Wallanders och Tom Hedelius Stiftelse som gjort arbetet med Konjunkturrådsrapporten möjligt genom finansiellt stöd.

Stockholm i december 2011

ANDERS VREDIN

Ordförande i 2012 års Konjunkturråd och

Vd, SNS 2010–2011

1 2 3 4 5

Den ekonomiska krisen i Sverige och omvärlden

Under hösten 2011 har det rått stor osäkerhet om vart den ekonomiska konjunkturen i världen, särskilt i Europa, är på väg. Det har rått osäkerhet om hur statskuldkriserna i Grekland och andra länder ska hanteras. Det har rått osäkerhet om tillståndet i banksektorn och om vilka åtgärder som behövs för att hantera bankernas problem. Och det har rått osäkerhet om hur ansvaret för att hantera problemen ska fördelas, både när det gäller ansvarsfördelningen *inom* olika länder (mellan regeringar, centralbanker, finansinspektioner och andra myndigheter) och ansvarsfördelningen *mellan* länder. Osäkerheten har i sig haft negativa effekter på den ekonomiska aktiviteten, eftersom hushåll och företag skjuter på beslut om nya utgifter när de inte vet vilka förändringar av den ekonomiska politiken som kommer att ske.

De senaste årens ekonomiska kris i Europa och USA föregicks av en lång period av synbarligen god ekonomisk utveckling. I Sverige och i många andra länder utmärktes andra halvan av 1990-talet och början av 2000-talet av låg och stabil inflation i ett historiskt perspektiv. Stabiliseringen av inflationen hade uppnåtts utan synbart negativa effekter på den ekonomiska tillväxten. Tvärtom var tillväxten relativt hög och stabil jämfört med tidigare erfarenheter. I

Stort lugn
följdes av
finansiell kris

den internationella ekonomisk-politiska debatten hade man börjat beteckna den gynnsamma, relativt stabila perioden från 1990-talet och framåt som *The Great Moderation* – ungefär »det stora lugnet«. Denna period står i skarp kontrast till den djupa lågkonjunktur som drabbade världsekonomin under 1930-talet och som allmänt går under beteckningen *The Great Depression* – den stora depressionen. Den överlag positiva utvecklingen under *The Great Moderation* har tillskrivits en rad olika faktorer, inte minst ökad konkurrens till följd av avregleringar inom länderna och friare rörlighet av varor, tjänster, arbetskraft och kapital mellan länder i samband med den allmänna globaliseringen. En bättre stabiliseringspolitik uppfattas också ha bidragit, främst till att allt självständigare centralbanker lyckats få inflationen lägre och mer stabil än under 1970- och 1980-talen. En möjlig tolkning är också att man från mitten på 1980-talet och framåt helt enkelt hade haft mer *tur* än tidigare i bemärkelsen att ekonomin drabbats av färre allvarliga chocker.

Den senaste ekonomiska krisen i USA och Europa utlöstes av problem på de finansiella marknaderna som blev tydliga under 2007 och 2008. Nu talar man allmänt om den senaste krisen som *The Great Recession* – den stora tillbakagången.¹ I inledningen av krisen fokuserades både politiken och debatten på hanteringen av de akuta problemen på de finansiella marknaderna och på att utforma finans- och penningpolitiken för att dämpa nedgången i den ekonomiska aktiviteten. Efterhand har arbetet intensifierats med att skapa förutsättningar för bättre övervakning och bättre regleringar av de finansiella marknaderna. Men den konkreta utformningen av finans- och penningpolitiken, både före och under krisen, har också ifrågasatts i allt högre grad.

Utformningen
av finans- och
penningpolitiken
ifrågasatt

De senaste årens dramatiska händelser har gjort att man kommit att ifrågasätta om *The Great Moderation* verkligen var ett resultat av en väl utformad stabiliseringspolitik. Nu ifrågasätts eurons framtid och därmed hela EU-projektet, i stor utsträckning till följd

1. Detta uttryck har blivit den allmänt förekommande benämningen för den recession som drabbade stora delar av världsekonomin 2008; det tycks ha använts första gången i Wall Street Journal den 8 april 2010.

av brister i finanspolitiken i många euroländer. Vilka restriktioner den gemensamma penningpolitiken innebär för medlemsländernas finanspolitik är långt ifrån klart, men att förändringar i de finanspolitiska regelverken behövs är uppenbart. Upplägget av finans- och penningpolitiken i USA är också starkt ifrågasatt, även om problemen i USA hamnat i bakgrunden under hösten 2011 på grund av utvecklingen i Europa. Det kommer att behövas rejäla reformer både i USA och Europa för att skapa förutsättningar för långsiktigt hållbara statsfinanser, öka den makroekonomiska stabiliteten och minska riskerna för framtida kriser.

Förändringar i finanspolitiska regelverk behövs

I efterhand framstår det tydligt att obalanser i världsekonomin hade byggts upp under en längre tid och att det inte bara är de finansiella marknadernas funktionssätt som legat bakom krisen och som behöver förbättras. Den finansiella krisen blottade mer långsiktiga strukturella problem, inte minst av finanspolitisk karaktär. Men centralbankernas politik har också ifrågasatts. Var de alltför passiva i sin bevakning av de finansiella marknaderna före krisen? Och hur ska de nu väga åtgärder för att förbättra den finansiella stabiliteten mot åtgärder för att, framför allt, stabilisera inflationen men möjligen också konjunkturen? Låga räntor och andra åtgärder kan behövas för att dämpa nedgången i den ekonomiska aktiviteten och skapa finansiell stabilitet på kort sikt, men medför samtidigt risker för hög inflation, finansiell instabilitet och nya kriser på längre sikt.

Låga räntor kan medföra risker på sikt

Situationen i Sverige är väsentligt annorlunda nu än den var under krisen i början av 1990-talet. I samband med den kris som Sverige genomgick då gjordes en rad förändringar av den ekonomiska politiken som bidragit till att Sverige drabbats förhållandevis lindrigt av den senaste krisen. Nya regler för finanspolitiken infördes, som skapat större balans mellan offentliga utgifter och inkomster och mindre offentlig skuld. Riksbanken fick ökad självständighet och uppgiften att fokusera penningpolitiken på att uppnå låg och stabil inflation. Ändå har kritik riktats mot finans- och penningpolitiken även i Sverige under senare år. Både regeringen och Riksbanken har kritiserats för att inte ta tillräcklig hänsyn till det låga resursutnyttjandet och den höga arbetslösheten. Hur ansvaret för

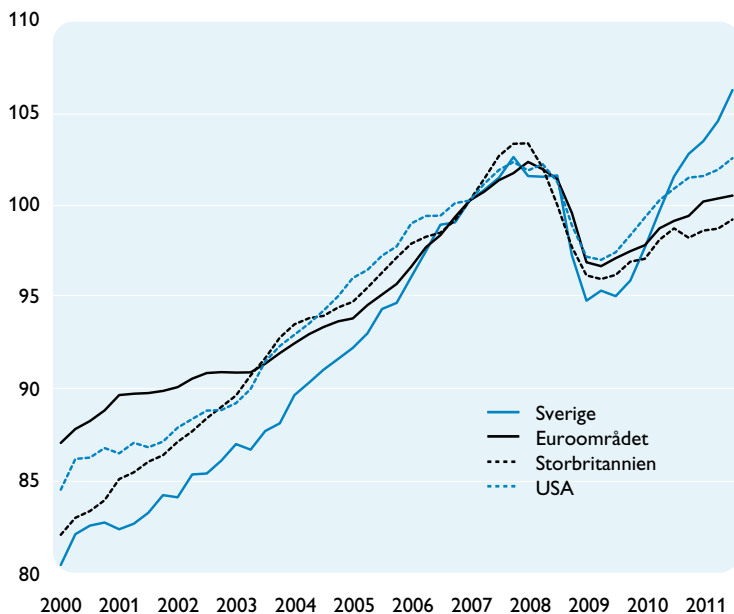
den finansiella stabiliteten ska fördelas mellan olika myndigheter har, i krisens spår, varit föremål för intensiv debatt och flera utredningar. Uppenbarligen har reformerna av finanspolitiken och penningpolitiken inte försäkrat oss mot risken att finansiell instabilitet byggts upp även i Sverige. Har det finanspolitiska ramverket och Riksbankens inflationsmål satt en alltför snäv tvångströja på stabiliseringspolitiken i Sverige? Eller har just dessa spelregler gjort att Sveriges ekonomi är i bättre skick än många andra länders?

Det finns skäl för en grundlig diskussion om finans- och penningpolitiken även i Sverige. Den bör handla både om utformningen av det stabiliseringspolitiska ramverket, om regeringen och Riksbanken följt reglerna i tillräcklig grad eller gjort rimliga avsteg från dem, och om de senaste årens erfarenhet ger anledning till förändringar i ramverket. Det är mot denna bakgrund vi valt att ge 2012 års rapport från SNS Konjunkturråd temat »Enkla regler, svåra tider – behöver stabiliseringspolitiken förändras?«.

I detta kapitel inleder vi vår diskussion med att jämföra den ekonomiska utvecklingen i Sverige med den i omvärlden. Vi identifierar ett antal punkter där vidare diskussion av det ekonomiskpolitiska ramverket är särskilt motiverad. Kapitlet avslutas med en sammanfattning av innehållet i resten av rapporten och av de viktigaste slutsatserna.

Djup nedgång och hög arbetslöshet

Oavsett om det råder hög- eller lågkonjunktur sker det normalt en ökning i produktionen varje år. I toppen av en högkonjunktur har den ekonomiska tillväxten som regel redan börjat falla, för att under nedgångsfasen vara lägre än normalt, innan det sedan sker en återhämtning med stigande produktionstillväxt. Vanligtvis faller inte produktionsnivån, utan det handlar om högre eller lägre *tillväxt*. Den senaste krisen har varit ovanlig i så måtto att den faktiskt inneburit en nedgång i produktionen i USA och Europa, inte bara lägre tillväxt. Hur djup man ska uppfatta att nedgången varit, och hur mycket återhämtning som hittills har skett, beror på vad man



Figur 1.1 Stark ekonomisk tillväxt i Sverige.

Anm.: Säsongs- och kalenderkorrigerad BNP. Index 100 = 2007kv1 volymer och fasta växelkurser, basår 2005.

Källa: Eurostat.

betraktar som en normal tillväxttakt. USA har under många år haft en snabbare ekonomisk tillväxt än Europa, både på grund av en snabbare befolkningstillväxt och starkare tillväxt i produktionen per sysselsatt.

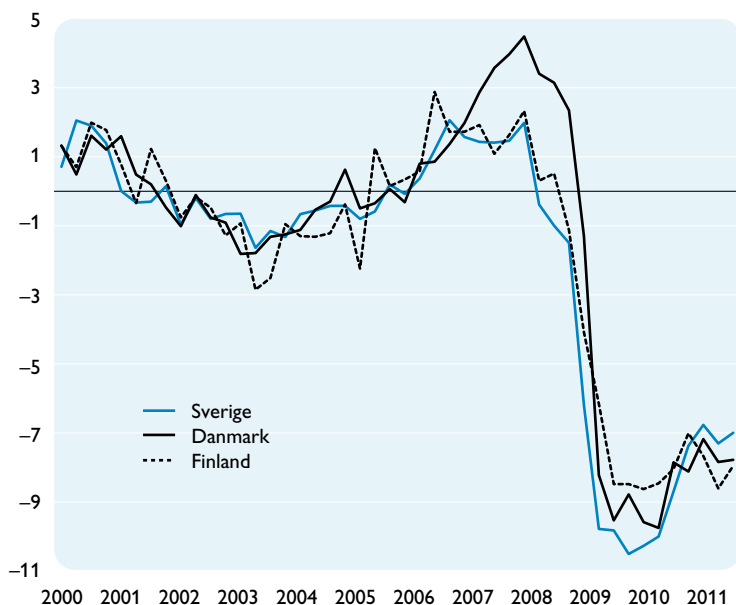
En bra utgångspunkt för en diskussion av dessa frågor är figur 1.1 som visar den ekonomiska tillväxten i termer av bruttonationalproduktens (BNP:s) utveckling sedan 2000. Sverige hade fram till och med 2007 en starkare tillväxt än både USA och euroområdet. Nedgången i världsekonomin under 2008 och 2009 drabbade Sverige hårt på grund av det stora exportberoendet. I gengäld bidrog exportberoendet också till en snabbare återhämtning under 2010. Sverige kom i och med detta, i likhet med USA, upp till ungefär

Nedgången drabbade Sverige hårt

Snabbare återhämtning i Sverige

samma nivå på den samlade produktionen som före krisens utbrott. Återhämtningen har varit betydligt svagare i euroområdet och Storbritannien.

En intressant fråga – som dock inte har något givet svar – är hur stor produktionsförlust den finansiella krisen och lågkonjunkturen i dess spår har inneburit. Ett sätt att belysa detta är att jämföra BNP:s faktiska nivå med en hypotetisk nivå som skulle uppnåtts om den ekonomiska tillväxten från 2007 och framåt varit densamma som genomsnittstillväxten 2000–2006. Sådana jämförelser görs i figur 1.2a–c. För varje land har vi alltså estimerat en BNP-trend baserad på utvecklingen 2000–2006, dragit ut denna trend för åren därefter, och sedan mätt skillnaden mellan faktisk BNP-nivå och trendni-



Figur 1.2a Produktion långt under trend.

Anm.: Säsongs- och kalenderkorrigerade BNP (volym och fasta växelkurser, basår = 2005).

Procentuell avvikelse från trend skattad på perioden 2000kv1–2006kv4.

Källa: Eurostat.

vån. Vi ser att Sveriges BNP-nivå under 2009 hamnade omkring 10 procent under trenden och att gapet under 2011 varit omkring 7 procent. Danmark och Finland har haft en likartad utveckling. När vi jämför Sverige med USA blir intrycket ungefär detsamma som från figur 1.1. Nedgången i Sverige var kraftigare, återhämtningen har i gengäld varit något snabbare, och 2011 var gapet i förhållande till trenden ungefär lika stort i Sverige som i USA. Nedgången i Storbritannien var ungefär lika stor som i Sverige, men återhämtningen har där varit mycket svagare. Gapet i förhållande till trenden ökade i Storbritannien under 2010.

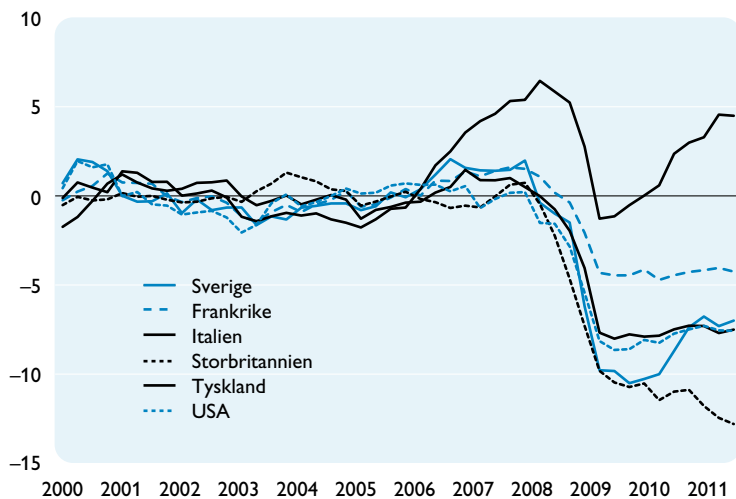
Mellan länderna i euroområdet råder det stora skillnader när det gäller krisens effekter på produktionen. Figur 1.1 visade att produktionen i euroområdet som helhet föll mindre 2008–2009 än i Sverige, men också att återhämtningen gått långsammare. Figur 1.2b visar att krisen för Tysklands del innebar en nedgång till ungefär trendmässig produktionsnivå och att det sedan skett en snabb återhämtning. Även Frankrike har haft en måttlig nedgång i förhållande till sin trend och avvikelsen från trend var i början av 2011 mindre än i Sverige. Produktionen i Irland och Grekland ligger mycket mer under trend än vad den gör i andra länder, inklusive Sverige (se figur 1.2c).

Bilderna över BNP:s avvikelse från trend som mått på konjunkturläget bör tas med en stor nypa salt eftersom trender kan mätas på olika sätt. Men figurerna visar ändå att Sverige inte i alla avseenden lyckats avsevärt bättre än andra länder under den senaste ekonomiska krisen.

Utvecklingen av arbetslösheten i figur 1.3a–c, ger ungefär samma intryck som BNP-utvecklingen. Det har skett en förbättring under 2010 och 2011, men arbetslösheten är fortfarande hög. Sverige och Finland gick in i krisen med en högre arbetslöshet än Danmark och USA, länder som dock fick se en kraftigare uppgång i arbetslösheten under krisen. Tyskland hade högre arbetslöshet än Sverige före krisen, men lägre nu. Under krisen har arbetsmarknaden försvagats ungefär lika mycket i Sverige som i Storbritannien, men Storbritannien hade något lägre arbetslöshet i utgångsläget.

Stora skillnader inom euroområdet

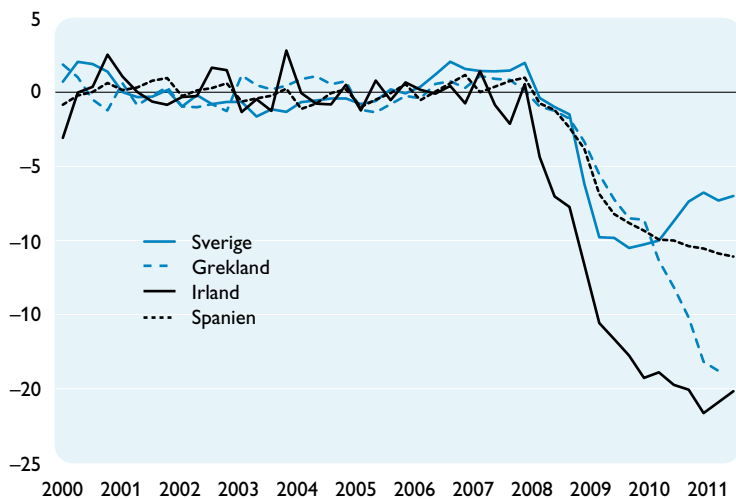
Varaktigt låg arbetslöshet



Figur 1.2b Produktion långt under trend.

Anm.: Som figur 1.2a.

Källa: Som figur 1.2a.

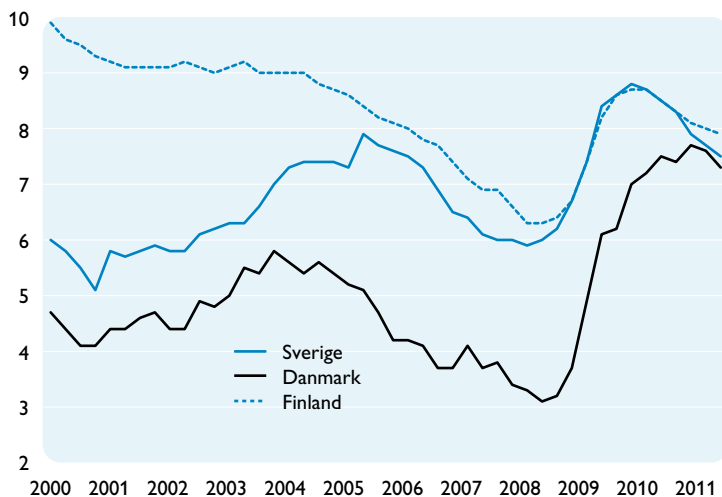


Figur 1.2c Produktion långt under trend.

Anm.: Som figur 1.2a.

Källa: Som figur 1.2a. För Grekland saknas 2011kv2.

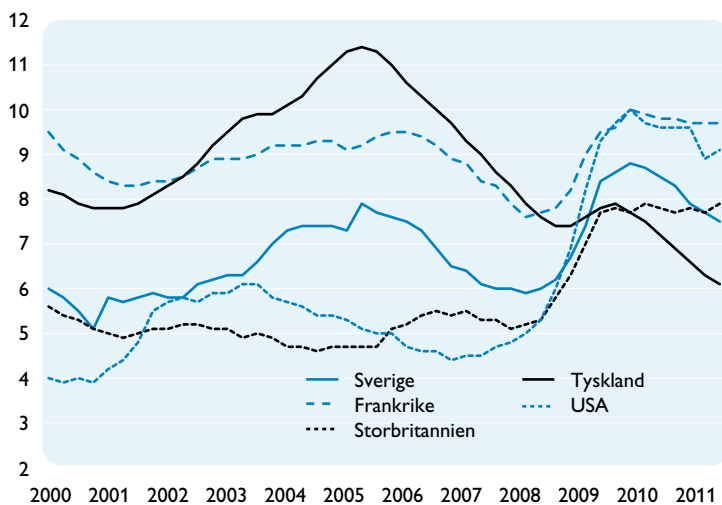
DEN EKONOMISKA KRISEN I SVERIGE OCH OMVÄRLDEN



Figur 1.3a Hög arbetslöshet.

Anm.: Arbetslöshetsnivå, procent av den totala arbetskraften. Säsongsrensade siffror.

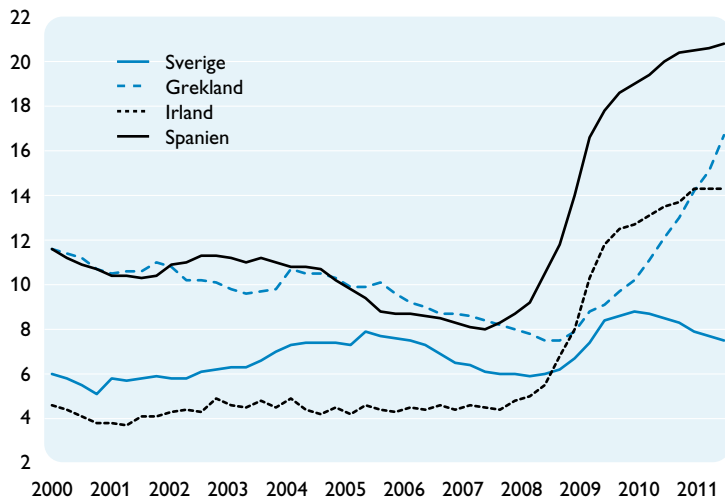
Källa: Eurostat.



Figur 1.3b Hög arbetslöshet.

Anm.: Som figur 1.3a

Källa: Som figur 1.3a.



Figur 1.3c Hög arbetslöshet.

Anm.: Som figur 1.3a.

Källa: Som figur 1.3a.

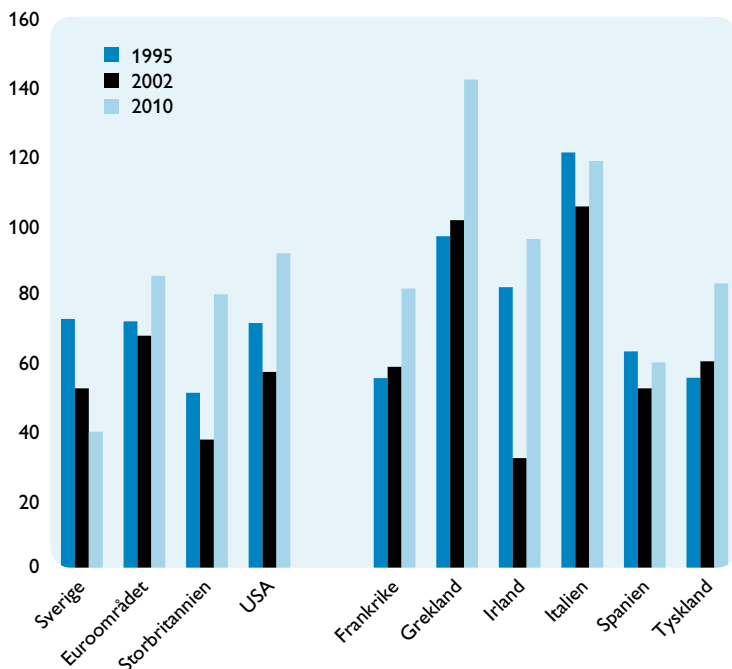
Så länge vi inte jämför Sverige med riktiga krishärdar som Irland, Grekland och Spanien, har arbetslösheten i Sverige utvecklats normalt jämfört med andra länder.

Bättre balans i de offentliga finanserna i Sverige

På ett område har dock utvecklingen i Sverige varit betydligt bättre än i de flesta andra länder: de offentliga finanserna. Andra länder har de senaste åren uppvisat underskott i de offentliga finanserna och öknings av den offentliga skulden, något som påminner om situationen i Sverige under krisen i början av 1990-talet.

Figur 1.4 visar den offentliga skulden i förhållande till BNP, den så kallade skuldkvoten. I Sverige steg skuldkvoten under krisen i början av 1990-talet ungefär lika mycket som den gjort i USA och Storbritannien på senare år, medan den offentliga skulden inte ökat alls i Sverige under den senaste krisen. I euroområdet är det

som bekant väldigt stora skillnader mellan länderna. Italien och Tyskland har båda haft en ökning av den offentliga skulden under en längre tid, men den italienska skuldkvoten ligger på en avsevärt högre nivå. Kraftiga ökning av de offentliga skulderna inom euroområdet har skett i Grekland och Irland. Irland hade före krisen en lägre skuld än Sverige men har nu en skuldkvot på omkring 100 procent av BNP. Euroområdet som helhet hade en högre nivå på den offentliga skuldkvoten före krisen än exempelvis USA, Storbritannien och Sverige. När det gäller nivån på den offentliga skulden har alltså Sverige haft en anmärkningsvärt bättre utveckling än andra länder under den senaste krisen.



Figur 1.4 Låg offentlig skuld i Sverige.

Anm.: Offentlig sektors konsoliderade bruttoskuld, procent av BNP.

Källa: Europeiska kommissionen.

Hög offentlig skuld skapar problem

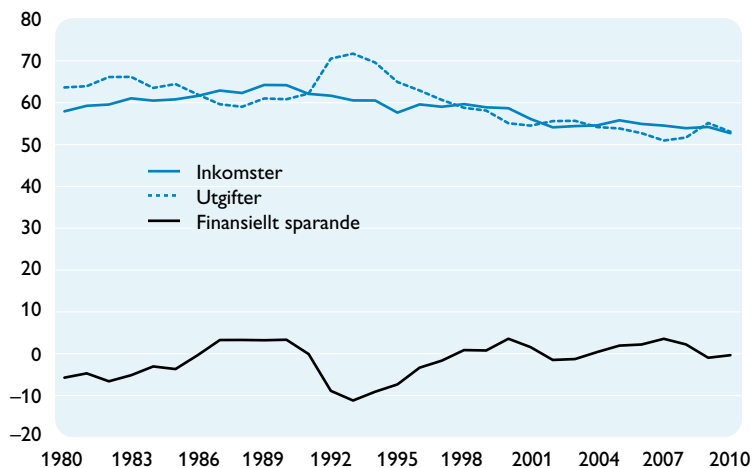
En hög offentlig skuld skapar problem på olika sätt. För det första ska staten betala ränta på skulden, vilket innebär att en stor del av skatteintäkterna inte kan användas för andra angelägna syften såsom offentlig konsumtion och investeringar och olika typer av transfereringar till hushållen. För det andra innebär en stor offentlig skuld begränsningar i möjligheterna att hantera negativa störningar till ekonomin. För att inte skulden ska öka ytterligare behöver staten ha ett överskott mellan skatteintäkter och statliga utgifter som täcker ränteutgifterna. Detta innebär påfrestningar på den ekonomiska politiken i en lågkonjunktur, när man helst skulle vilja tillåta ett visst underskott i statens finanser. För det tredje, vilket är ett påtagligt problem för flera europeiska länder idag, tenderar den ränta som staten får betala på sina lån att bli högre med stigande offentliga skulder.²

Figur 1.5a–d ger en bakgrund till de offentliga skuldernas utveckling. Figuren visar de offentliga inkomsterna, framför allt skatteinkomster, och utgifterna som andel av BNP, liksom skillnaden mellan inkomster och utgifter, det vill säga budgetunderskottet.³ I Sverige sköt de offentliga utgifterna i höjden under 1990-talskrisen, men skatteinkomsterna steg inte utan sjönk snarare, vilket resulterade i ett stort budgetunderskott. Sedan 1990-talskrisen har såväl skatter som offentliga utgifter vuxit långsammare än ekonomin som helhet. Budgetunderskottet var som störst 1993 och under 2000-talet har budgeten mestadels uppvisat överskott.

Utvecklingen i euroområdet, USA och Storbritannien som hel-

2. När skulden blir tillräckligt stor och det uppstår misstankar om att den låntagande staten kan få problem med att betala sina skulder börjar långivare begära riskpremier och därför högre räntor för att låna ut pengar till landet. De högre räntorna kan leda till en nedgång i ekonomin och lägre BNP-tillväxt som gör att skuldkvoten ökar ytterligare. Denna typ av »snöbollseffekter« gör att skuldkvoten kan växa mycket snabbt när den väl nått en viss nivå.

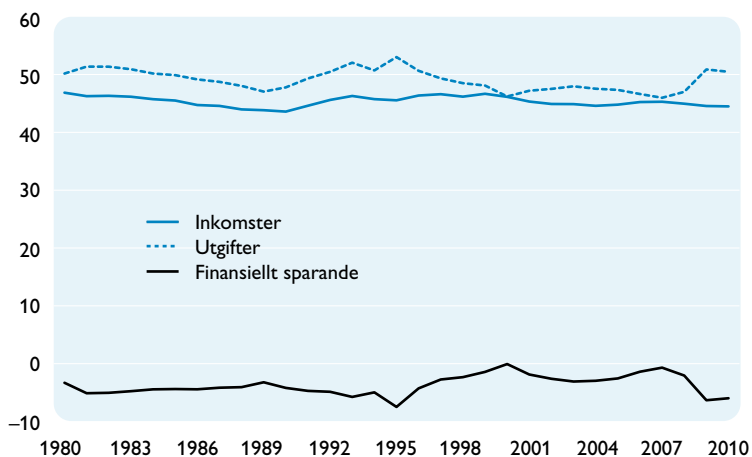
3. I figur 1.5a–d visas inkomster och utgifter för den konsoliderade offentliga sektorn (general government). Med budgetunderskott avses här följaktligen den konsoliderade offentliga sektorns finansiella sparande, vilket påverkar sektorns finansiella nettoställning. Den offentliga skulden i figur 1.4 avser däremot den konsoliderade offentliga sektorns finansiella bruttoskuld.



Figur 1.5a Sverige: Offentliga sektorns inkomster, utgifter och finansiella sparande.

Anm.: Konsoliderade offentliga sektorns inkomster, utgifter och finansiellt sparande; procent av BNP.

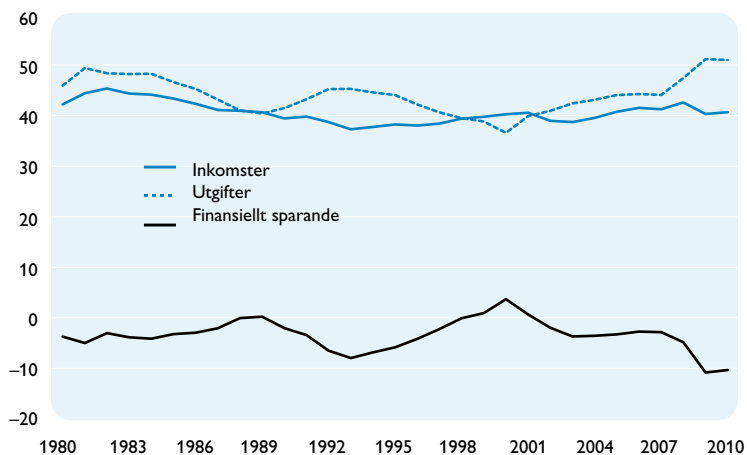
Källa: OECD Economic Outlook 89.



Figur 1.5b Euroområdet: Offentliga sektorns inkomster, utgifter och finansiella sparande.

Anm.: Som figur 1.5a. Euroområdet representeras här av EA15 vilket inkluderar samtliga euroländer som ingår i OECD. Därmed exkluderas Cypern och Malta.

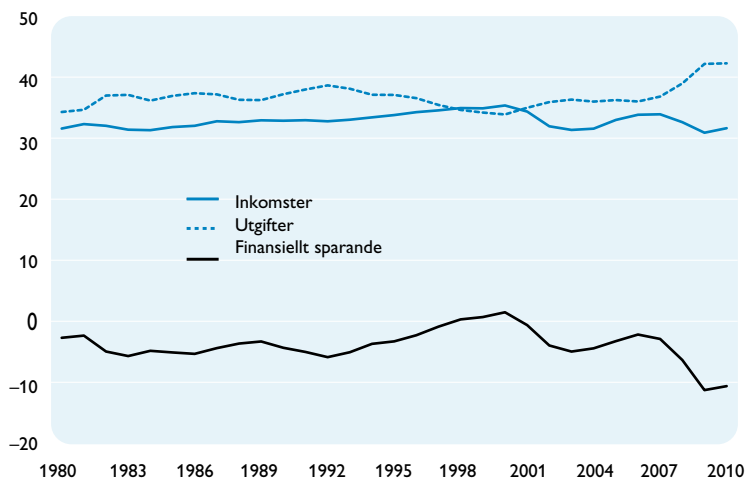
Källa: Som figur 1.5a.



Figur 1.5c Storbritannien: Offentliga sektorns inkomster, utgifter och finansiella sparande.

Anm.: Som figur 1.5a.

Källa: Som figur 1.5a.



Figur 1.5d USA: Offentliga sektorns inkomster, utgifter och finansiella sparande.

Anm.: Som figur 1.5a.

Källa: Som figur 1.5a.

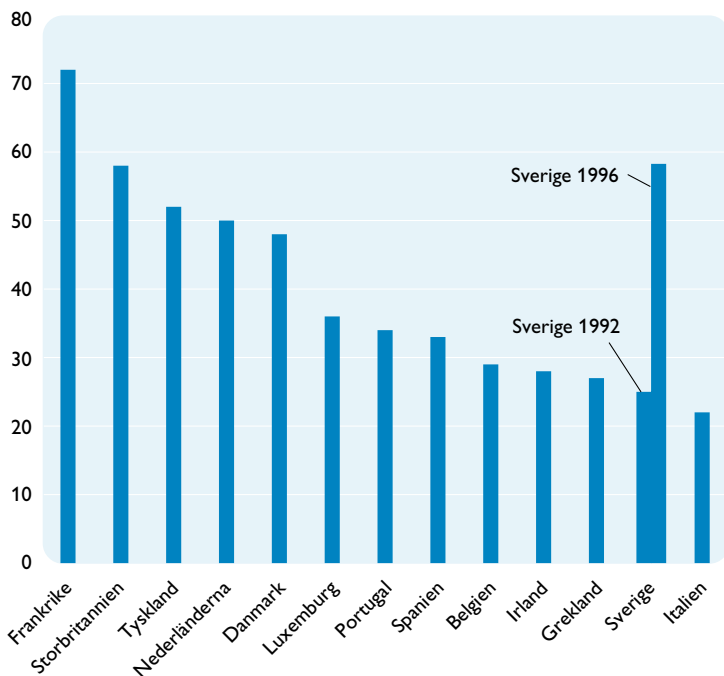
het visar slående likheter. Under 2000-talet har de offentliga utgifterna vuxit snabbare än BNP, medan skatteintäkterna varit ungefär oförändrade i Storbritannien och euroområdet. I USA har skatteintäkterna till och med fallit i förhållande till BNP. Det har också funnits ett i stort sett *permanent* gap mellan offentliga utgifter och inkomster. Att de offentliga finanserna var i balans kring millennieskiftet (före den så kallade IT-kraschen) verkar mer ha varit undantaget som bekräftar regeln. Den ekonomiska tillväxtens betydelse bör också betonas. USA har inte haft bättre balans i sina offentliga finanser än euroområdet, men tack vare en högre ekonomisk tillväxt har skuldkvoten, fram till den senaste krisen, kunnat hållas på en relativt lägre nivå i USA än i euroområdet.

Permanent gap mellan offentliga utgifter och inkomster i USA, euroområdet och Storbritannien

Vikten av finanspolitiska regler

Mot denna bakgrund kan man konstatera att problemen med de offentliga finanserna i USA, euroområdet och Storbritannien är av *långsiktig* natur – även om de förvärrats under den senaste krisen. De finanspolitiska åtgärder som behöver vidtas handlar därför inte bara om att besluta om »paket« av nödvändiga skattechöjningar och utgiftsminskningar. Det är ännu viktigare att skapa nya ramverk för finanspolitiken så att en lång historia av ständiga underskott kan övergå till en framtid med överskott eller åtminstone balans i de offentliga utgifterna. Sverige genomförde en rad reformer av det finanspolitiska ramverket efter krisen i början av 1990-talet. Det statliga budgetunderskottet var förstås anledningen till reformerna, men en annan drivkraft var att politikerna uppmärksammades på brister i den statliga budgetprocessen (se Molander, 2001).

I slutet av 1980-talet och början av 1990-talet pågick en intensiv diskussion bland både forskare och politiker om vikten av regler (normer) för den ekonomiska politiken. Det observerades till exempel att inflationen normalt var relativt låg i länder där centralbanken hade en relativt hög grad av självständighet i förhållande till



Figur 1.6 Stramare budgetprocess i Sverige.

Anm.: Index över stramheten i den statliga budgetprocessen.

Källa: Molander 2001.

*Reformer
gav Sverige
stramare
budgetprocess*

det politiska systemet.⁴ På motsvarande sätt gjordes beräkningar av graden av stramhet i den statliga budgetprocessen och resultaten jämfördes med graden av balans i de offentliga finanserna. Det visade sig då att den svenska budgetprocessen kunde karakteriseras som en av de minst strama: stramare än i Italien, men mindre stram än i Grekland. Denna observation, och det akuta behovet av att komma tillrätta med budgetunderskottet, ledde till reformer som medförde att Sverige några år senare i stället tillhörde de länder som hade de stramaste budgetprocesserna – se figur 1.6.

4. Se Riksbanksutredningen (SOU 1993:20) för en sammanfattning av litteraturen och argumenten.

I korthet består det nuvarande svenska finanspolitiska ramverket av ett uppifrån- och nerperspektiv i budgetprocessen, ett överskottsmål, ett utgiftstak, ett kommunalt balanskrav, de europeiska budgetreglerna och det finanspolitiska rådet. Även om det råder enighet om att det finanspolitiska ramverket skapat sunda offentliga finanser som underlättade de senaste årens krishantering, så har det höjts kritiska röster mot utformningen av flera av reglerna. Överskottsmålet, som stipulerar att den offentliga sektorns finansiella sparande ska vara 1 procent av BNP över en konjunkturcykel, har exempelvis kritiserats för att det omfattar finansiellt snarare än totalt sparande vilket har ansetts skapa svaga incitament för investeringar.⁵ Förutom att överskottsmålet ger upphov till ett stort offentligt sparande är det privata sparandet också högt. Som vi visar i kapitel 3 är samtidigt investeringarna i infrastruktur och fastigheter i Sverige låga ur ett internationellt och historiskt perspektiv. Detta gör att Sverige har ett stort bytesbalansöverskott och därmed bidrar till de globala obalanserna. Vi återkommer till sambandet mellan sparande och investeringar i kapitel 3 i denna rapport.

Överskottsmålet har kritiserats

Låg inflation före och under krisen

Sverige reformerade inte bara finanspolitiken efter 1990-talskrisen. Det penningpolitiska ramverket förändrades också. Den misslyckade ambitionen att hålla kronans värde fast mot ett genomsnitt av olika europeiska valutor övergavs. I stället tilläts kronans värde flyta fritt i november 1992 och penningpolitiken har sedan dess styrts av ett inflationsmål. Riksbankens ställning i förhållande till regering och riksdag blev samtidigt gradvis alltmer självständig. Denna utveckling beskrivs mer i detalj i kapitel 5.

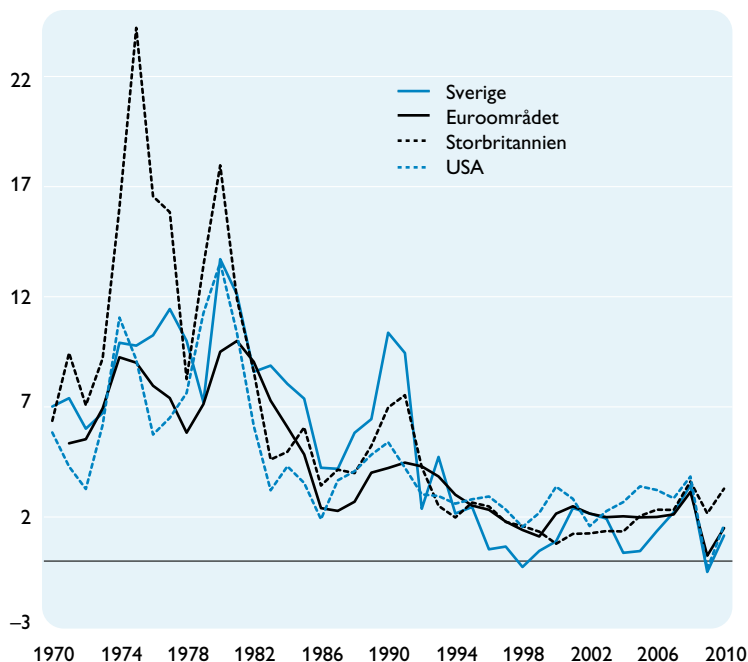
En bild av det penningpolitiska regimskiftet ges i figur 1.7 som visar inflationens utveckling i Sverige, euroområdet, Storbritannien och USA. Under 1970- och 1980-talen låg inflationen typiskt på 5–10 procent årligen, ibland till och med högre, men har sedan

Låg och stabil inflation viktigt mål

5. Se bland annat Bäckström (2007) och Lindbeck (2008).

början av 1990-talet stabiliserats runt 0–5 procent per år. Låg och stabil inflation har blivit ett viktigt mål för den ekonomiska politiken och centralbankerna har fått ökad självständighet i sitt arbete för att uppnå detta mål. I dessa avseenden finns betydande likheter mellan penningpolitiken i Sverige, USA, euroområdet och Storbritannien.

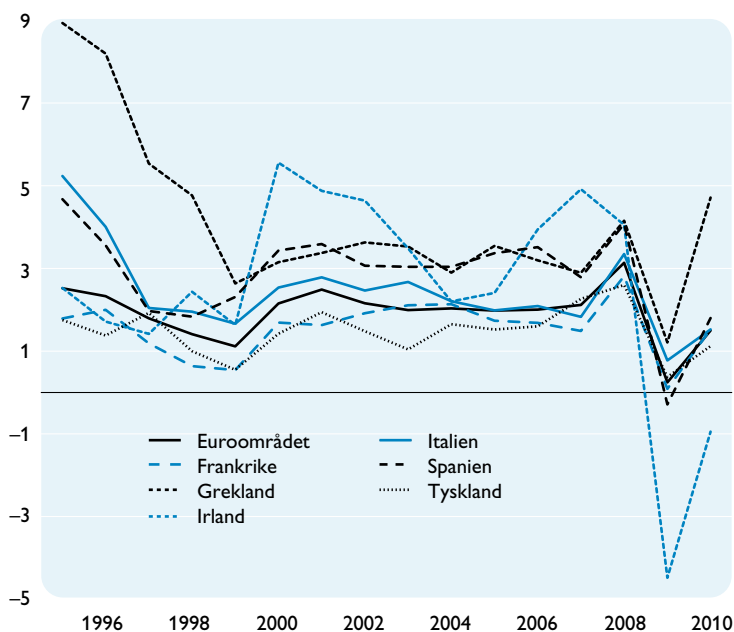
Men det finns också betydande skillnader. Sveriges riksbank och Bank of England har explicita mål för inflationen, vilket inte Federal Reserve i USA har. Hur viktig denna skillnad är i praktiken är en öppen fråga, allra helst som det inte är helt uppenbart hur



Figur 1.7 Lägre inflation.

Anm.: Procentuell förändring av KPI jämfört med föregående år. Euroområdet exklusive Malta och Cypern.

Källa: OECD; Viktat genomsnitt för euroområdet.



Figur 1.8 Inflation i euroområdet.

Anm.: Som figur 1.7.

Källa: Som figur 1.7.

ett inflationsmål bör definieras mer exakt. Även i Sverige, där det officiella målet är uttryckt i termer av konsumentprisindex (KPI), påverkas de penningpolitiska besluten av utvecklingen av andra mått på inflationen. Centralbankerna i alla länderna bevakar noggrant olika mått på den så kallade underliggande inflationen (*core inflation*).

I Federal Reserves instruktioner ingår inte bara att man ska hålla inflationen låg och stabil; man ska också bedriva penningpolitik i syfte att nå hög tillväxt och sysselsättning. Någon motsvarande formulering finns inte i lagstiftningen för Sveriges riksbank.

En viktig skillnad mellan exempelvis Sverige och Storbritannien å den ena sidan och USA och euroområdet å den andra, är

*Skillnader i
inflationstakt
inom euroom-
rådet*

att Sveriges och Storbritanniens penningpolitik är utformade för betydligt mindre »valutaområden«. Även om den gemensamma penningpolitiken i euroområdet lyckats stabilisera inflationen på en låg nivå för området som helhet, har den inte kunnat förhindra skillnader i inflationstakt mellan de olika länderna i valutaunionen; se figur 1.8. Inflationstakten har i euroområdet som helhet legat nära ECB:s inflationsmål som stipulerar att den årliga inflationen ska vara »nära men under 2 procent«, men detta döljer relativt stora skillnader i inflationstakt mellan länderna. I Tyskland har inflationen, precis som i Sverige, i genomsnitt legat en bit under 2 procent, medan exempelvis Grekland, Spanien och Irland under långa perioder haft en inflationstakt på över 3 procent.

Vissa skillnader i inflationstakt mellan olika länder i euroområdet och, för den delen, stater i USA och regioner i Sverige, måste man acceptera. Olika regioner växer olika snabbt och vissa skillnader i inflationstakt är rimligen oundvikliga. Samtidigt finns det goda skäl att tro att skillnaderna i inflation mellan euroländerna inte bara är ett resultat av helt naturliga marknadsmekanismer, utan att även brister i annan ekonomisk politik än penningpolitiken – såsom finanspolitiken – spelat roll.

En typ av kritik som riktats mot Riksbankens penningpolitik är att den i genomsnitt varit för stram.⁶ Detta argument bygger bland annat på observationen att inflationen i genomsnitt varit lägre än de 2 procent som anges inom ramarna för inflationsmålet sedan det infördes 1993. Detta framgår tydligt av figur 1.7. I figuren ser vi också att inflationen i Sverige sedan mitten av 1990-talet i genomsnitt varit lägre än i USA, euroområdet och Storbritannien. Mycket av kritiken mot den låga inflationen bygger på tanken att den strama penningpolitiken har haft negativa konsekvenser för arbetslösheten. I figur 1.3a–c ser vi förvisso att arbetslösheten i Sverige var högre än i USA före den senaste krisen, men att den sedan stigit snabbare i USA. Vi ser också att euroområdet, som i likhet med USA haft högre inflation än Sverige, inte i allmänhet har haft lägre arbetslöshet. Irland

*Kritik mot
låg inflation i
Sverige*

6. Se till exempel Assarsson (2011).

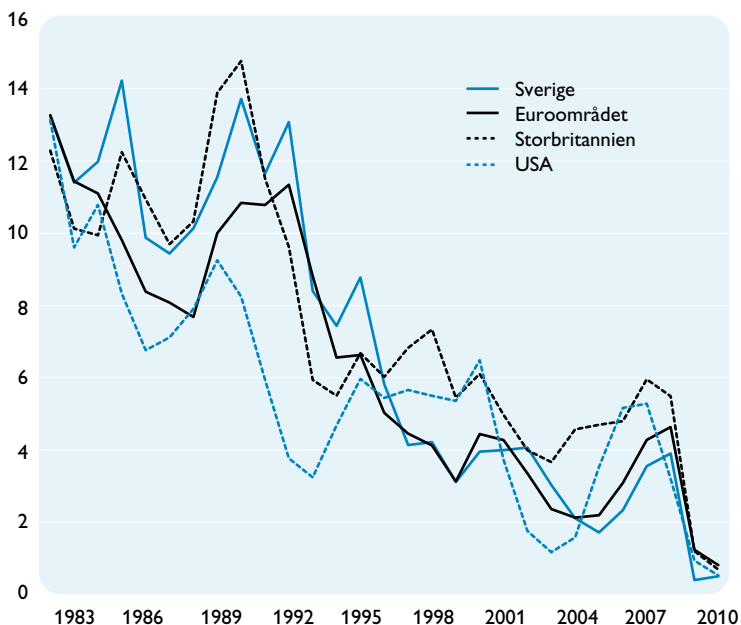
har haft lägre arbetslöshet än Sverige, men upplevt en kraftigare ökning i arbetslösheten under den senaste krisen. Detsamma gäller Danmark. Både Tyskland och Grekland hade högre arbetslöshet än Sverige 2000–2007. Därefter har arbetslösheten sjunkit under Sveriges nivå i Tyskland, men stigit kraftigt i Grekland. Dessa figurer ger alltså inte stöd för uppfattningen att det finns något enkelt samband som medför att lägre inflation alltid är förknippat med högre arbetslöshet. Att det inte finns något sådant samband – en så kallad Phillipskurva – som är stabil över tiden var en viktig lärdom av utvecklingen på 1960- och 1970-talen. Lärdomen var också att den ekonomiska politiken inte står inför något val mellan arbetslöshet och inflation, annat än möjligen på kort sikt. Vi återkommer till frågan om hur inflationsmålet bör vara utformat och om den svenska penningpolitiken tar tillräcklig hänsyn till arbetslöshet (eller något annat mått på den realekonomiska aktiviteten) i kapitel 5.

Inget enkelt samband mellan inflation och arbetslöshet

Låga räntor, höga bostadspriser

En helt annan typ av kritik som riktats mot penningpolitiken, både i Sverige och i andra länder, är att den var för expansiv före den senaste ekonomiska krisen och underbläste en »bubbla« med stark kredittillväxt, kraftigt stigande huspriser, ökad skuldsättning och ökad känslighet för störningar på de finansiella marknaderna. Figur 1.9 visar utvecklingen av kortfristiga (tremånaders) räntor och stöder bilden att ränteläget var allmänt mycket lågt redan före den senaste krisen. Räntenedgången jämfört med 1970- och 1980-talen avspeglar delvis nedväxlingen i inflationen. Det är helt naturligt att räntorna är höga när inflationen är hög och låga när inflationen är låg. Den fråga som väckts är om centralbankerna varit alltför fokuserade på inflationsstabilitet (det vill säga på att undvika deflation) och därmed bortsett från andra obalanser som varit på väg att byggas upp till följd av det låga ränteläget.

En illustration av vad som kan vara ett symptom på växande obalanser ges i figur 1.10a–b som visar bostadsprisernas utveckling. De reala bostadspriserna fördubblades i Sverige 1997–2007. Utveck-



Figur 1.9 Låga räntor.

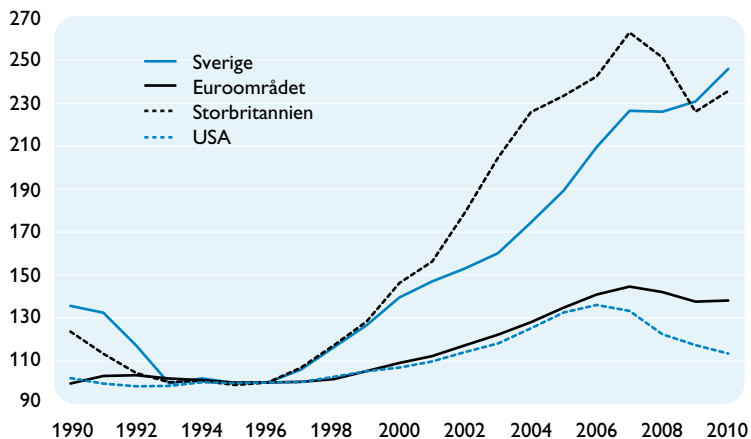
Anm.: Data över korttidsräntor; penningmarknadsränta alternativt ränta på statsskuldväxel. Euroområdet exklusive Malta och Cypern.

Källa: OECD Economic Outlook 89.

Finansiella kriser föregås ofta av snabba ökning i bostadspriser

lingen förskräcker, eftersom det skedde en snabb (och ändå inte lika snabb) uppgång i bostadspriserna i Sverige även före 1990-talskrisen. Reinhart och Rogoff (2010) har visat att det finns ett tydligt historiskt mönster i att finansiella kriser ofta föregås av snabba ökning i bostadspriserna. I Storbritannien och Irland steg bostadspriserna ännu kraftigare än i Sverige mellan 1997 och 2007. Sverige sticker ut på så sätt att bostadspriserna inte fallit under den senaste krisen utan snarare fortsatt att stiga.

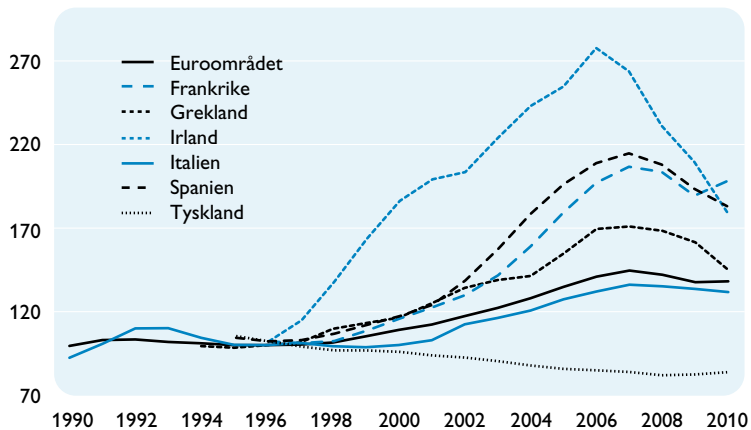
Bostadspriser styrs av många olika faktorer, som till exempel den allmänna ekonomiska tillväxten, skatter och subventioner, regleringar och befolkningsutveckling. Givetvis påverkas bostadspriserna också av tillgången och priset på krediter, något som cen-



Figur 1.10a Höga bostadspriser.

Anm.: Bostadsprisindex deflaterat med KPI, index, 1996 = 100.

Källa: BIS.



Figur 1.10b Bostadspriser inom euroområdet.

Anm.: Som figur 1.10a.

Källa: Som figur 1.10a.

tralbanken i högsta grad har inflytande över. Vi kommer i kapitel 5 att diskutera om penningpolitiken rent principiellt bör ta särskild hänsyn till utvecklingen på kreditmarknaderna och olika tecken på risker för instabilitet på de finansiella marknaderna, utöver de effekter som kan tänkas gå via inflationen.

Vi kan sammanfattningsvis konstatera att självständiga centralbanker varit inriktade på, och lyckats med, att upprätthålla en låg och stabil inflation sedan början på 1990-talet. Men detta har inte varit tillräckligt för att förhindra en ekonomisk kris. Huruvida penningpolitiken på något sätt bidrog till att krisen uppstod är en öppen fråga. Skillnaden mellan Sverige och andra länder är större när det gäller det finanspolitiska regelverket och graden av balans i de offentliga finanserna, än när det gäller det penningpolitiska regelverket och inflationen. Detta tyder på att Sverige står inför samma utmaningar som andra länder på penningpolitikens område, samtidigt som Sveriges behov av att reformera det finanspolitiska regelverket är mindre än i andra länder.

Större skillnader i finanspolitik än penningpolitik mellan Sverige och andra länder

Sammanfattning av rapporten

I detta kapitel har vi konstaterat att den makroekonomiska utvecklingen i Sverige jämfört med andra länder inte var anmärkningsvärt god under den ekonomiska krisens inledande år om man ser till vanliga indikatorer såsom BNP-tillväxt, arbetslöshet och inflation. BNP-tillväxten har visserligen varit relativt hög 2010–2011, men det ska ses mot bakgrund av att fallet i BNP 2008–2009 var ovanligt stort, och arbetslösheten är alltså hög. Däremot har Sverige, ända sedan krisen i början av 1990-talet, lyckats upprätthålla klart bättre balans mellan offentliga utgifter och skatteintäkter än andra länder. Till skillnad från många andra länder har den offentliga skulden varit relativt stabil under krisen, och budgeten är nära balans. Andra länder tvingas nu till finanspolitiska åtstramningar, medan det i Sverige fortfarande finns ett handlingsutrymme att vid behov stimulera ekonomin genom att sänka skatterna eller höja de offentliga utgifterna. Riksbanken har också ett visst utrymme att stimulera

Sverige har utrymme att stimulera ekonomin

ekonomin eftersom inflationen är lägre än i många andra länder och inflationsmålet inte verkar vara allvarligt hotat de närmaste åren.

Detta relativt gynnsamma läge väcker ändå frågor om hur stabiliseringspolitiken bör utformas. Betyder överskotten i finanserna att regeringens finanspolitik varit alltför stram? Kunde effekterna på den ekonomiska aktiviteten i Sverige av krisen i omvärlden ha dämpats genom en mer aktiv finanspolitik? Har det finanspolitiska regelverket haft en stabiliserande effekt på Sveriges ekonomi eller lägger det en alltför trång tvångströja på regeringens politik? Eller har tvärtom större sparsamhet i den offentliga sektorn än normalt behövts för att bygga upp en buffert och ett handlingsutrymme att hantera en ännu värre ekonomisk kris? Har Riksbanken gjort vad den kunnat för att stabilisera ekonomin, eller tyder den låga inflationen på att man borde hållit en lägre ränta? Eller borde tvärtom räntan varit högre för att bromsa skuldsättningen i den privata sektorn och därmed göra Sveriges ekonomi mindre känslig för nya störningar i världsekonomin och på kreditmarknaderna? Innebär det i så fall att Riksbankens uppgift att upprätthålla ett fast penningvärde måste kompletteras med andra instruktioner och nya verktyg?

Många av de frågor vi tar upp är angelägna men också komplexa. Flera av frågorna tvingas vi därför lämna obesvarade men hoppas, genom att presentera argument för och emot olika förslag och lösningar, uppmuntra till debatt och vidare forskning.

Budskapet i 2012 års rapport från SNS Konjunkturråd, *Enkla regler, svåra tider – behöver stabiliseringspolitiken förändras?*, kan sammanfattas på följande sätt:

- ☛ Noggrant utformade *ekonomisk-politiska regler och institutioner* minskar riskerna för en dålig ekonomisk politik och gynnar den ekonomiska utvecklingen på lång sikt. Men även om regler är bra i teorin är det långt ifrån uppenbart hur de bör formuleras och implementeras i praktiken. Enkla regler är tydliga och lätta att utvärdera. Samtidigt kan de leda till en sämre politik än mer komplexa och sofistikerade regler. Teoretisk och empirisk forskning tyder på att det är önskvärt att låta finans- och penningpoli-

*Enkla regler
har för- och
nackdelar*

tiken styras av enkla regler vid normala konjunktursvängningar. Däremot kan det finnas skäl att avvika från reglerna när ekonomin utsätts för extrema störningar.

Finansiell stabilitet en förutsättning för trovärdig finans- och penningpolitik

- ¶ En viktig lärdom av krisen, framför allt från erfarenheterna i andra länder, är att *finansiell stabilitet* är en förutsättning för att spelreglerna för finans- och penningpolitiken ska vara trovärdiga. Statens budget kan försvagas snabbt om den finansiella stabiliteten är hotad, och även inflationsmålet kan tvingas åsidosättas i extrema lägen.

De nuvarande ramverken för finans- och penningpolitiken är inte tillräckliga för att säkra den finansiella stabiliteten – för detta krävs nya regler som klargör både vilken instans som har i huvuduppgift att övervaka den finansiella stabiliteten och vilka verktyg den förfogar över.

- ¶ De senaste årens utveckling motiverar inte en förändrad syn på *penningpolitikens utformning*, men däremot ett förtydligande av Riksbankens uppdrag.
 - Riksbankens ansvar och befogenheter för hantering av den finansiella stabiliteten måste förtydligas. Huvudansvaret för makrotillsynen av de finansiella marknaderna kan antingen läggas helt på Riksbanken, delas mellan Riksbanken och andra myndigheter eller läggas helt utanför Riksbanken. Konjunkturrådet tycker inte att det i dagsläget är uppenbart vilken lösning som bör förordas men anser att det finns mycket som talar för en lösning där Riksbanken ges det övergripande ansvaret.
 - Eftersom man kan hävda att finansiell stabilitet är en förutsättning för prisstabilitet, så menar vi att målet om finansiell stabilitet i Riksbankslagen möjligen bör vara överordnat målet om ett fast penningvärde. Det nära sambandet mellan finansiell stabilitet och ett fast penningvärde är ett skäl till varför det blir naturligt att förlägga ansvaret för makrotillsynen till Riksbanken.
 - Vi anser inte att det finns tillräckligt starka argument för att motivera att Riksbankens nuvarande prisstabilitetsmål kom-

Mycket talar för att ge Riksbanken det övergripande ansvaret för makrotillsynen

pletteras med ett explicit mål för arbetslösheten eller konjunkturutvecklingen.

- Vi anser inte att det finns tillräckligt övertygande argument för att en höjning av inflationsmålets nivå skulle ge några stabiliseringspolitiska vinster eller sänka arbetslösheten. Man kan inte utesluta att en höjning av inflationsmålet skulle äventyra trovärdigheten för Riksbankens mål om prisstabilitet. Eftersom de eventuella vinsterna med en sådan höjning är förenade med omfattande osäkerhet så bedömer vi att inflationsmålet på 2 procent bör stå fast.

¶ *Finanspolitiken* är mer komplex än penningpolitiken och förknippad med fler politiska avvägningar. Finanspolitiken kan därför inte delegeras på samma sätt som penningpolitiken, och det går heller inte att precisera lika tydliga mål för finanspolitiken. Ett oberoende finanspolitiskt råd som analyserar om den förda politiken är förenlig med de uppsatta målen är därför ett viktigt inslag i det finanspolitiska ramverket. Konjunkturrådets bedömning är att det finanspolitiska ramverket fungerar väl. Det finns dock ett antal punkter där förändringar kan diskuteras.

- Det finanspolitiska ramverket tvingar fram en långsiktig planering för de offentliga utgifternas omfattning men inte för utgifternas sammansättning. Det finns en risk att den politiska processen driver fram offentlig konsumtion och transfereringar på bekostnad av långsiktiga investeringar. Vi föreslår att regeringen presenterar en plan för de kommande årens offentliga investeringar i samband med att utgiftstaket läggs för tre år framåt. Denna plan kan ses som ett golv för investeringsutgifterna inom ramen för utgiftstaket.
- Det kommunala balanskravet riskerar att göra finanspolitiken procyklisk på kommunal nivå så att en expansiv finanspolitik centralt riskerar att motverkas av en kontraktiv finanspolitik lokalt. Det kan därför finnas anledning att antingen mjuka upp det kommunala balanskravet eller införa en automatisk konjunkturanpassning av statsbidragen till kommunerna.

Höjning av inflationsmålet skulle kunna äventyra trovärdigheten

Tak för offentliga utgifter bör kompletteras med golv för investeringar

Finanspolitiska rådet bör granska de offentliga investeringarna

- Finanspolitiska rådets mandat bör ha en snäv inriktning som är fokuserad på om de offentliga finanserna styrs med en tillräckligt lång planeringshorisont, är långsiktigt hållbara och väl anpassade till konjunkturutvecklingen. En uppföljning av planerna för de offentliga investeringarna bör ingå i rådets granskning av finanspolitiken.
- ¶ Erfarenheterna av den senaste ekonomiska krisen tyder på att den svenska penning- och finanspolitiken huvudsakligen har varit väl utformad. Skulle den ekonomiska krisen i omvärlden förvärras och ge en djupare lågkonjunktur i Sverige, finns det utrymme – även med nuvarande regelverk – för regeringen att tillåta större underskott i de offentliga finanserna och för Riksbanken att acceptera högre inflation.

Utrymme att tillåta högre underskott och inflation

Resten av rapporten disponeras som följer.

I *kapitel 2* diskuterar vi för- och nackdelar med stabiliseringspolitiska regler och vilka lärdomar som kan dras av ekonomisk teori och av historien när det gäller den ekonomiska politikens trovärdighet. Stabiliseringspolitiska regler behövs, men »*the devil is in the details*«. Den senaste krisen har illustrerat att regler som minskar riskerna för finansiell instabilitet är nödvändiga för att finans- och penningpolitiska regler ska vara hållbara och trovärdiga.

I *kapitel 3* diskuterar vi utvecklingen av sparande och investeringar i Sverige. Utvecklingen för dessa variabler har betydelse för hur man ska se på finans- och penningpolitikens utformning i Sverige. Vi visar att hushållens skuldsättning har ökat i förhållande till de disponibla inkomsterna under de senaste decennierna, men att hushållens finansiella nettoförmögenhet ändå har ökat i förhållande till inkomsterna, eftersom även hushållens tillgångar har ökat. Det låga ränteläget har förmodligen bidragit till hushållens ökade skuldsättning medan stigande tillgångspriser och ett omfattande sparande i tjänstepensioner förmodligen har bidragit till de ökade tillgångarna. Vi visar även att de svenska investeringarna i fastigheter och infrastruktur är låga i en internationell och historisk jämförelse. Det är dock svårt att avgöra om investeringarna är *för* låga.

Att bostadsinvesteringarna i Sverige varit relativt låga talar för att bostadspriserna i Sverige i stor utsträckning påverkats av begränsningar på utbudssidan. Detta innebär att risken för en »lånedriven bostadsbubbla« möjligen är mindre i Sverige än i andra länder där efterfrågesidan haft stor betydelse. Detta är av betydelse för både finans- och penningpolitiken.

I *kapitel 4* diskuterar vi den svenska finanspolitiken. En dekomponering av den svenska statsskulden visar att konsolideringen av de offentliga finanserna efter 1990-talskrisen har bidragit till att hålla skuldkvoten på en låg nivå. En jämförelse med USA visar att man där i större utsträckning har kunnat förlita sig på hög BNP-tillväxt för att begränsa skuldkvoten. Eftersom befolkningstillväxten, och därmed även BNP-tillväxten, väntas fortsätta vara högre i USA än i Sverige kommer det även fortsättningsvis vara viktigare att begränsa statsskuldens tillväxt genom balans eller överskott i budgeten i Sverige än i USA. Vi diskuterar sedan sambandet mellan finansiella kriser och finanspolitiken, samt det finanspolitiska ramverkets utformning.

I *kapitel 5* diskuterar vi den svenska penningpolitiken. Behöver inflationsmålet formuleras om? Bör penningpolitiken fästa större vikt vid andra förhållanden, som till exempel läget på arbetsmarknaden eller risken för instabilitet på de finansiella marknaderna? Bör inflationsmålet höjas? Vi diskuterar även den viktiga frågan om vem som bör ha ansvaret för den finansiella stabiliteten. Bör Riksbanken få utökat ansvar för den finansiella stabiliteten eller bör en helt ny myndighet inrättas? Vi ger här en översikt av de argument som presenterats i debatten och diskuterar möjliga lösningar.

12345

Regler för ekonomisk politik

U

nder senare decennier har Sverige och många andra länder genomgått ett skifte mot en »regelstyrd« ekonomisk politik. I det här kapitlet går vi in på bakgrunden till denna utveckling och drar några allmänna slutsatser. I de efterföljande kapitlen utvecklas konsekvenserna av dessa slutsatser för Sverige.

*Inflationsmål
och självständig
Riksbank*

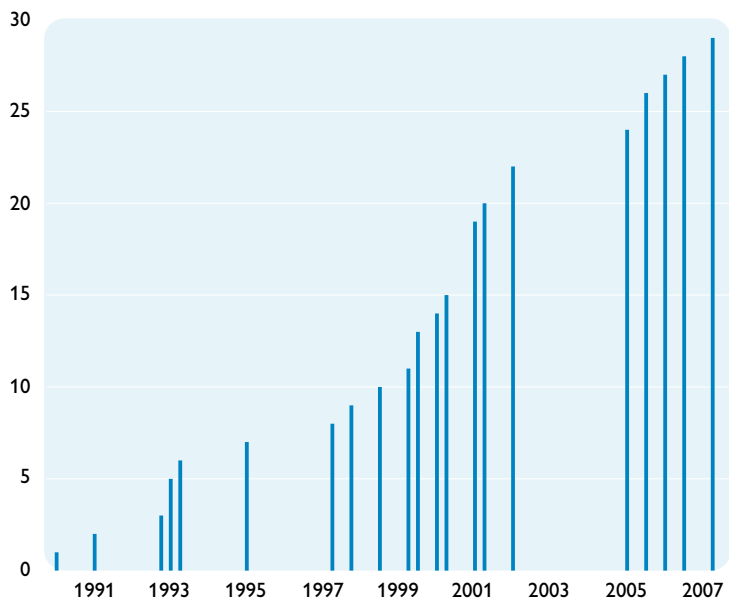
Bankkrisen och de dramatiska fluktuationerna i valutakursen mot slutet av 1992 väckte idén att Riksbanken skulle överge den fasta växelkursen och gå över till en prisstabilitetsregim, vilket realiserades 1993. I praktiken har prisstabilitetsmålet preciserats som ett tvåprocentigt mål för inflationstakten enligt konsumentprisindex. 1999 lagfästes prisstabilitetsmålet, Riksbanken fick större självständighet och det inrättades en direktion med sex ledamöter. I nuläget är Riksbankens anseende utomordentligt gott hos såväl allmänhet som i politiska kretsar och i akademien.

*Finanspoli-
tiska regler*

Sverige har dessutom gått över till ett mer regelstyrt finanspolitiskt ramverk. Normalt talar man om finanspolitiska restriktioner som regelstyrda om de uppfyller två förutsättningar: de är (a) permanenta och (b) anger siffergränser. Båda dessa förutsättningar är uppfyllda. I likhet med övriga EU-medlemsstater lyder Sverige under de restriktioner för budgetunderskott och skuldsättning i förhållande till BNP som stadgas i stabilitets- och tillväxtpakten. Sverige har dessutom infört ett överskottsmål på 1 procent för den offentliga

budgeten över hela konjunkturcykeln, och följer ett system med ett årligt utgiftstak med en bestämd budgetmarginal. Sedan 2007 har Finanspolitiska rådet bedrivit en oberoende övervakning av finanspolitiken och utvärderat i vilken utsträckning den är förenlig med de uppställda siffermålen. Det svenska finanspolitiska ramverket är vida erkänt och har kommit att fungera som förebild för andra länder. Den brittiska koalitionsregeringen av liberal-demokrater och konservativa inrättade sin »budgetenhet« (OBR) kort efter att ha tagit över regeringsmakten, och denna enhet har till stor del samma roll i den brittiska budgetprocessen som Finanspolitiska rådet i den svenska. I den danska valkampanjen i september 2011 föreslog ekonomer att landet skulle importera ett finanspolitiskt regelverk enligt svensk modell, och irländska ekonomer har varit inne på liknande tankegångar.

*Sveriges ram-
verk förebild
för andra
länder*



Figur 2.1 Antal länder som infört inflationsmål.

Källa: Svensson (2010).

Dessa utvecklingstendenser återspeglar en bredare rörelse mot regelstyrd ekonomisk politik. Idén att ha ett bestämt mål för prisnivån eller inflationen började diskuteras redan tidigt på 1900-talet, men det är först på senare tid som tanken har omsatts i praktisk politik i ett stort antal länder. Denna trend inleddes 1990 med Reserve Bank of New Zealand Act 1989. Inflationmålspolitiken har efter det spritts till ett stort antal länder (se figur 2.1).

»Strikta inflationsmål« inte populära

Den exakta utformningen varierar något mellan olika länder, men de flesta länder har ett inflationsmål som medger viss flexibilitet. Så kallade strikta inflationsmål har inte vunnit någon större popularitet. I praktiken talar man ofta om penningpolitiken i termer av förändringar av den korta räntesatsen styrda av prognoser om förväntad inflation. En stor mängd akademiska rön tyder på att en styrning av den korta räntan enligt Taylorregeln ger en relativt god beskrivning av centralbankens politik även i länder som inte följer explicita inflationsmål, som USA.

Finanspolitiska regler har en lång historia. De tillämpades ibland under 1800- och 1900-talet när statsskulden vuxit sig så stor att det uppkommit ett behov att stabilisera skuldsituationen. Ett exempel är införandet av regler om budgetbalans i Tyskland, Italien och Nederländerna efter andra världskriget, regler som sedan upphävdes när de ekonomiska förhållandena förbättrats. På senare tid har användningen av enkla numeriska regler ökat också under mindre dramatiska förhållanden. Figur 2.2 illustrerar statistik insamlad av Europeiska kommissionen över de siffersatta regler som tillämpas i EU:s ekonomier. Antalet finanspolitiska regler har ökat starkt under de senaste två decennierna även om trenden tycks ha gått tillbaka något under *The Great Recession* »den stora tillbakagången«. Också utanför Europa har användningen av finanspolitiska regler ökat starkt, särskilt i tillväxtekonomier och låginkomstländer, se IMF (2009). De finanspolitiska regelverken innefattar explicita restriktioner på utgifter, skatter, underskott och skuldsättning. De gäller för olika institutionella nivåer (exempelvis stater och kommuner), men till skillnad från i penningpolitiken består de finanspolitiska

FÖRDJUPNINGSRUTA 2.1 TAYLORREGLN

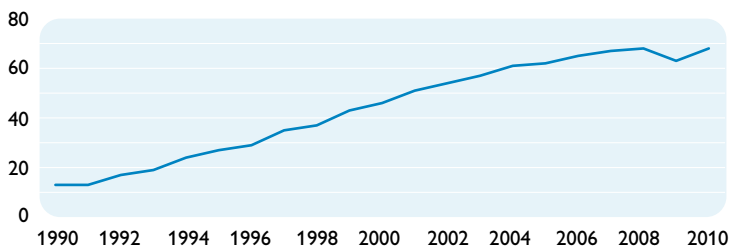
ett förslag till regel för bestämningen av centralbankens nominella korta ränta presenterades 1993 av John B. Taylor. Taylor menade att räntepolitiken borde utmärkas av tre kriterier. Det första kriteriet är att centralbanken ska utforma sin penningpolitik med hänsyn till både inflation och den reala ekonomiska aktiviteten, mätt med BNP. Det andra kriteriet är att räntan inte ska påverkas av växelkursen, förutom indirekt genom den påverkan den har på de två ovan nämnda indikatorerna. Det tredje kriteriet är att man i penningpolitiken bör arbeta med styrräntan snarare än med penningmängden. Den specifika regel Taylor föreslog kan uttryckas enligt följande:

$$i_t = r_t + \pi_t + \theta_y (y_t - y_t^*) + \theta_\pi (\pi_t - \pi_t^*) + \theta_x x_t$$

där i_t står för den nominella räntan, r_t är den naturliga realräntan, π_t är inflationen, π_t^* är inflationsmålet, y_t står för produktionen, y_t^* är en indikator för önskad produktion, x_t står för andra indikatorer som kan ha en direkt påverkan på räntesatsen och θ_y , θ_π och θ_x betecknar effekterna på räntesatsen vid avvikande värden på de tre indikatorerna.

Den ursprungliga Taylorregeln gav inget utrymme för andra störningar ($\theta_x = 0$), inflationsmålet antogs ligga oförändrat på 2 procent per år och den normala nominella räntan antogs fixerad till 4 procent. Vidare antog Taylor att $\theta_y = \theta_\pi = 0,5$. Senare forskning har med hänvisning till både empiriska och teoretiska skäl förespråkat regler där inflationen har en betydligt starkare påverkan, med θ_π på över 1.

I praktiken verkar många centralbankers styrräntor överensstämja med ett beteende som där ränteregeln baseras på ett framåtblickande inflationsmått. Därutöver behöver normala Taylorregeln grundas på något mått på önskad produktion. Detta uppfattas ofta vara den naturliga produktionsnivån (som skulle realiseras vid full sysselsättning) eller den effektiva produktionsnivån (som skulle realiseras om alla priser och löner var fullständigt flexibla). Båda dessa mått är i praktiken omöjliga att observera, även om de går att uppskatta med ekonometriska metoder. De ränteregler som används av centralbanker innebär dessutom ofta i praktiken en utjämning av ränteförändringarna över tiden. Skillnaden mellan den aktuella räntan och den räntenivå som bestäms av regeln elimineras gradvis över tiden.



Figur 2.2 Allt fler finanspolitiska regler inom EU.

Anm.: Antal finanspolitiska regler inom EU.

Källa: Europeiska kommissionen.

reglerna av restriktioner för de politiska *styrinstrumenten* (medan inflationsmål i stället handlar om *målet* för penningpolitiken).

I detta kapitel behandlas följande frågor:

- ☐ Vilka ekonomiska krafter motiverar användning av en regelstyrd ekonomisk politik?
- ☐ Vilka är de principiella skillnaderna mellan penning- och finanspolitikens ramverk?
- ☐ Går det att diskutera penningpolitiska och finanspolitiska regler separat? Finns kopplingar till finanssektorn?
- ☐ Vad säger ekonomisk teori om »optimala« regler?
- ☐ Bör det finnas en flexibilitet i tillämpningen av reglerna?
- ☐ Vad säger empiriska rön om den regelstyrda politikens effektivitet?

Argumenten för regler

Trenden i riktning mot en regelstyrd politik kan på sätt och vis te sig märklig: Om fasta regler sätter gränser för politikernas möjligheter att med politiska åtgärder reagera på ekonomiska störningar, vad är det som gör att de som utformar den ekonomiska politiken ändå tycks allt mer angelägna att införa sådana regler?

Oberoende centralbank och inflationsmål

Huvudargumentet för ett fast regelverk för penningpolitiken är välkänt och hänger samman med tidsinkonsistensproblemet med optimal politik. Om politikerna saknar mekanismer för att binda upp sig för framtiden kan penningpolitiken medföra tendenser till inflation. Stötestenen är diskrepansen mellan de ansvarigas incitament att utlova låg inflation ex ante (i förskott), samtidigt som man har incitament ex post (i efterskott) att driva fram en högre inflation när den privata sektorn väl fått förväntningar om låg inflation. Sådana skillnader mellan utfästelser om politiken ex ante och den faktiska politiken ex post uppkommer när de ansvariga inte bara bryr sig om inflationsutfallet utan även om den aggregerade ekonomiska aktiviteten (inklusive utfallet på arbetsmarknaden). I sådana situationer tar emellertid den privata sektorn hänsyn till de ansvarigas incitament ex post och har därmed högre inflationsförväntningar än vad de styrande har incitament att uttrycka ex ante. Resultatet är att det uppstår ett jämviktsläge med onödigt hög inflation (inflationbias), en kil mellan den inflationstakt som eftersträvas av de som utformar politiken och den verkliga inflationstakten.

Till följd av sådana tidsinkonsistensproblem kan politiker finna det optimalt att begränsa sin handlingsfrihet och delegera politiken till en oberoende centralbank. Den allmänna tanken med det är att delegering av penningpolitiken till en oberoende myndighet med ett tydligt mandat (till exempel ett inflationsmål) och med ett adekvat institutionellt ramverk ska eliminera incitament att avvika från penningpolitikens angivna mål ex post. Kostnaden för en sådan regel är minskad flexibilitet. Det kompenseras dock mer än väl av fördelen av att inte längre ha inflationstendenser på grund av en diskretionär politik. Det viktiga är att den monetära regimen ger ett trovärdigt ramverk för att bedriva penningpolitik. Utan trovärdighet riskerar delegeringen att bli verkningslös. Vi återkommer till detta längre fram.

En yttlig läsning av rönen från den empiriska forskningen tyder på att regelstyrd penningpolitik har varit framgångsrik när det gäller att hålla nere inflationen, givet den trend med nedåtgående inflationstakt som vi har observerat under senare årtionden (se kapitel

Penningpolitiska regler behövs för att motverka hög inflation

Minskad flexibilitet kompenseras av mindre inflationstendenser

Andra faktorer har också bidragit till lägre inflation

1). Men erfarenheterna måste tolkas försiktigt eftersom det också finns andra faktorer som bidragit till den låga inflationen (som den gradvisa avvecklingen av handelshinder internationellt). Den akademiska forskningen har inte lyckats visa att länder med inflationsmål har haft en lägre inflation än länder utan en sådan penningpolitisk regim, se Ball och Sheridan (2003). Möjligen återspeglar dock bristen på empiriskt stöd för vinsterna av system med inflationsmål en avsaknad av tillräckligt underlag för att kontrollera för endogenitet: Om enbart länder som uppvisar inflationstendenser inför inflationsmål kan det i länderjämförelser vara svårt att upptäcka fördelarna med en sådan politik.

Finanspolitiska regler

Tidsinkonsistens ett argument även för finanspolitiska regler

Tidsinkonsistens är också ett problem inom finanspolitiken. Ett välkänt exempel gäller tidsinkonsistens i optimal beskattning av kapitalinkomster. På grund av de snedvridande effekterna förespråkar konventionella ekonomiska teorier en låg (ingen) optimal beskattning av kapitalinkomster. Men i avsaknad av bindande regler har en stat med en kapitalinkomstskatt på noll procent ett starkt incitament att beskatta kapitalinkomster när kapitalstocken väl etablerats. Detta tidsinkonsistensproblem ger ett ineffektivt slutresultat med mindre privata investeringar än vad som är optimalt, eftersom den privata sektorn förväntar sig en hög beskattning av kapitalinkomster.

Det finns emellertid andra och antagligen ännu viktigare skäl än dessa till att införa en regelstyrd finanspolitik. Några argument som ofta anförs för ett fast regelverk för finanspolitiken omfattar:

Moral hazard. Finanspolitiken begränsas av budgetrestriktionen, men trots det kan det finnas ett incitament för de ansvariga att bedriva en oansvarig finanspolitik om de tror att andra aktörer skulle komma till deras undsättning om de inte skulle klara av att betala sina skulder. Detta ger upphov till ett potentiellt allvarligt problem som är ett exempel på så kallad *moral hazard*.

*Risker för över-
skuldsättning*

- ☞ Det kan exempelvis vara frestande för kommunala och regionala organ att agera ansvarslost om de kan räkna med att staten träder in och räddar dem.
- ☞ I överstatliga sammanhang – som eurosamarbetet – kan suveräna stater ha incitament till överskudsättning, om de kan räkna med att andra länder undsätter dem.
- ☞ *Moral hazard* kan också vara ett problem på regeringsnivå inom länder eftersom dagens generationer har ett incitament att skjuta över finansieringen av dagens utgifter på framtida generationer. I så fall finns det en risk att politikerna tar beslut som brister i långsiktighet. *Moral hazard* kan därmed ge upphov till »överskudsättning« och medför externa effekter för olika offentliga institutioner genom att påverka kostnaderna för skuldsättning.
- ☞ Regler som begränsar skuldsättning kan vara ett sätt att hantera sådana problem. Sådana regler fungerar dock endast om det finns effektiva bestraffnings- och övervakningsmekanismer som tillåter någon form av intervention om reglerna inte efterlevs.

Allmänningens problem (common pool problems). De offentliga utgifterna är vanligen kopplade till behov hos olika grupper i samhället; inkomsterna däremot hämtas från hela ekonomin. Därför har enskilda grupper incitament att lobba för att lyckas få en större andel av de gemensamma inkomsterna (se exempelvis Velasco, 1999).

- ☞ Olika departement inom en regering kan ge upphov till allmänningens problem, vilket tenderar att leda till alltför vidlyftiga utgiftsplaner.
- ☞ Särintressen kan utöva påtryckningar på politiker för att främja sina intressen på bekostnad av andra särintressen.
- ☞ Kommunala och regionala organ kan konkurrera om budgetposter i den statliga budgeten.
- ☞ Allmänningens problem ger följaktligen upphov till en tendens till alltför stora offentliga utgifter och alltför stora underskott.
- ☞ Allmänningens problem kan hanteras genom utgiftsbegränsningar, eventuellt i kombination med restriktioner för högsta

Särintressen kan leda till alltför stora budgetunderskott

tillåtna budgetunderskott och genom budgetprocessens utformning.

Demokratiska aspekter på finanspolitiken. I demokratiska länder finns inbyggda mekanismer som tenderar att ge upphov till stora offentliga sektorer, alltför stora budgetunderskott och en alltför hög finanspolitisk volatilitet.

*Kortsiktiga
väljare kan
leda till stora
underskott*

¶ Väljarkåren har ibland ett kortsiktigt perspektiv på underskott. Detta gör att politiker tenderar att föra en expansiv politik, vilket kan leda till underskott. Detta kan inträffa om väljarna är okunniga om (eller underskattar) i vilken grad finansieringen i själva verket övervältras på framtida väljare. Detta problem är besläktat med (men skiljer sig ändå från) det ovan nämnda problemet med *moral hazard*.

¶ Demokratiskt valda regeringar har dessutom en stark benägenhet till alltför stora utgifter under år med onormalt höga skatteinkomster, samt under valår om sådana utgifter bidrar till regeringens popularitet. Denna mekanism skapar en tendens till procyklisk finanspolitik som leder till makroekonomisk osäkerhet.

¶ Den sittande regeringen i politiskt starkt polariserade länder kan komma att pendla mellan överkonsumtion och överbeskattning på grund av frestelsen att föra en politik som begränsar också kommande regeringars handlingsutrymme.

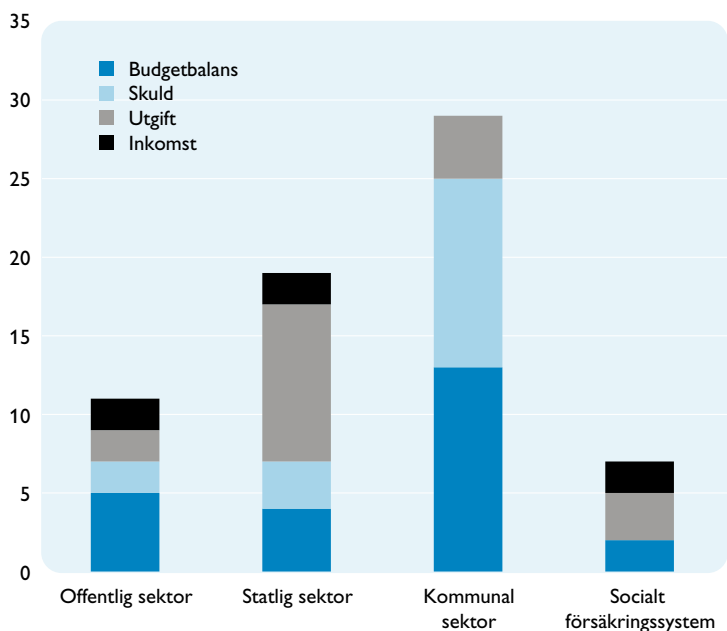
*Skattetak ger
trygghet för
investeringar i
fysiskt kapital
och human-
kapital*

¶ Dessa förhållanden legitimerar utgiftsbegränsningar som inskränker demokratiskt valda regeringars möjligheter att utnyttja kortsiktigheten och dra på sig underskott, som hanterar det procykliska inslaget och minskar den finanspolitiska volatiliteten.

¶ Vissa länder har till och med infört explicita gränser för beskattningen. Tanken är att dessa gränser innebär implicita utgiftstak som ger den privata sektorn trygghet att investera i fysiskt kapital och humankapital.

Sammanfattningsvis finns det många skäl till att regeringar som inte styrs av några regler inte beter sig optimalt. Finanspolitiska regler som får bukt med problem av detta slag kan därför leda till ett bättre makroekonomiskt utfall.

Vilka av dessa faktorer är i realiteten viktigast för utformningen av de finanspolitiska reglerna? Svaret beror på vilken nivå av offentligt beslutsfattande och vilken typ av restriktioner det är fråga om. Figur 2.3 illustrerar de regler för skuldsättning och budgetbalans som var i kraft inom EU:s medlemsländer 2008, på olika nivåer inom den offentliga sektorn. Problemen med *moral hazard* är dessutom viktiga skäl för de restriktioner för budgetunderskott och skuldsättning som ålagts alla EU-staternas regeringar genom stabilitets- och



Figur 2.3 Fördelning av finanspolitisk regelstruktur inom EU-länder 2008.

Anm.: Uppdelat på antal regler, typ av regel och sektorer.

Källa: Europeiska kommissionen.

tillväxtpakten. Sådana problem motiverar också restriktioner på de kommunala och regionala sektorerna.

På regeringsnivå är det särskilt vanligt med utgiftsregler som avspeglar att det finns en oro för överkonsumtion och en alltför stor offentlig sektor på denna nivå (statliga regler avser här reglerna för staten som helhet, däremot inte för dess enskilda delar).

En kommentar när det gäller argumenten för finanspolitiska regler är att frågor om *moral hazard* inte bara gäller offentliga institutioner. Också stora aktörer i den privata sektorn kan verka under föreställningen att staten kommer att undsätta dem ifall de skulle bli oförmögna att betala sina skulder. En sektor där detta har särskild relevans är den finansiella sektorn. Stora banker eller andra företag inom finanssektorn kan tro att de är »för stora för att tillåtas falla«. Under sådana villkor kan gränsen mellan privata och offentliga skuldförpliktelser upplösas och även en stat som har bedrivit en ansvarsfull finanspolitik kan få allvarliga problem med skuldsättning på grund av implicita skuldförpliktelser som härrör från den privata sektorn.

*Stora banker
ger risker för
offentlig skuld-
sättning*

Skillnader mellan penning- och finanspolitiska regler

Det finns flera viktiga skillnader mellan hur penning- och finanspolitiska regler vanligen utformas.

Instrument- kontra målregler

Man kan tänka på inflationsmålet som ett regelstyrt mål som i sig inte utgör en numerisk regel för det penningpolitiska styrinstrumentet (räntan). Inflationsmålet skulle kunna uttryckas som styrprincip för centralbankens ränta, men i praktiken försöker man undvika att binda politiken med sådana explicita regler. Inom finanspolitiken däremot brukar man ha enkla numeriska regler för de politiska verktygen. Givet mångfalden av finanspolitiska instrument som finns

*Inflations-
målet ingen
explicit regel
för räntan*

att tillgå knyts reglerna dock vanligtvis till övergripande storheter (som budgetunderskott eller statsskuld) snarare än till enskilda politiska instrument (som enskilda skatter eller utgiftsposter).

Finanspolitiska regler gäller politikens incitament

Är delegering av politiken en bra lösning?

Regler fungerar bara om de är trovärdiga. Trovärdighet i sin tur förutsätter ett institutionellt ramverk inom vilket den ansvarige beslutsfattaren självständigt kan ta beslut som en del av sin strävan att uppnå de givna målen. Det förutsätter även att beslutsfattaren kan hållas ansvarig om målen inte uppfylls.

Man har på många sätt försökt att hantera problemet med den penningpolitiska regimens trovärdighet. Två kritiska moment rör centralbankernas frihet från politiskt inflytande i de löpande besluten samt existensen av ett tydligt institutionellt ramverk som specificerar centralbankens ansvar och vilka åtgärder som ska vidtas om målregeln inte efterlevs. För Sveriges riksbank lagfästes prisstabilitetsmålet 1999, och andra myndigheter är förbjudna att försöka påverka Riksbankens beslut. Vid utnämningen av ledamöter i centralbankens ledning fästs det dessutom vikt vid att tillsätta personer som är kända som inflationskritiska och har bra rykte hos allmänheten.

Andra myndigheter är förbjudna att påverka Riksbanken

I finanspolitiken är det annorlunda. Först och främst är delegering inte alltid lämplig, åtminstone inte när det gäller den statliga politiken. Bortsett från tekniska justeringar kräver förändringar av finanspolitiska instrument normalt av lagändringar och är underordnade demokratiska institutioner. Regler för politiska instrument på statlig nivå är normalt resultatet av politiska överenskommelser. De kan därför inte tolkas som strikta regler utan fungerar snarast som ett sätt att kommunicera regeringens avsikter. Det betyder inte nödvändigtvis att partier i regeringsställning inte kommer att efterleva sådana regler, men man måste inse att regeringar faktiskt kan förändra regler som begränsar dem på oönskat sätt. Brott mot sådana regler sanktioneras framför allt genom risken för popularitetsförluster hos väljarkåren. Denna risk kan vara tillräcklig för att

En regering kan ändra finanspolitiska regler som den själv eller tidigare regering har formulerat

förhindra regeringar från att bryta mot regler, men man måste inse att det endast är en klart indirekt sanktionsmekanism.

Möjligheterna till sanktioner varierar

Det här står i kontrast mot tillämpningen av regler för myndigheter på kommunal nivå. Dessa regler är ofta en del av den speciella förvaltningsrätten eller konstitutionen, medan sanktionerna vanligen anges i lagar eller politiska överenskommelser. För regler införda av överstatliga institutioner som gäller suveräna stater är trovärdigheten ofta bräcklig eftersom det saknas verkliga sanktionsmekanismer.

Ett kritiskt problem för trovärdigheten hos finanspolitiska regler är bristfällig rapportering («kreativ bokföring»). Om bristerna i rapporteringen är tillräckligt allvarliga undermineras själva grunden för de finanspolitiska reglerna därför att det då inte finns något sätt att konstatera att de verkligen efterlevs. Brister i rapporteringen är ofta uppenbara i efterhand, men på förhand kan riskerna vara svåra att se. Hallerberg, Strauch och von Hagen (2004) framhåller att »... *begränsade ändringsmöjligheter har stramat upp budgetprocessen i Tyskland, Grekland och Italien*«. I själva verket bidrog reformerna i Grekland till att sprida ytterligare dimma över budgetsituationen.

Viktigt med övervakning av oberoende myndigheter

Men problemen med brister i rapporteringen kan vara ännu mer omfattande. Ett särskilt problem rör »gyllene regler« som undantar regeringars långsiktiga investeringar från annars gällande regler för skuldsättning och underskott. I praktiken kan det vara svårt att skilja på konsumtion och investering, vilket försvårar tillämpningen av gyllene regler. Ett annat fall av bristande rapportering är när det redovisningsmått som tillämpats för de offentliga utgifterna förskjuts, bakåt eller framåt i tiden. För att motverka dylika problem är det viktigt att det finns en ändamålsenlig övervakning via oberoende myndigheter.

Därutöver kan man konstatera att det inte är särskilt meningsfullt med finanspolitiska regler som gäller variabler utanför de ansvarigas direkta kontroll. Ett exempel på det är att statens skatteinkomster är direkt beroende av skattebasen och således av den aggregerade ekonomiska aktiviteten, men denna ligger utanför de ansvarigas direkta kontroll. Om strikta begränsningar för skatteinkomster införs har de därför liten praktisk betydelse.

Kommunikation och öppenhet

För att centralbankens åtgärder ska vara begripliga för allmänheten är det viktigt med en tydlig kommunikationsstrategi. En sådan strategi gör att allmänheten kan förstå både centralbankens aktuella beslut och hur den ser på framtiden. Genom att föra en penningpolitik som är konsistent med kommunikationen kan centralbanken skapa trovärdighet för sin politik.

Centralbanker som har ett inflationsmål publicerar regelbundet inflationsprognoser och analyser av ekonomins allmänna utsikter. Syftet med sådana analyser är att förklara olika tänkbara åtgärder som kan vidtas samt de risker som de ansvariga för politiken – och ekonomin som helhet – möter. Olika centralbanker offentliggör sina mötesprotokoll i varierande utsträckning, men även de som präglas av en viss grad av hemlighållande brukar vara ytterst angelägna om att förklara sin principiella penningpolitiska strategi.

Inom finanspolitiken tillämpas liknande strategier betydligt mera sällan och även mindre strikt. Finansministerier publicerar rapporter om ekonomins utsikter och om budgeten, men det är inte ofta som hela uppsättningar av alternativa politiska åtgärder utvärderas. En möjlighet är att ge Finanspolitiska rådet eller Konjunkturinstitutet ett tydligare uppdrag att tillhandahålla sådan information (den amerikanska kongressens budgetkontor CBO har kommit långt i den riktningen). Det kan emellertid finnas skäl till att de ansvariga för finanspolitiken avsiktligt väljer mindre öppenhet. Begränsad öppenhet gör det möjligt för regeringar att behålla en viss handlingsfrihet i politiken. Kostnaden är att allmänheten får mindre inblick i hur reglerna påverkar politiken och om reglerna över huvud taget efterlevs. Följaktligen gör bristen på transparens att de trovärdighetsvinster som kan nås med ett fast finanspolitiskt regelverk minskar.

Brist på transparens minskar vinsterna av finanspolitiska regelverk

Sanktioner

Att ha en sanktionsmekanism är viktigt för trovärdigheten. Om penningpolitiken delegeras till en oberoende centralbank förfogar regeringen (eller parlamentet) över olika sätt att straffa en centralbank som uppvisar dåliga resultat. Vanligtvis utnämns centralbankens ledare och ledamöter av finanspolitiska råd för en bestämd tidsperiod. Därför är det också möjligt att straffa dem genom att det organ som ansvarar för utnämningen avstår från att förnya deras mandat. I vissa länder (som Storbritannien) förväntas centralbanken lämna en offentlig förklaring om den inte uppfyller det uppställda målet. Detta är en form av sanktion för centralbanken som riskerar en popularitetsförlust hos allmänheten.

Ett finanspolitiskt råd bidrar till större trovärdighet

Att det inte finns några sanktionsmöjligheter att ta till mot regeringspartier och suveräna stater förutom att påverka deras anseende är ett uppenbart problem. Genom att utsätta finanspolitiken för en kritisk utvärdering av en expertpanel kan ett finanspolitiskt råd bidra till ökad trovärdighet. Ett finanspolitiskt råd kan få ytterligare effekt om det involveras i budgetprocessen, exempelvis genom att producera prognoser över relevant makroekonomisk statistik (eller kritiskt utvärdera offentliga prognoser) eller om det får tillgång till statistik från högre nivå. Detta löser emellertid inte det faktum att finanspolitiken är underkastad demokratiska institutioner och att politiker kan genomföra ändringar i reglerna som en reaktion på ekonomiska händelser.

När det gäller regler för kommunala eller regionala organ är det lättare att använda sanktioner. Kommunala eller regionala organ som uppvisar dåliga resultat kan bestraffas direkt genom att tilldelas minskade resurser av staten. Detta förfarande kräver dock att det existerar övervakningsmekanismer som håller en tillräckligt hög kvalitet.

Möjligheterna till sanktioner inom EU oklara

För överstatliga regler är sanktionsfrågan alltså ett prekärt ämne som måste förbättras inom kort. Inom EU är det fortfarande mycket oklart ifall det är förknippat med påtagliga kostnader för enskilda medlemsländer att bryta mot reglerna i stabilitets- och tillväxtpakten. Konsekvenserna av detta har blivit mycket tydliga under den nuvarande skuldkrisen.

Regler och samspelet mellan finans- och penningpolitik

En stor del av den icke-akademiska diskussionen om regelstyrd politik betraktar det finanspolitiska regelverket som isolerat från penningpolitiken och vice versa. En sådan separation är emellertid vilseledande eftersom det finns ett nära samspel mellan penningpolitiken och den offentliga skuldsättningen. I grund och botten uppstår samspelet eftersom det genom den offentliga budgetrestriktionen finns en länk mellan penningpolitiken och den offentliga skuldsättningen. Ett land som dras med stora budgetunderskott kan få svårt att upprätthålla en penningpolitik inriktad på låg eller måttlig inflation. Likaså har en oansvarig penningpolitik effekter på priset för den offentliga sektorn och påverkar således finanspolitiken direkt.

Aktiv och passiv politik

Samspelet mellan finans- och penningpolitik kan resultera i ineffektiva och oväntade utfall. Ett belysande exempel är Sargents och Wallaces (1981) »obekväma penningpolitiska aritmetik«. Den offentliga budgetrestriktionen säger att löpande utgifter (inklusive ränta och amorteringar på utestående skuldbelopp) måste vara lika med offentliga inkomster plus ny skuldsättning. De offentliga inkomsterna består i sin tur av skatteuttag och inkomster från offentligägda tillgångar (däribland penningmonopolet). Antag att de ansvariga för finanspolitiken har bundit sig till en viss nivå på beskattning och utgifter för inköp av varor och tjänster. I så fall är det penningpolitiken som i slutändan måste finansiera statskulden, vilket kan få oväntade konsekvenser. Antag att centralbanken genomför en försäljning av statskuldsedlar på den öppna marknaden. Normalt skulle man förvänta sig att det skulle leda till lägre inflation eftersom staten minskar likviditeten i ekonomin. Men när finanspolitikens ramar är utstakade genereras i stället en högre inflation. Förklaringen är att operationerna på den öppna marknaden

*Sargent och
Wallace
betonade sam-
spelet mellan
finans- och
penningpolitik*

för statsskuldseddlar ökar den utestående statsskulden, och det innebär i sin tur att de offentliga inkomsterna måste öka för att täcka upp för de extra räntebetalningarna och – eftersom skatteinkomsterna och statens utgifter är givna – måste det göras genom att centralbanken genererar vinst genom penningtryckning. Om staten i stället skulle justera skatten eller utgifterna skulle inflationen kunna falla på lång sikt. Samspelet mellan finans- och penningpolitik är följaktligen avgörande för att förstå politikens effekter.

Under antagandet att stater betalar sina skulder medför samspelet mellan finans- och penningpolitik restriktioner som garanterar att det bara finns ett enda jämviktsläge. Existensen av ett enda jämviktsläge är viktig därför att det förhindrar att ekonomin fluktuerar mellan hög och låg aktivitet enbart på grund av självuppfyllande förändrade förväntningar. För att uppnå en sådan stabil jämvikt måste emellertid de penning- och finanspolitiska reglerna utformas så att det blir rätt kombination av »aktiv« och »passiv« politik, se Leeper (1991) för en tidig analys av detta. En passiv finanspolitisk regel är exempelvis en regel där statsskulden har en påverkan på statens utgifter och/eller inkomster, som dessutom är tillräckligt stark för att säkerställa statlig betalningsförmåga. Med aktiv finanspolitik menas i stället beslut om offentliga utgifter och inkomster som inte påverkas av statsskuldens storlek.

Taylorregel för penningpolitiken och passiv finanspolitik ger stabil jämvikt

Ett exempel på en aktiv penningpolitisk regel är Taylorregeln som diskuterades tidigare i detta kapitel, medan ett exempel på en passiv finanspolitisk regel är en skatteregel som syftar till att hålla statsskulden inom vissa ramar. Den vanligaste politikkombinationen i den akademiska litteraturen är förmodligen att penningpolitiken specificeras som en ränteregulering som låter den förväntade inflationen ha en tillräckligt stark påverkan på centralbankens räntebeslut (medan BNP eller arbetslösheten bara har en svag påverkan), medan finanspolitiken till viss del är beroende av statsskulden. I en sådan regim skapar penningpolitiken ett ankare för inflationsförväntningarna samtidigt som finanspolitiken fungerar som ankare för den statliga budgetbalansen och således också för förväntningarna om framtida beskattning.

Andra ekonomisk-politiska kombinationer kan också ge ett enda jämviktsläge, men leda till oönskade effekter av den ekonomiska politiken. I den nuvarande recessionen var fallet i den aggregerade ekonomiska aktiviteten i vissa länder så starkt att det var svårt att förankra finanspolitiken. Bristande förmåga att öka skatteinkomsterna innebar övergång till en aktiv finanspolitik. Men brister i ett av ankarna eller att politikerna drar åt olika håll är problematiskt. Det finns risk för en kombination av finans- och penningpolitik som gör att statskulden inte kan stabiliseras så att en skuldcris uppstår och centralbankerna förlorar förmågan att styra inflationsutvecklingen.

Samspelet mellan penning- och finanspolitik och kopplingar till den finansiella stabiliteten

Under perioder med utbredda störningar inom finanssektorn blir gränsen mellan penning- och finanspolitik mindre tydlig. Om särskilt viktiga finansinstitutioner eller stora delar av finanssektorn har nedsatt betalningsförmåga pressas regeringar till att undsätta företag i finanssektorn och omvandla privata skulder till offentliga. Det kan också uppstå ett behov att fylla på centralbankens tillgångar. En sådan process leder ofrånkomligen till incitament att minska skuldsättningen genom en ökning av penningmängden. Således blir det under sådana omständigheter ingen reell skillnad mellan finans- och penningpolitik.

Av detta följer två viktiga insikter:

- 1) En sund penning- och finanspolitik kräver en sund finansiell sektor. Problem med *moral hazard* hos stora finansinstitutioner kan underminera den monetära och finansiella stabiliteten. Det är därför av yttersta vikt att upprätta ett regelverk som kan komma till rätta med stora aktörers riskhantering i finanssektorn och att bedriva en ekonomisk politik som klarar att hantera systemriskerna.
- 2) Det är inte självklart hur den offentliga skuldsättningen bör beräknas. Stater kan ha betydande åtaganden i implicita skuld-

*Regelverk
behövs för att
motverka risker
för finansiell
instabilitet*

Kris i finanssektorn innebär potentiellt stora offentliga skulder

Irland ett exempel

Stabiliteten i finanssektorn beror också på finans- och penningpolitiken

förpliktelser vilket innebär att potentiella skuldnivåer kan vara långt högre än vad de offentliga räkenskaperna visar.

Det sistnämnda problemet har blivit uppenbart i samband med de aktuella problemen med skuldsättning i Europa, och var också en central faktor i den östasiatiska krisen i slutet av 1990-talet. I den aktuella krisen är den irländska erfarenheten ett exempel på hur potentiella skuldnivåer snabbt kan omvandlas till verkliga skulder. Före *The Great Recession* såg Irlands finansiella läge stabilt ut; landet hade en offentlig skuld i förhållande till BNP som låg långt under den 60-procentsgräns som anges i stabilitets- och tillväxtpakten. Men i samband med bankkrisen omvandlades privata skulder till offentliga och det offentliga finansiella läget blev på kort tid ohållbart.

Sammanfattningsvis är övervakningen av finanssektorn och en effektiv reglering av finanssektorn på både mikro- och makronivå av yttersta vikt för den makroekonomiska stabiliteten.

Stabiliteten i finanssektorn är samtidigt beroende av en sund penning- och finanspolitik. En oansvarig penningpolitik kan få en omedelbar effekt på betalningssystemet och därmed på finanssektorn. En starkt skuldsatt offentlig sektor kan hota stabiliteten i finanssektorn inte bara indirekt genom penningpolitiken utan också direkt genom effekter på balansräkningar. Den finansiella sektorn placerar som regel en betydande del av sina tillgångar i offentliga skuldförbindelser. Det gör att tvivel på om den offentliga skuldsituationen är hållbar lätt spiller över till en kris i banksektorn. Detta skapar utrymme för flera olika »jämviktslägen« där spekulativa krafter kan utlösa makroekonomiska kriser.

Ett stabilitetsråd för finanssektorn

Ett sätt att handskas med dessa frågor vore att inrätta ett stabilitetsråd för finanssektorn. Rådet skulle ansvara för bevakningen av makrofinansiella frågor på systemnivå. Det skulle också bevaka regleringen av finanssektorn och analysera hur denna sektor av ekonomin fungerar. Detskulle också kunna beräkna potentiella skuldsättningsnivå-

er för den offentliga sektorn baserat på alternativa scenarier för risker och den makroekonomiska utvecklingen. Givet de nära kopplingarna mellan Riksbankens ansvarsområde och stabiliteten inom den finansiella sektorn, är ett alternativ att ett sådant stabilitetsråd knyts nära Riksbanken. Det finansiella stabilitetsrådet bör också löpande kommunicera med finansdepartementet och/eller det finanspolitiska rådet. Dessa olika parter bör samarbeta i vissa frågor men bör under normala omständigheter upprätthålla sina skilda roller. En fråga som måste lösas är om den finansiella stabilitetskommittén bör tilldelas något politiskt instrument, såsom Riksbankens nuvarande direktion, eller om det bara ska ha en övervakande roll.

Dessa resonemang ligger i linje med Goodhart och Rochet (2011), men bygger delvis på andra argument, inte minst på att finanssektorns stabilitet bedöms spela en mycket stor roll för den finanspolitiska och monetära stabiliteten. Vi återkommer till dessa frågor i kapitel 5.

Optimal politik

Det är naturligt att fråga om ekonomisk teori ger någon vägledning om vad som är »bra« regler, i meningen att regler främjar den ekonomiska välfärden. En stat som förfogar över mekanismer för att binda upp sin politik för framtiden, skulle i princip kunna införa helt situationsanpassade regler som tar hänsyn till varje gällande makroekonomiskt läge. Men sådana regler skulle vara mycket komplicerade och svåra att verkställa. I praktiken är det därför inte lätt att se hur staten kan binda upp sin framtida ekonomiska politik utan att ge upp en del av sin flexibilitet att bemöta de olika störningar som ekonomin utsätts för.

*Situations-
anpassade
regler svåra att
genomföra*

Regelverket under normala förhållanden

Det finns en omfattande akademisk litteratur som undersöker argumenten för att delegera penningpolitiken till oberoende centralbanker. På senare tid har det också analyserats hur man ska formu-

lera enkla och effektiva regler som ligger nära den typ av regler som används i praktiken. Med »enkla« menas här regler som inte antar komplicerade former där politiken anpassas helt efter situationen, medan »effektiva« avser regler som är baserade på variabler som är lätta att mäta i praktiken.

Schmitt-Grohé och Uribe (2006) analyserar en så kallad DSGE-modell som typiskt anses ge en bra beskrivning av penning- och finanspolitik. DSGE-modeller är matematiska makroekonomiska modeller av det slag som idag används i många centralbanker. De beskriver samspelet mellan företag, hushåll och politiker och har ambitionen att återge de viktigaste elementen i den aggregerade ekonomin. En fördel med dessa modeller är att de kan användas för politik- och välfärdsanalys eftersom de arbetar med en explicit modell av hur företag, hushåll och politiker betar sig och fokuserar på det samlade utfallet (jämvikten) av detta agerande.

Schmitt-Grohé och Uribe finner att penningpolitiken bör följa ränteregler som tar hänsyn till inflationstakten och det aggregerade ekonomiska utfallet (BNP). För att kunna tillämpas i verkligheten, tillåter Schmitt-Grohé och Uribe att den faktiska nivån på BNP ingår i regeln i stället för »potentiell BNP« eller »BNP vid flexibla priser«. De låter också tidigare räntesatser påverka den aktuella räntan (så kallad *interest rate smoothing*, ränteutjämning), vilket återspeglar det faktum att centralbankerna under normala förhållanden brukar vilja undvika snabba förändringar av räntan. Vidare specificerar Schmitt-Grohé och Uribe en finanspolitisk skatteregel där skatteinkomsterna reagerar på statskulden via skattesatserna. Utfallet av dessa regler utvärderas i den teoretiska modellen och ställs i kontrast till en ideal så kallad Ramsey-optimal politik. Den senare är konstruerad för att nå bästa möjliga utfall, givet förekomsten av vissa begränsningar som de ansvariga måste hantera.

De viktigaste resultaten av Schmitt-Grohés och Uribes analys är:

- ¶ Ränteregler som karakteriseras av en tillräckligt stark påverkan från inflationen och samtidigt en måttlig reaktion på BNP ger välfärdsnivåer som liknar den Ramsey-optimala.

Räntepolitiken bör reagera starkt på inflationen

- ☞ Exakt hur stor inflationens påverkan är har ingen större betydelse så länge reaktionen är tillräckligt stark för att generera ett unikt jämviktsläge.
- ☞ Däremot är det viktigt att BNP inte har en stark påverkan på räntepolitiken. När så är fallet genererar den penningpolitiska regeln en långt lägre välfärd och är ofta inte förenlig med ett unikt jämviktsläge.
- ☞ Ett strikt inflationsmål ger upphov till en välfärd som ligger mycket nära Ramsey-lösningen.
- ☞ För den samhälleliga välfärden är en kombinationspolitik som består av »aktiv« penningpolitik (som reagerar starkt på inflationen) och »passiv« finanspolitik överlägsen andra politikkompositioner. Under en sådan regim påverkas skattepolitiken av statsskulden på ett sätt som garanterar offentlig betalningsförmåga och samtidigt låter finanspolitiken stabilisera ekonomin genom automatiska stabilisatorer.

Räntepolitiken bör inte reagera starkt på BNP

Finanspolitiken bör påverkas av skuldnivån

Skatteutjämning

Ovanstående resultat betyder inte nödvändigtvis att det finns strikta gränser för det offentliga budgetunderskottet eller statsskulden. Det är kanske inte så överraskande med tanke på att vi tidigare argumenterat för att *moral hazard* och allmänningens problem kan behöva motverkas med någon form av begränsningar, samtidigt som båda saknas i den teoretiska modell som Schmitt-Grohé och Uribe (2006) använder i sina analyser. Men vi vill ändå framhålla att det finns mer allmänna skäl till att det kan vara svårt att sätta strikta gränser för budgetunderskott och statsskuld.

Svårt att sätta gränser för budgetunderskott och statsskuld på teoretiska grunder

En välkänd finanspolitisk princip är hypotesen om att skatten bör hållas konstant över tiden (*tax smoothing*) av Barro (1979). Denna princip postulerar att tillfälliga förändringar i de offentliga utgifterna bör åtföljas av en permanent ändring i beskattningen så att den förändrade skatteinkomsten på sikt finansierar det diskonterade nuvärdet av utgiftsförändringen. Med andra ord bör en oväntad tillfällig ökning av de offentliga utgifterna åtföljas av en

Alltför strikta regler om budgetbalans kan medföra stora kostnader

tillfällig försvagning av statsbudgeten. Däremot bör permanenta förändringar av de offentliga utgifterna omedelbart vara skattefinansierade. Med andra ord innebär principen om skatteutjämning att regler om budgetbalans inte alltid är önskvärda och att alltför strikta regler för det offentliga budgetunderskottet kan medföra stora kostnader såvida inte förändringarna i de offentliga utgifterna tenderar att vara permanenta.

Lucas och Stokey (1983) har visat att hypotesen om skattesatsen är starkt beroende av vilka tillgångar staten har att tillgå. Om staten förfogar över tillräckligt många verktyg för att hantera den offentliga skulden, kan en skatts persistens vara knuten till de offentliga utgifternas tidsprofil. Då medför en regel om budgetbalans endast små nackdelar. Aiyagari, Marcet, Sargent och Seppala (2002) har visat att utjämning av skattekvoten bör tillämpas i en situation där regeringar enbart har tillgång till riskfria obligationer och har en begränsad maxnivå för skulder och tillgångar. Under sådana förhållanden är det optimalt att skatterna är mycket trögrörliga och införandet av strikta budgetregler är då förknippat med betydande välfärdskostnader.

Trögrörliga skatter kan vara optimalt

Den optimala statsskulden

En uppenbar fråga man skulle vilja besvara är vilken nivå på statsskulden som är optimal? Ett svar kunde vara att stater över huvud taget inte bör dra på sig skulder eftersom dagens skuldsättning helt enkelt är en återspeglning av primära budgetöverskott i framtiden. Det skulle innebära att det är framtida generationer som betalar för nuvarande generationers »överkonsumtion«.

Det är dock en alltför enkel syn av flera skäl. Ett sådant är att det mycket väl kan förekomma särskilt gynnsamma tillfällen som motiverar offentliga lån idag. En nollregel för offentlig skuldsättning kan göra att sådana investeringstillfällen inte kan utnyttjas. Om sådana investeringstillfällen huvudsakligen kommer att uppstå i framtiden kan det förvisso vara optimalt för staten att lägga sina tillgångar på hög. Men den normala regeln är ändå att det inte finns

Normalt finns inget särskilt skäl för att statsskulden ska vara noll

något särskilt skäl till att statsskulden (eller tillgångarna) måste hållas kring nollstrecket.

När det finns risker som den privata sektorn inte kan försäkra sig emot kan det vidare finnas en tendens till alltför stort försiktighetssparande. Det kan leda till »överackumulering« av kapital, något som staten kan åtgärda genom att beskatta kapitalinkomster. I det långa loppet kräver i så fall en stabil statsskuld att staten är nettoskuldssatt. Mot bakgrund av detta är det alltså svårt att dra några bestämda slutsatser om den optimala nivån på statsskulden, men resonemanget visar hur som helst att det finns omständigheter då det är optimalt för staten att vara långfristigt nettoskuldssatt.

Den lärdom vi kan dra av det här är att en noggrann analys av ekonomin är en förutsättning för att kunna ha en bestämd uppfattning om lämplig nivå på statsskulden. Det faktum att Sverige har ett överskottsmål innebär att staten i det långa loppet blir nettoutlånare. Om det är bra eller inte går inte att avgöra utan mycket omsorgsfulla ekonomiska analyser.

Ovanliga tider och undantagsklausuler

Diskussionen ovan gäller för en ekonomi som fluktuerar normalt över tiden, men den ger inga besked om vilken politik som bör föras under »extrema« förhållanden. I kristider kan det finnas allvarliga restriktioner på den ekonomiska politikens styrmedel som gör att de som utformar politiken inte kan tillämpa det vanliga regelverket. Under *The Great Recession*, till exempel, har de nominella korta räntesatserna i många länder legat vid, eller mycket nära, sin nedre gräns. Detta har gjort att centralbanker inte kunnat använda räntan för att stimulera ekonomin. Vidare har de betydande minskningarna i skatteinkomsterna, som utlösts av det branta fallet i den ekonomiska aktiviteten, förhindrat att skatterna reagerat starkt på de högre statsskuldena. Under sådana omständigheter kan det finnas förutsättningar för undantagsklausuler som medger att man tillfälligt avviker från den normala politiken.

Eggertsson och Woodford (2003) analyserar optimal penning-

Avvikelser från den normala politiken kan vara motiverade i extrema situationer

politik i en så kallad likviditetsfälla, där den korta räntesatsen är nere vid noll. Antag att centralbanken sätter räntenivån i enlighet med en ränteregulering som föreskriver att den strikt håller sig till gällande inflationsmål. Genom en stor störning kan ekonomin hamna i en likviditetsfälla, där den korta räntesatsen inte kan sänkas mer. Även om centralbanken i en sådan situation inte kan sänka den korta räntesatsen ytterligare, så kan en penningpolitisk strategi som ger centralbanken möjligheter till tillfälliga avvikelser från inflationsmålet *efter* att ekonomin kommit ur likviditetsfällan vara både effektiv och optimal. Även när ekonomin befinner sig vid den undre räntegränsen påverkar en sådan politik inflationsförväntningarna och bidrar därför till att stimulera aktiviteten genom att sänka realräntan. Med andra ord kan det vara optimalt att under vissa omständigheter tillåta tillfälliga avvikelser från ett inflationsmål även om centralbanken har ett strikt inflationsmål. En sådan politik kräver emellertid att centralbanken kan binda upp sig för en viss politik i framtiden, vilket inte är så lätt i praktiken.

Tillfälligt högre inflationsmål kan vara motiverat i en likviditetsfälla

Men att utesluta möjligheten att tillämpa undantagsklausuler i likviditetsfällor kan få ännu allvarigare konsekvenser. Undantagsklausuler kan behövas för att utesluta vissa typer av dåliga jämviktslägen som skulle uppstå om det inte fanns något utrymme för flexibilitet (se bland andra Benhabib, Schmitt-Grohé och Uribe, 2002). Mer konkret, antag att centralbanken tillämpar en Taylorregel där räntan styrs av inflationen och BNP. Om den privata sektorn blir starkt pessimistisk om framtiden och minskar sina konsumtionsutgifter, tenderar företagen att sänka sina priser. Denna process utlöser således ett deflationstryck, som centralbanken kan hantera genom att sänka de nominella räntesatserna. Men om fallet i konsumtionsefterfrågan är tillräckligt dramatiskt kan den korta räntesatsen nå sin nedre gräns. Om det händer kan den låga inflations-takten utlösa en recession som i detta fall är helt och hållet driven av de pessimistiska förväntningarna. Men detta sker enbart eftersom centralbanken inte tillåts någon flexibilitet. Om centralbanken i sådana lägen kunde skifta till en regel där penningmängden får växa i en viss takt skulle det kanske inte längre uppstå några renodlat

Pessimistiska förväntningar kan bli själv-uppfyllande

förväntningsdrivna jämviktslägen med deflation. Det är ett starkt skäl till att i förväg tillåta undantagsklausuler, och resonemanget visar att avsaknad av en sådan flexibilitet kan få oönskade effekter.

Att dessa överväganden har praktisk betydelse blev helt uppenbart under den senaste stora recessionen. På grund av att räntorna nått sin nedre gräns har många centralbanker fört en annan sorts penningpolitik under denna period, så som att öka penningmängden och bedriva kreditpolitik. Effekterna av sådan okonventionell politik och om den är önskvärd får framtiden utvisa. Det står dock klart att centralbankerna har varit mycket angelägna att avvika från sin normala låginflationspolitik trots den utbredda enigheten i centralbankkretsar om att inflationsmålen har bidragit till att uppnå trovärdighet och hålla inflationen på en låg och stabil nivå.

I en mängd studier framhålls också att effekterna av ökade offentliga utgifter kan vara mycket stora i likviditetsfallor och att en expansiv finanspolitik kan vara optimal i en sådan situation, se Christiano, Eichenbaum och Rebelo (2010) och Woodford (2010).

Christiano, Eichenbaum och Rebelo (2010) visar att offentliga utgiftsmultiplikatorer i en likviditetsfälla mycket väl kan ligga över 1,0; detta innebär att det sker en förstärkning via den privata konsumtionen när den offentliga konsumtionen stiger. Logiken är att en högre offentlig konsumtion i en likviditetsfälla inte bara ger en direkt stimulans till den aggregerade efterfrågan utan också en indirekt stimulans genom att medföra en sänkning av realräntan. Den senare effekten beror på att en högre offentlig konsumtion medför inflationstryck under oförändrad kort nominell ränta. Analyser som denna ger därför en teoretisk grund för den expansiva finanspolitik som förts i många länder under *The Great Recession*. Innebörden är att det under en djup recession kan finnas fog för att höja utgiftstaket om ekonomin har fastnat i en likviditetsfälla.

Intressant är dessutom att dessa studier också visar att en skattesänkning i en likviditetsfälla är kontraproduktiv eftersom den höjer realräntan och stimulerar sparandet i den privata sektorn. Detta resultat ifrågasätter alltså politiken i de länder som har genomfört skattesänkningar, däribland Sverige.

Expansiv finanspolitik kan vara optimal i en likviditetsfälla

Finanspolitikens effekt beror på vilken störning ekonomin utsatts för

Mertens och Ravn (2010) visar att resultatet av multiplikatoreffekterna för offentliga utgifter är starka medan skattemultiplikatorerna är små eller negativa i en likviditetsfälla beroende på vad som är den grundläggande orsaken till störningen som förde in ekonomin i likviditetsfällan. Författarna visar att det finns andra typer av jämviktslägen där konsumtionsmultiplikatorerna är mindre i en likviditetsfälla än under normala förhållanden, medan skattemultiplikatorerna är ovanligt stora i en likviditetsfälla.

Kan vara optimalt att minska statskulden gradvis – om det är trovärdigt

Vidare måste man vara medveten om att det kan bli nödvändigt att överge gängse finanspolitiska regler efter perioder med starkt ökad offentlig skuldsättning. Det kan vara omöjligt att genomdriva ett strängt saldomål eller en regel om en stark relation mellan skuldsättning och skatteinkomster vid en hög statsskuld. Under sådana förhållanden kan det vara optimalt med regler som förbinder staten att gradvis minska sina skulder, om detta kan göras trovärdigt. Detta är uppenbarligen relevant i nuvarande situation då *The Great Recession* och krisen i finanssektorn har medfört att många länder måste genomföra finanspolitiska åtstramningar.

Finanspolitiska regler har ändrats under recessionen

Under *The Great Recession* har ett antal ekonomier antingen förändrat eller avvecklat sina nationella finanspolitiska regler. I en undersökning av IMF (IMF, 2009) uppgav den ansvariga myndigheten i 43 procent av de länder som svarat att det inte förelåg något behov av förändrade regler. Av de återstående 57 procenten rapporterade många länder att reglerna antingen redan hade förändrats eller att förändringar var på väg. Figur 2.4 visar det finanspolitiska regelverkets strikthet för ett antal länder i Europa 2007 på den horisontella axeln; högre värden indikerar striktare regler både för den siffersatta regeln som sådan och för hur den tillämpas med hänsyn till institutionella förhållanden. Den vertikala axeln mäter förändringen i den offentliga bruttoskulden från 2008 till 2011, i förhållande till BNP 2008. Slappa finanspolitiska regler ser klart ut att ha ett samband med större ökningar i statsskulden, men figuren ger också ett visst stöd för att regelverket kan bli *alltför* strikt med följden att länderna inte följer det. Trots att Spanien och Storbritannien hade bland de strängaste reglerna för finanspolitiken före krisen

fick båda ländernas ekonomier uppleva några av de största ökningarna i statsskuld i förhållande till BNP.

Sammanfattningsvis bekräftar den ekonomiska forskningen att det normala finanspolitiska regelverket bör kunna överges i en situation som *The Great Recession*, samtidigt som de exakta konsekvenserna av detta är ovissa. Kanske blir den viktigaste lärdomen att ekonomin måste övervakas noga och att man inte ska dra sig för ovanliga politiska interventioner om nödvändigt. En viss försiktighet kan emellertid vara att föredra i stället för att satsa på att enskilda multiplikatorer skulle vara ovanligt stora. Intressant nog är denna rekommendation förenlig med den svenska politiken under *The Great Recession*, men inte med den politik som förts i bland annat Storbritannien och USA.

Osäkra konsekvenser av expansiv finanspolitik manar till försiktighet

Flexibilitet under normala förhållanden

En nyckelfråga som måste hanteras i regelstyrda regimer är hur stort utrymme för flexibilitet som ska finnas. Eftersom vi just har diskuterat undantagsklausuler kommer vi i detta avsnitt att koncentrera oss på reglers flexibilitet under »normala förhållanden«.

Även under normala förhållanden kan det finnas goda skäl att ha en viss flexibilitet men detta medför också vissa problem. Den viktigaste frågan är hur flexibla regler ska göras trovärdiga.

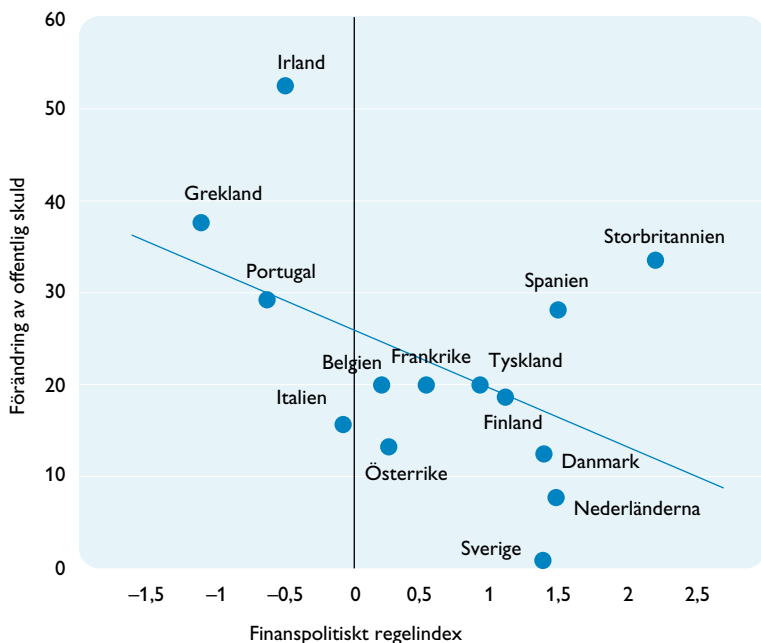
Anpassning av finanspolitiken efter konjunkturcykeln

Skatteintäkter är i hög grad cykliska och därför kan mycket strikta regler om budgetbalans leda till en procyklisk utgiftspolitik som kan motverka automatiska stabilisatorer och bidra till makroekonomisk instabilitet. På grund av detta tas det allmänt för givet att anpassningar efter konjunkturcykeln måste tillåtas i finanspolitiken. Det finns tre huvudsakliga alternativ för sådana anpassningar:

- ☛ Många länder tillämpar regler som ska hålla över en *konjunkturcykel*. Detta innebär att de enskilda reglerna ska uppfyllas i

Strikta regler om budgetbalans kan ge procyklisk politik

Regler bör tillåta flexibilitet över konjunkturen



Figur 2.4 Stramhet i finanspolitiken och förändring av offentlig skuld.

Anm.: Finanspolitiskt regelindex 2007 jämfört med förändringen av den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld 2008–2011, procent av BNP 2008.

Källa: Europeiska kommissionen.

genomsnitt över hela perioden, där perioden i detta fall definieras av konjunkturcykelns längd.

- ☐ Alternativt kan en regel tillämpas på en *period av flera år*, som inte behöver sammanfalla med en konjunkturcykel. En sådan regel kan ändå innebära en implicit anpassning efter konjunkturen, om tidsintervallet som regeln tillämpas på är tillräckligt stort.
- ☐ Slutligen kan budgetregler tillämpas på *konjunkturrensade mått* på till exempel offentliga utgifter och inkomster i stället för på rena budgetposter.

I praktiken är var och en av dessa ansatser behäftade med allvarliga svårigheter. Storbritannien och Sverige har konjunkturövergripande regler, men erfarenheterna är blandade och i Storbritannien upphävdes regeln mitt i *The Great Recession*. Huvudfrågan är hur det vid ett givet tillfälle går att se om ekonomin befinner sig i konjunkturmässig recession eller ifall det rör sig om en mer trendmässig nedgång. Ekonomisk-politiska beslutsfattare kan vara frestade att tolka oväntat goda utfall som ett trendbrott (som skulle kunna tala för ökade offentliga utgifter) och oväntat dåliga utfall som ett resultat av en tillfällig lågkonjunktur (som kräver att de offentliga utgifterna inte minskas). En sådan analys skapar en permanent tendens till alltför stora underskott.

Svårt att avgöra om nedgång beror på konjunktur eller trend

Att göra anpassningar efter konjunkturen är svårt i praktiken eftersom det kräver att de ansvariga har en god uppfattning om de icke-konjunkturberoende strukturella faktorerna. Antag att man vill göra en konjunkturanpassning av skatteinkomsterna. För det krävs att man kan dela upp variationer i skatteinkomsterna som inträffar över tiden i å ena sidan variationer som härrör från automatiska reaktioner som beror på variationer i den aggregerade aktiviteten i ekonomin och å andra sidan variationer som härrör från diskretionära skatteförändringar. Lyckas man fånga upp den första av dessa faktorer skulle man kunna göra en konjunkturanpassning. Detta är dock långt ifrån trivialt eftersom den aggregerade aktiviteten i ekonomin också sannolikt beror på diskretionära förändringar av politiken. Med andra ord måste bedömningen av eventuella anpassningar till konjunkturen ta hänsyn till endogena förskjutningar. Att bara relatera skatteinkomsterna till den aggregerade aktiviteten i ekonomin underskattar sannolikt skatteinkomsternas automatiska anpassning till variationer i den aggregerade aktiviteten. Det beror på att diskretionära skatteökningar med största sannolikhet har en negativ effekt på den aggregerade aktiviteten i ekonomin. Institutioner som OECD gör därför löpande konjunkturbedömningar som bygger på kombinerad information om skattesystemet och inkomstfördelningen. Också en sådan ansats är dock förknippad med betydande svårigheter.

Svårt att mäta hur mycket skatteinkomsterna beror av konjunkturen

Sammanfattningsvis får det sägas vara problematiskt att tillämpa regler om budgetbalans som tillåter en anpassning efter konjunkturen. De restriktioner som gäller över en konjunkturcykel och som antagits i Sverige är svåra att upprätthålla eftersom de vilar på löpande bedömningar av konjunkturen, något som är notoriskt svårt och väcker frågor om det finns incitament för staten att manipulera sin konjunkturbedömning. Det skulle vara en fördel om sådana incitament kunde motverkas genom att bedömningen av det konjunkturberoende elementet delegeras till Finanspolitiska rådet. Detta skulle visserligen inte lösa alla de komplicerade spörsmål som är relaterade till den löpande bedömningen av ekonomins tillstånd, men skulle kunna motverka politiskt snedvridna analyser.

Finanspolitiska rådet kan bedöma konjunkturberoendet

Strikt respektive flexibelt inflationsmål

Ovan har vi argumenterat för att undantagsklausuler från normala penningpolitiska regler kan behövas under extrema förhållanden. Men bör det också under normala förhållanden finnas en flexibilitet i tillämpningen av penningpolitiska regler?

Ett argument för det skulle vara att räntepolitiken ställer krav på flexibla penningpolitiska reaktioner på konjunkturcykelns rörelser, i termer av exempelvis kapacitetsutnyttjandet eller arbetslösheten. I praktiken tillämpar de flesta länder inflationsmål som medger viss flexibilitet, men det brukar vara ganska vagt definierat vad som menas med detta. Det ger upphov till svåra utmaningar när politiska kommuniceras. Frågan blir ifall centralbanken avviker från inflationsmålet av skäl relaterade till tidsinkonsistens eller om den reagerar på andra faktorer som påverkar penningpolitikens inriktning. Alltför stor flexibilitet är ett problem eftersom det står i direkt motsats till målet att kunna hantera frågor som rör tidsinkonsistens och penningpolitikens möjligheter att fungera som ankare för inflationsförväntningar. Vidare tyder analysen av optimalt enkla och effektiva ränteregler på, att om man tillåter att räntan reagerar på konjunkturfluktuationer så kan detta ge upphov till betydande genomsnittliga välfärdskostnader.

Flexibilitet i penningpolitiken inte problemfritt

Mot bakgrund av detta ser vi inte några starka skäl till att under normala förhållanden tillåta någon större flexibilitet för räntepolitiken. Att fokusera på inflationsmålet gör att penningpolitiken kan bedrivas med större trovärdighet och det ser inte ut att medföra några större kostnader i jämförelse med mer flexibla regler.

Fokus på inflationsmålet ger penningpolitiken större trovärdighet

Det empiriska stödet för effekten av finanspolitiska regler

Hur påverkar reglerna det ekonomiska utfallet? I detta avsnitt tittar vi på studier av detta; diskussionen rör här det finanspolitiska regelverket. Mycket av den empiriska litteraturen som bedömer effekterna av finanspolitiska regler har fokuserat ganska snävt på effekterna på budgetunderskottet och den långsiktigt hållbara skuldsättningen. Litteraturen ger ett visst, men tämligen svagt, stöd för att finanspolitiska regler har en påverkan på den finanspolitiska hållbarheten.

IMF (2009) har utrett effekten av finanspolitiska regler på *stora finanspolitiska konsolideringsprocesser*. Dessa definierades som perioder då skuldsättningen i förhållande till BNP föll kontinuerligt med minst 10 procentenheter under en treårsperiod och statsskulden minskades med minst 20 procent.

Analysen visar att länder med ett finanspolitiskt regelverk genomförde större förändring i skulden i ett tidigt skede och på kortare tid än länder utan ett sådant regelverk. I analysen framkom emellertid också att länder med ett finanspolitiskt regelverk normalt har högre skuldsättning än länder utan sådana regler. Det går alltså inte att dra slutsatsen att existensen av finanspolitiska regler medför en lägre statsskuld i det långa loppet. En rimlig hypotes är att en hög skuldsättning medför ett behov av sifferfatta gränser för finanspolitiken.

Finanspolitiska regelverk ger större skuldminskningar

En näraliggande fråga är vilken effekt finanspolitiska regler har på nivån av den offentliga skulden. Europeiska kommissionen (2009) har utrett detta med hjälp av statistik från Europeiska unionen för 1990–2005. Utredningen ger indikationer på att länder som

infört ett nytt finanspolitiskt regelverk, eller stramat åt sitt befintliga, lyckats förbättra den primära, konjunkturrensade budgetbalansen i högre grad än genomsnittet i undersökningens urval. Emellertid föreligger en mycket stor variation mellan olika länder och några definitiva slutsatser kan inte dras. Europeiska kommissionen visar dessutom att länder som infört ett siffersatt utgiftstak eller stramat åt sitt befintliga regelverk har lyckats skära ned sina primära offentliga utgifter i förhållande till BNP med 3,1 procentenheter under följande femårsperiod. Det 95-procentiga konfidensintervallet för denna uppskattning rör sig från 1,2 till 4,4 procent, och tyder således på en direkt effekt av utgiftsreglerna på de faktiska utgifterna. I samtliga länder som ingår i undersökningen föll andelen primära offentliga utgifter i relation till BNP med 2,1 procentenheter. Det talar för att utgiftsminskningen i länder som infört (eller stramat åt sina) utgiftsregler delvis är en del av en större tendens till minskade statsutgifter.

*Utgiftstak
påverkar de
faktiska utgif-
terna*

Möjligtvis är fokuset på effekterna av de finanspolitiska reglerna på statsfinanserna alltför snävt eftersom det är långtifrån oviktigt om förbättringen av statsfinanserna sker på bekostnad av stabiliseringen av ekonomin i stort. Fatas och Mihov (2003) har undersökt effekterna av diskretionär finanspolitik och av införandet av ett finanspolitiskt regelverk med hjälp av statistik från 91 länder under perioden 1960–2000. Deras analys, som är inriktad på offentliga utgifter, tyder på att diskretionära tillämpningar av finanspolitiska åtgärder som inte motiveras av stabiliseringspolitiska skäl, leder till högre makroekonomisk volatilitet i termer av standardavvikelsen för den årliga produktionstillväxten. Vidare argumenterar de för att den ökade volatiliteten på lång sikt försämrar den genomsnittliga tillväxten i ekonomin. Deras resultat antyder att en diskretionär politik medför betydande kostnader både på kort och på lång sikt. Slutligen visar de att regler och institutioner kan främja en ansvarsfull finanspolitik. Detta förhållande skulle tyda på att ett finanspolitiskt regelverk som begränsar möjligheten till godtyckliga politiska beslut medför betydande makroekonomiska vinster.

*Diskretionär
finanspolitik
medför kostna-
der på kort och
lång sikt*

Fatas och Mihov (2006) och Canova och Pappa (2006) har utvärderat effekterna av finanspolitiska regler i amerikanska delstater.

De amerikanska delstaterna är intressanta på grund av de omfattande finanspolitiska restriktionerna (regler för underskott och skuldsättning) och på grund av reglernas olikartade tillämpning som följer av att delstater har olika institutionella ramverk. I likhet med studien baserad på landsomfattande statistik finner Fatas och Mihov (2006) att delstater med strikta budgetrestriktioner har lägre volatilitet i sin diskretionära finanspolitik. De hävdar också att ett striktare regelverk ger mindre spelrum för automatiska stabilisatorer. Till sist finner de att nettoeffekten av regler på den makroekonomiska volatiliteten är att striktare regler minskar volatiliteten så att den första av dessa effekter dominerar. Detta pekar på att det finns potentiella stabilitetsvinster med att införa ett explicit finanspolitiskt regelverk.

Strikta regler ger mindre utrymme för automatiska stabilisatorer

Emellertid visar Canovas och Pappas (2006) analys att volatilitet och korskorrelationer mellan makrovariabler liknar varandra i olika delstater som har olika restriktioner för finanspolitiska instrument. De lyckas inte heller visa att reglerna har någon effekt på delstaternas skulder och på underskotten, vilket innebär att både vinsterna och förlusterna av ett finanspolitiskt regelverk verkar vara ganska små.

Ett problem med den befintliga litteraturen är att den ägnar föga uppmärksamhet åt att kontrollera för att ett nytt finanspolitiskt regelverk (eller åtstramningen av ett befintligt) kan vara ett endogent svar på underskottsproblem, eller för att institutionella reformer kan medge en bättre tillämpning av regelverket. Det är sannolikt att länder eller regioner med bättre budgetläge är mindre benägna att införa strikta finanspolitiska regler, medan länder (eller regioner) som tåmpas med besvärliga skuldsättningsproblem tvingas genomföra institutionella reformer, bland annat att strama åt sina finanspolitiska regler.

Det ser alltså ut att finnas ett visst empiriskt stöd för att finanspolitiska regler bidrar till ett bättre budgetutfall, och det finns ett visst, om än svagt, stöd också för att regler minskar den makroekonomiska volatiliteten vilket förbättrar ekonomins resultat på lång sikt. Vidare har åtminstone några forskare argumenterat för att dessa vins-

ter mer än kompenserar för en eventuellt reducerad förmåga att stabilisera ekonomin med hjälp av finanspolitik. För att nå starkare slutsatser krävs mer forskning om dessa frågor.

Slutsatser

I detta kapitel har följande punkter lyfts fram:

- ☐ Den ekonomiska politiken har under de senaste decennierna i allt högre grad präglats av regelstyrning.
- ☐ Det finns viktiga skillnader mellan penning- och finanspolitiska regler:
 - Penningpolitiska regler, exempelvis ett inflationsmål, handlar om att målet styr politiken, medan finanspolitiska regler handlar om regler för det politiska instrumentet (verktyget).
 - Penningpolitiska regler har sin grund i behovet att hantera tidsinkonsistens, medan finanspolitiska regler även söker hantera ett antal ytterligare faktorer, som *moral hazard* och politiskt motiverade tendenser till underskott.
- ☐ Penningpolitiken kan delegeras till en centralbanksmyndighet och trovärdighet för politiken kan uppnås genom en konstant och tydligt kommunicerad politik.
- ☐ Finanspolitiken går inte att delegera i samma utsträckning, och det är mycket svårare att uppnå trovärdighet för den eftersom regler för statliga organ kan förändras av de partier som för tillfället är i regeringsställning. Trovärdigheten för regler som begränsar kommunala och regionala organ är enklare att hantera.
- ☐ Det förekommer ett samspel mellan finans- och penningpolitik: Penning- och finanspolitiska regler kan inte betraktas isolerade från varandra. En sund penningpolitik beror på en sund finanspolitik, och tvärtom.
- ☐ Stabiliteten i finanssektorn är viktig:
 - Penning- och finanspolitiken är beroende av en stabil finanssektor.
 - Under perioder då finanssektorn är i kris tenderar gränsen mellan finans- och penningpolitik att upplösas.

- ☞ Ett finansiellt stabilitetsråd bör inrättas. Det återstår att bestämma vilka instrument rådet bör ha till sitt förfogande och hur det ska se ut. På grund av den nära kopplingen mellan finans- och penningpolitik och de finansiella marknaderna bör dock det nya rådet löpande kommunicera med Riksbankens direktion och finansdepartementet och/eller Finanspolitiska rådet.
- ☞ Ett system med enkla och effektiva regler är nära optimalt om inflationen har en stark påverkan på centralbankens räntesättning samtidigt som den reala ekonomiska aktiviteten har liten eller ingen påverkan på räntan. Sådana regler garanterar att penningpolitiken tillhandahåller ett nominellt ankare.
- ☞ Finanspolitiken måste förankra förväntningarna om statsskulden, vilket kräver att statsskulden påverkar beskattningen och/eller de offentliga utgifterna.
- ☞ En flexibel tillämpning av regler är svår under normala förhållanden:
 - Anpassning efter konjunkturcykeln och tillämpning av finanspolitiska regler över hela konjunkturcykeln kräver gedigna uppskattningar av de konjunkturberoende elementen. Det är svårt i praktiken.
 - Om räntepolitiken systematiskt reagerar på utvecklingen i den reala ekonomin kan det lätt medföra trovärdighetsproblem. Alla sådana försök måste åtföljas av strategier för tydlig kommunikation.
- ☞ Flexibilitet under extrema förhållanden – undantagsklausuler – är att föredra både ex ante och ex post. Under krisperioder kan normala politiska instrument vara svåra att använda och okonventionella åtgärder kan vara motiverade.
- ☞ Det finns ett visst empiriskt stöd för att finanspolitiska regler bidrar till att stabilisera det primära underskottet och till att minska skuldsättningen snabbare. Det finns också stöd för att finanspolitiska regler innebär en mindre volatil finanspolitik, men att de samtidigt kan motverka effekterna av automatiska stabilisatorer.

12345

Sparande och investeringar

Lågt privat och offentligt sparande i kombination med höga bostadsinvesteringar nämns ofta som viktiga förklaringar till den finanskris som bröt ut i USA 2007–2008. Liknande förklaringar verkar, dock i varierande omfattning, ligga bakom krisens spridning i Europa. Utvecklingen i Sverige har varit annorlunda. Sverige har inte drabbats av en finanskris eller kraftigt fallande bostadspriser på samma sätt som USA och flera europeiska länder. Ofta lyfts de sunda offentliga finanserna fram som en viktig förklaring till den svenska utvecklingen. Avsikten med det här kapitlet är att tränga djupare in i det offentliga sparandet och andra aspekter av det svenska spar- och investeringsbeteendet. Sparandet och investeringarna ligger till grund för flera frågor som ofta nämns, eller i alla fall borde nämnas, i den svenska ekonomisk-politiska diskussionen.

En sådan fråga, som enligt oss har fått en något undanskymd roll i diskussionen, är orsakerna till och konsekvenserna av det svenska bytesbalansöverskottet. Många har oroats av de så kallade globala obalanserna med stora bytesbalansöverskott i bland annat Kina och Tyskland och underskott i USA och andra europeiska länder. Man har menat att dessa överskott är problematiska och åtminstone delvis återspeglar en misslyckad politik i överskottsländerna. Sedan mitten av 1990-talet har Sveriges överskott varit större (i förhållande till BNP) än Tysklands och Kinas. Den underliggande utvecklingen

*Stort överskott
i svenska bytes-
balansen*

i Sverige har dessutom i flera avseenden liknat de senaste årens utveckling i Tyskland. Är de eventuella problem med låga investeringar och låg inhemsk efterfrågan som identifierats för Tyskland även problem för den svenska ekonomin?¹

Andra frågor, som har uppmärksammats mer i den svenska diskussionen, rör den offentliga sektorns sparande. Bidrar det offentliga sparandet till en alltför stram finanspolitik under den nuvarande lågkonjunkturen, till en alltför stor offentlig förmögenhetsuppbyggnad, eller kanske till en orättvis omfördelning från gamla till unga? Eller bidrar det höga offentliga sparandet till alltför låga offentliga investeringar?

Även hushållens sparbeteende har uppmärksammats. I likhet med utvecklingen i flera av krisländerna ökade de svenska hushållens skulder kraftigt i förhållande till BNP under decenniet före finanskrisen, och även bostadspriserna steg snabbt. Många har i denna utveckling sett oroande tecken på en lånedriven bostadsbubbla, kanske orsakad eller förvärrad av Riksbankens lågräntepolitik.

*Många oroade
för lånedriven
bostadsbubbla*

Ambitionen i det här kapitlet är inte att reda ut samtliga dessa frågor. I stället vill vi redogöra för några grundläggande teoretiska resonemang kring internationella kapitalflöden, sparande och investeringar. Dessutom kommer vi att beskriva den svenska utvecklingen, delvis i ljuset av den teoretiska genomgången, men främst i ett historiskt och internationellt perspektiv. Denna beskrivning lägger grunden för flera av de frågor om finans- och penningpolitiken som vi sedan återkommer till i kapitel 4 och 5.

Bytesbalansen och de globala obalanserna

Bytesbalansen utgörs av skillnaden mellan ett lands samlade sparande och investeringar. I Sverige var bytesbalansen länge negativ, det vill säga investeringarna var större än sparandet. Investering-

1. Posen (2011) menar att den tyska efterfrågan måste höjas, bland annat genom högre tyska löner. Indirekt kan hans påstående tolkas som att det tyska sparandet är för högt. Internationella valutafonden (2011) menar i stället att det är de tyska investeringarna som är för låga.

arna finansierades då med hjälp av utländskt kapital. Vid mitten av 1990-talet svängde bytesbalansen till ett överskott, vilket i genomsnitt har uppgått till 7 procent av BNP under det senaste decenniet.

Är de stora bytesbalansöverskotten något att glädjas åt, eller kanske oroas av? Svaret på den frågan är inte självklart. Det kan finnas många skäl till att nivån på sparandet avviker från nivån på investeringarna i ett land. Låt oss först diskutera de kapitalrörelser som speglar fundamentala faktorer och ger upphov till en effektivare allokering av världens kapitalanvändning.²

Enligt gängse konsumtionsteorier försöker hushållen jämma ut konsumtionen över sin livscykel. Om inkomsten väntas vara hög i framtiden försöker hushållen redan idag konsumera mer och således att spara mindre. Och om dagens inkomst är hög i förhållande till framtida inkomst väljer hushållen att spara mer för att kunna fortsätta konsumera på en hög nivå även i framtiden.

Sparandet bör bero på landets inkomstutveckling över tiden

Dessa resonemang har också konsekvenser för ett lands samlade sparande. Det är därför motiverat att ett land sparar ovanligt mycket om inkomsterna är tillfälligt höga. Ett typexempel på ett sådant scenario är ett oljerikt land när oljepriset är ovanligt högt eller om oljeutvinningen väntas vara temporär. Ett annat typexempel är ett land med en ovanligt stor andel av befolkningen i arbetsför ålder, eftersom landet då bör bygga upp pensionssparande.

På liknande sätt kan det finnas rationella skäl även för att investeringsnivån varierar mellan länder och över tiden. Det är motiverat med höga investeringar antingen om dagens kapitalstock av någon anledning är ovanligt låg eller om kapital väntas bli mer användbart i framtiden. En ovanligt låg kapitalstock kan exempelvis bero på att kapital har förstörts i en naturkatastrof eller att investeringar har varit eftersatta under en längre tidsperiod. Framtida kapital kan väntas bli mer användbart om antalet personer i arbetsför ålder väntas växa, eller om landet väntas bli mer produktivt exempelvis på grund av snabb teknologisk utveckling.

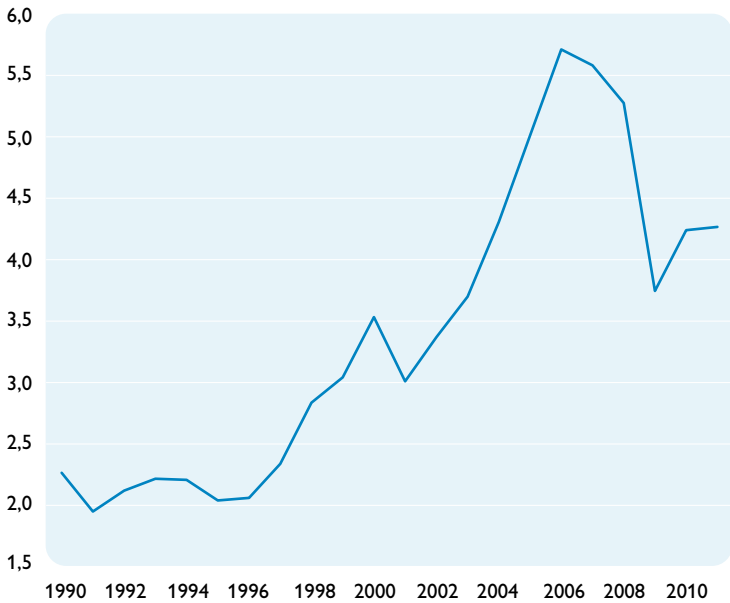
2. Dessa förklaringsfaktorer benämns ibland som »neoklassiska« eftersom de följer av den grundläggande neoklassiska teorin.

Många internationella kapitalrörelser kan förklaras utifrån resomang som dessa. Ett typiskt exempel är ett land som just upptäckt oljefyndigheter. Ett annat exempel är ett underutvecklat land som just öppnats upp för handel och utbyten med omvärlden. Oljefyndigheterna ger både hopp om höga framtida inkomster, vilket alltså höjer dagens konsumtion och pressar ner sparatet, och upphov till ett stort investeringsbehov för att bygga upp en industri för oljeutvinning. Liknande mekanismer uppstår för landet som just öppnat upp för omvärldshandel. Inkomsterna väntas stiga snabbt då landet ska växa ikapp den rikare omvärlden, och det finns ett behov av stora investeringar för att bygga upp en modern kapitalstock. I såväl oljelandet som tillväxtekonomin talar flera mekanismer alltså för att det bör uppstå ett bytesbalansunderskott. Ytterligare ett typiskt exempel är oljelandet när oljeutvinningen har tagit fart. Landet har nu höga inkomster på grund av oljeförsäljningen (och särskilt om oljepriset är högt som under de senaste åren). Men inkomsterna är endast tillfälligt höga, eftersom oljeresurserna är ändliga. För att kunna upprätthålla en framtida hög konsumtion behöver därför sparatet i landet vara högt, och det bör uppstå ett bytesbalansöverskott.

Utvecklingen i Norge stämmerväl med de mekanismer man kan vänta sig i ett oljeland. Under det sena 1970-talet, det vill säga när oljepriset steg och oljeindustrin byggdes upp, uppgick underskottet i landets bytesbalans till i genomsnitt 7 procent av BNP. Underskottet har sedan vänts till överskott, vilka under det senaste decenniet i genomsnitt har uppgått till 15 procent av BNP. De baltiska ländernas stora bytesbalansunderskott efter Sovjetunionens upplösning och i samband med ländernas anslutning till Europeiska unionen är goda exempel på mekanismerna i tillväxtländer.

Men det finns också flera skäl att oroas av stora internationella kapitalflöden. Under de senaste decennierna, och i synnerhet under det decennium som föregick finanskrisen, växte de internationella kapitalflödena. Nettoflödena blev allt större, det vill säga fler länder hade stora över- eller underskott i bytesbalansen (se figur 3.1). Dessutom, och kanske ännu mer oroande, formligen exploderade brut-

*Växande
globala
obalanser*



Figur 3.1 Globala obalanser.

Anm.: Världens bytesbalanser, absolutvärden, procent av världens BNP. Bearbetad data.
Källa: IMF WEO.

toflödena bakom dessa nettoflöden. Bytesbalansöverskotten medförde att Sveriges finansiella nettoskuld gentemot omvärlden sjönk från 31 procent av BNP 1995 till 15 procent av BNP 2010.³ Samtidigt ökade ändå den finansiella bruttoskulden från 106 procent av BNP till 295 procent av BNP. Att såväl internationella bruttoskulder som bruttotillgångar ökade betydligt snabbare än den ekonomiska tillväxten var inte unikt för Sverige utan kännetecknade utvecklingen i de flesta länder under de senaste decennierna. Varför oroades då ekonomer och beslutsfattare av de allt mer omfattande internationella kapitalflödena, ofta benämnda de *globala obalanserna*?

En anledning är att makroekonomiska kriser ofta har föregåtts av

3. Detta enligt SCB:s finansräkenskaper.

stora underskott i bytesbalansen. Underskotten kan tänkas vara en indikation på inhemska obalanser, till exempel att den inhemska ekonomin drivs av en optimism som resulterar i en ohållbar lånefinansierad konsumtions- och investeringstillväxt eller att ohållbara underskott i de offentliga finanserna medför att landets totala sparande blir alltför lågt. Utländskt kapital verkar dessutom vara mer lätttröligt än inhemskt. Om den optimistiska framtidssynen revideras ner kan det utländska kapitalet snabbt försvinna och tvinga fram en dramatisk omställning av landets ekonomi, vilket skedde under krisen i Sydostasien 1997–1998.⁴

Vidare oroades ekonomer av att kapital flödade just från Kina till USA. De kinesiska överskotten uppstod knappast som en följd av normala marknadsmekanismer utan för att landets ledning medvetet höll växelkursen på en låg nivå, dels för att gynna landets exportindustri, dels för att inte hamna i samma situation som grannländerna under krisen 1997–1998. De stora kinesiska överskotten har uppstått trots att landets investeringar har varit mycket höga i en internationell jämförelse. Sparandet har alltså varit ännu högre, och många menar att detta beror på att de sociala trygghetssystemen inte har utvecklats i takt med den ekonomiska tillväxten. Kinesiska hushåll bygger upp reserver för ålderdomen, barnens utbildning, eventuella sjukvårdskostnader etcetera.

De amerikanska underskotten verkar delvis ha uppstått som en följd av dollarns särställning som internationell reservvaluta, och kanske även på grund av att det amerikanska finanssystemet upplevdes som säkrare och mer utvecklat än i andra länder.⁵ Inflödet av utländskt kapital innebar att amerikanerna fick tillgång till billigt utländskt kapital. Ekonomer debatterade om denna utveckling var hållbar, och många oroades av hur den amerikanska ekonomin skulle kunna hantera en starkare kinesisk valuta och dyrare amerikansk upplåning, faktorer som bland annat skulle tvinga fram en omställning från hög konsumtion och inhemsk tjänsteproduktion

Kinas överskott ingen följd av marknadsmekanismer

USA har haft tillgång till billigt utländskt kapital

4. I Blanchards och Milesi-Ferrettis (2011) översikt nämns ytterligare några tänkbara mekanismer.

5. Se Forbes (2010).

till en större produktion för exportmarknaderna. Vissa ekonomer varnade även för att de amerikanska finansmarknaderna inte var tillräckligt välfungerande för att kunna hantera det allt större inflödet av internationellt kapital.⁶

De senaste årens finanskris följde ändå inte den utveckling som många ekonomer hade oroats av i samband med de globala obalanserna. Krisen initierades varken av en starkare kinesisk valutakurs eller av en flykt från den amerikanska dollarn. Obstfeld och Rogoff (2009) konstaterar i stället att de globala obalanserna och finanskrisen orsakades av gemensamma underliggande faktorer.

Empiriska studier tyder på att de fundamentala, neoklassiska, förklaringsfaktorerna endast förklarar en liten del av de internationella kapitalflödena, åtminstone på kort och medellång sikt.⁷ I synnerhet är det svårt att utifrån fundamentala faktorer förklara varför kapital flödar från fattiga till rika länder, något som alltså har varit ett dominerande inslag i de senaste årens globala obalanser.⁸ Kapitalflöden inom Europa verkar däremot förklaras bättre av de fundamentala faktorerna.⁹ Europas samlade bytesbalans har länge varit stabil kring nollstrecket. Inom Europa har kapitalet flyttat från rika länder som Tyskland, Sverige och Finland till snabbväxande länder i Öst- och Sydeuropa. De friktioner som hindrar kapitalflöden från de rika länderna till mindre utvecklade länder i Afrika och Asien har förmodligen varit betydligt mindre viktiga inom Europeiska unionen och även i förhållande till länder som har varit på väg att anslutas till unionen. I flera fall verkar dock kapitalet alltför enkelt ha flödat in i de snabbväxande länderna. Under 2006 och 2007 ökade underskotten snabbt i bland annat Baltikum, Bulgarien och Grekland. Till exempel steg bytesbalansunderskottet i Lettland från 12 procent av BNP 2005 till 22 procent 2006 och 2007. I Bulgarien steg underskottet från 12 procent 2005 till 30 procent 2007. Kapitalflö-

Inom Europa har kapital flödat från rika till snabbväxande länder, såsom teorin förutspår ...

6. Se till exempel Obstfeld (2005).

7. Se till exempel Chinn och Prasad (2003) samt Lane och Milesi-Ferretti (2011).

8. Att kapital inte flödar till fattiga länder på det sätt som de neoklassiska teorierna förutspår är dock inte något nytt fenomen. Se Lucas (1990).

9. Se Lane (2010).

dena under åren före finanskrisen drevs knappast huvudsakligen av normala fundamentala faktorer utan även av en överdriven optimism hos såväl inhemska hushåll som utländska investerare.

... men kapitalflödena verkar även ha drivits av överdriven optimism

Hur högt bör sparande och investeringar vara?

Vår diskussion av bytesbalansens bestämningsfaktorer ger indikationer för hur bytesbalansen, och sparandet och investeringarna bakom bytesbalansens saldo, bör utvecklas över tiden och i förhållande till andra länder. Men diskussionen ger ändå inget tydligt svar på hur högt sparandet och investeringarna bör vara. Detta gäller såväl landets samlade sparande och investeringar som de delar som den offentliga sektorn står för. Trots att detta är viktiga och välstuderade frågor finns inte heller mycket konkret vägledning att hämta från forskningen. Det problem som diskuterats mest där gäller risken att ekonomin investerar för mycket och därmed bygger upp en alltför stor kapitalstock.

Teorier om investeringar och sparande

Med en stor kapitalstock krävs stora löpande investeringar i underhåll för att motverka att kapitalstocken förfaller. Det är tänkbart att de investeringar som krävs på marginalen är större än den extra produktion som dessa ger upphov till. Om detta är fallet sägs ekonomin vara *dynamiskt ineffektiv*. Konsumtionen kan då höjas såväl i nuläget som i framtiden genom att investeringarna reduceras. Denna ineffektivitet kan uppstå som ett marknadsutfall i en i övrigt välfungerande ekonomi om hushållen inte litar på att efterföljande generationer kommer att bidra till de gamlas försörjning.¹⁰

Investeringar kan bli alltför höga

Enligt de grundläggande tillväxtmodellerna är ekonomin dynamiskt ineffektiv om räntan är lägre än ekonomins tillväxttakt. I praktiken är detta kriterium svårt att precisera och utvärdera. I en osäker värld varierar såväl ränta som tillväxt över tiden, och dess-

10. Se Weil (2008) för en relativt lättillgänglig översikt av dessa mekanismer.

utom ger olika tillgångar olika ränta (eller avkastning). Exempelvis visar Blanchard och Weil (2001) att räntan på säkra statsobligationer kan vara lägre än ekonomins tillväxttakt, och till och med negativ, i genomsnitt och nästan med säkerhet även när ekonomin är dynamiskt effektiv. Abel med flera (1989) och Barbie med flera (2004) har utvecklat mer generella metoder för att i praktiken kunna avgöra om ekonomier är dynamiskt ineffektiva. Dessa metoder tyder på att den amerikanska ekonomin är dynamiskt effektiv. Analyserna tyder också på att detta även gäller i Japan trots att investeringarna under lång tid har varit högre där än i de flesta utvecklade länder.

Det finns inget motsvarande kriterium för att avgöra om en (dynamiskt effektiv) ekonomi har en för liten kapitalstock. Högre investeringar idag medför att konsumtionen minskas på kort sikt i utbyte mot högre framtida konsumtion. Om detta är önskvärt eller ej beror på preferenser. I en välfungerande marknadsekonomi ska investeringarna inte behöva bli för låga. I praktiken finns dock flera snedvridningar och marknadsmisslyckanden som kan leda till alltför låga investeringar. I synnerhet kan skatter på kapitalinkomster och företagets vinster tänkas minska investeringsviljan. Exempelvis har Sverige en omfattande välfärdsstat med höga skatter, vilket i princip skulle kunna leda till snedvridningar som ger för låga investeringar.

Snedvridningar kan ge för låga investeringar

En annan sorts marknadsmisslyckande gäller tillhandahållandet av så kallade kollektiva varor, det vill säga varor där en användares konsumtion inte begränsar andra användares konsumtion eller där det är svårt att begränsa en enskild persons konsumtion av varan. Infrastruktur har i hög utsträckning dessa kollektiva egenskaper och tillhandahålls därför vanligen av, eller åtminstone med inverkan från, den offentliga sektorn.

Infrastruktur är sällan en renodlad kollektiv vara, dels eftersom det ofta finns risk att trängsel uppstår (köer på vägarna, fullsatta tåg), dels eftersom det ofta finns möjlighet att begränsa utnyttjandet (till exempel genom vägavgifter och tågbiljetter). Det finns dock mekanismer nära kopplade till de kollektiva varornas egenskaper som förstärker behovet av offentlig planering av infrastrukturen. För det första kan infrastrukturen tänkas ge upphov till externa effekter

Infrastruktur kräver offentlig planering

som inte beaktas av de enskilda individerna. För det andra kännetecknas infrastrukturinvesteringar av stora fasta kostnader och låga marginalkostnader. De fasta kostnaderna bör inte huvudsakligen finansieras med avgifter kopplade till utnyttjandet, eftersom utnyttjandet då blir lägre än vad som är effektivt.

Eftersom infrastrukturen således, nästan med nödvändighet, bestäms i den politiska processen snarare än på marknaden finns det ingen tydlig koppling mellan hushållens betalningsvilja och nivån på investeringarna. Problemen att utröna hushållens betalningsvilja är i själva verket en viktig anledning till att marknaden inte kan tillhandahålla infrastrukturen. I princip bör beslut om enskilda infrastrukturinvesteringar i stället föregås av en samhällsekonomisk kalkyl där olika konsekvenser av investeringen utreds. Sådana kalkyler är dock ofta förknippade med stora osäkerhetsmoment och tänkbara felkällor.¹¹ Det är därför tänkbart att landets investeringar i infrastruktur hamnar på en ineffektiv nivå.

Det finns en välutvecklad teoretisk och empirisk forskning kring hushållens sparande. Vi redogjorde indirekt för denna i diskussionen av bytesbalansens bestämningsfaktorer. Den centrala insikten är att hushållen med hjälp av sparandet försöker jämna ut sin konsumtion över tiden. På en aggregerad nivå beror dock möjligheterna att uppnå en jämn konsumtionsprofil på vilka produktionsresurser som finns tillgängliga vid olika tidpunkter. För världsekonomin som helhet måste sparandet vara precis lika stort som investeringarna. Förenklat skulle man kunna säga att ett lands sparande i genomsnitt bör vara ungefär lika högt som dess investeringar. Påståendet är dock en ganska grov förenkling. Våra tidigare resonemang kring bytesbalansen visar att det kan finnas goda skäl för sparandet att *tillfälligt* avvika från investeringarna. Men resonemangen kan också medföra avvikelser från investeringarna på lång sikt. Om exempelvis ett land får tillfälligt höga inkomster bör ju sparandet vara högt på kort sikt. Landet bygger då upp en förmögenhetsposition

Ett lands sparande och investeringar behöver inte vara lika ens på lång sikt

11. Se Nilsson med flera (2009) för en genomgång av hur samhällsekonomiska kalkyler faktiskt används och skulle kunna användas i Sverige.

mot omvärlden. En optimal långsiktig strategi för landet, eller dess hushåll, kan vara att hålla denna förmögenhet konstant relativt ekonomins storlek, och en sådan strategi medför vanligen att sparandet blir högre än investeringarna även på lång sikt.¹²

Teorier om offentlig skuldsättning

De intressantare analyserna kring sparandet rör den offentliga sektorns skuld- eller förmögenhetsuppbyggnad, och hur hög statsskulden bör vara. Analyserna resulterar inte i några handfasta insikter, utan konstaterar endast att det inte finns någon optimal skuldnivå. Som vi diskuterat i kapitel 2 visade Barro (1979) att en optimalt utformad finanspolitik medför att skattenivån ska förväntas vara konstant. Om ekonomin drabbas av en tillfällig kostnadsökning (till exempel under en lågkonjunktur) bör skulden öka ungefär lika mycket som den tillfälliga kostnadsökningen, för att därefter förväntas ligga kvar på den nya högre nivån. Om ett land förväntar sig ändrade offentliga kostnader i framtiden, exempelvis på grund av att befolkningen åldras, bör skulden omedelbart reduceras för att fördela kostnadsökningen över tiden.

Just den åldrande befolkningen har ofta använts för att motivera överskotts målet för de svenska offentliga finanserna. Det kan vara intressant att notera att befolkningen väntas åldras betydligt snabbare i många andra länder än Sverige. Flera sydeuropeiska länder hade mycket låga födelsetal under 1980- och 1990-talen, och kommer därför under de kommande decennierna att få en snabbt stigande andel gamla i förhållande till befolkningen i arbetsför ålder, och dessutom en fallande befolkningsstorlek.¹³ Utifrån Barros teori om effektiv beskattning är skälen alltså större för högt offentligt sparande

12. Resonemangen kring den internationella skuld- och förmögenhetsdynamiken liknar de kring den offentliga sektorns skulddynamik, vilken vi diskuterar i fördjupningsruta 4.1 och 4.2 (offentliga sektorns nettoförmögenhet och totala budgetsaldo byts då ut mot landets internationella nettoförmögenhet respektive bytesbalanssaldo).

13. Enligt FN:s befolkningsprognoser kommer antalet personer över 65 år per 100 personer mellan 20 och 64 år att öka från 31 respektive 34 i Sverige och Italien idag

de i Sydeuropa än i Sverige, tvärt emot vad vi ser i verkligheten.¹⁴

Något förenklat kan vi ändå säga att Barros analys visar att skuldkvoten bör behållas på den nuvarande nivån oavsett om den är låg eller hög. Det ska dock påpekas att Barros analys bygger på antagandet att det inte finns någon övre gräns för skatteuttaget och att ingen skuld är för hög för att kunna betalas tillbaka. En mer sofistikerad analys (Lucas och Stokey, 1983) bekräftar de huvudsakliga slutsatserna i Barros analys, men tyder också på att återbetalningen av skulden bör betingas på den ekonomiska utvecklingen. I praktiken verkar dessutom hög skuldsättning vara problematisk och ofta förknippas med skuldkriser eller liknande makroekonomiska kriser. Till exempel finner Reinhart och Rogoff (2011) att statlig bruttoskuld över 90 procent av BNP är förknippad med betydligt lägre BNP-tillväxt än lägre skuldnivåer. Manasse och Roubini (2005) finner visserligen att hög skuldsättning (särskilt extern sådan) i tillväxtekonomier ökar risken för en skuldkris, men visar också att denna risk ändå kan vara låg om landet har överskott i bytesbalansen, lång löptid på skulden samt en växelkurs som inte är övervärderad.

En annan aspekt av offentlig skuldsättning rör möjligheterna att undvika att ekonomins investeringar blir för höga, det vill säga att ekonomin blir dynamiskt ineffektiv. Ökad offentlig skuldsättning driver upp räntenivån och tränger undan investeringar i fysiskt kapital. På så sätt kan ökad skuldsättning medföra att de ineffektivt höga investeringarna undviks. Det här motivet för offentlig skuldsättning har dock liten relevans i praktiken. För det första är det tveksamt om investeringar och kapitalstock verkligen påverkas av statskuldens storlek i en liten öppen ekonomi som den svenska. För det andra finns det bättre instrument för att motverka dynamisk

till 47 respektive 68 om fyra decennier. I Italien väntas befolkningen krympa med 2 procent under denna tidsperiod medan den väntas öka med 16 procent i Sverige.

14. Se Flodén (2003) för en analys av denna teoris implikationer för sparandet i olika länder. Att åldrande befolkning utgör en offentlig-finansiell belastning beror delvis på ett antagande om att vi i framtiden kommer att sluta arbeta vid samma åldrar som idag, trots att vi då förväntas leva längre. Den del av befolkningens åldrande som beror på att vi lever längre hanteras mer effektivt genom höjd pensionsålder än genom minskad offentlig skuldsättning (se Andersen, 2008).

Starkare skäl för högt offentligt sparande i Sydeuropa än i Sverige

I praktiken verkar hög skuldsättning vara problematisk

ineffektivitet, särskilt med hjälp av pensionssystem. För det tredje, och kanske viktigast, finns det inga tecken på att ekonomin är dynamiskt ineffektiv.¹⁵

*Låg ränta ger
möjligheter
och risker*

Mer intressant är då möjligheterna att utnyttja att räntan på statsobligationer ofta är lägre än ekonomins tillväxttakt.¹⁶ Om räntan är lägre än tillväxttakten kan statsskulden hållas konstant relativt ekonomins storlek samtidigt som nyupplåning används både för att betala ränta på skulden och för att finansiera offentliga utgifter. Ökad offentlig upplåning verkar då mycket attraktivt. Men om ekonomin är dynamiskt effektiv finns det en risk att en denna skuldsättningsstrategi misslyckas och att framtida generationer drabbas av stora kostnader för skuldsanering.¹⁷ Dessutom misslyckas strategin just i perioder med låg tillväxt då man inte gärna vill drabbas av en skuldskris. Möjligen kan man tolka de senaste årens skuld- och budgetkriser i Sydeuropa och USA som följderna av en medveten skuldstrategi som alltså misslyckades när konjunkturutvecklingen blev svag.

Slutsatsen av denna genomgång blir att det knappast i den ekonomiska forskningen går att finna några optimala nivåer för ett lands eller den offentliga sektorns sparande och investeringar. Det finns en teoretisk risk att en ekonomis investeringar blir ineffektivt höga, men det finns inget som tyder på att detta i praktiken har hänt i Sverige eller andra utvecklade marknadsekonomier. Det finns vissa teoretiska argument för att en hög statsskuld kan vara önskvärd, men även vissa teoretiska argument som talar för en låg statsskuld. Dessutom tyder den empiriska erfarenheten på att mycket höga

15. Ett nära relaterat skäl för offentlig skuldsättning uppstår i ekonomier där hushållen inte kan försäkra sig mot inkomstrisker och därför bygger upp försiktighets-sparande. En hög statsskuld ger hushållen ökade möjligheter att spara utan att samtidigt tvinga fram en onödigt hög fysisk kapitalstock (Woodford, 1990, Aiyagari och McGrattan, 1998). Återigen är argumentet knappast tillämpligt på en liten öppen ekonomi, och även här kan ineffektiviteten bättre mötas med hjälp av socialförsäkringar (Flodén 2001).

16. Så har varit fallet i genomsnitt och under en majoritet av åren i USA det senaste dryga seklet (Ball med flera 1998) och i Sverige det senaste dryga decenniet.

17. Simuleringar i Ball med flera (1998) indikerade att en sådan strategi hade en hög sannolikhet att lyckas i den amerikanska ekonomin, men att sannolikheten för att misslyckas inte var försumbar.

statsskuldkvoter medför problem.

Möjligen kan denna brist på tydlig vägledning från forskningen förklara hur det kommer sig att skillnaden mellan nivån på länders statsskulder är så olika (som vi såg i kapitel 1). Det finns helt enkelt stort utrymme för – och behov av – politiska bedömningar när det gäller att avgöra vilken nivå på sparande, investeringar och skuldsättning som är önskvärd. Men detta innebär ju inte att alla politiska beslut är acceptabla. Snarare talar osäkerheten för en ordentlig diskussion baserad på både ekonomiska och politiska analyser. I ett sådant läge kan en institution som ett finanspolitiskt råd fylla en viktig funktion. Inte i första hand genom att tala om för regeringen vad den bör göra, utan för att granska och kommentera de olika analyser och argument som förs fram.

*Stort utrymme
för politiska
bedömningar*

*Finanspo-
litiskt råd
kan granska
analyser och
argument*

Den svenska bytesbalansen

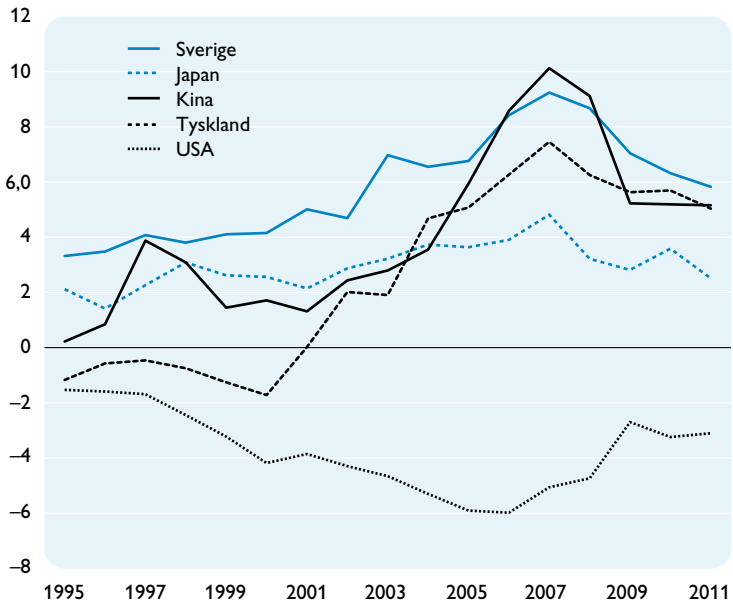
Eftersom Sverige är ett litet land är våra kapitalflöden relativt obetydliga i ett globalt sammanhang. Ofta beskylls Kina, Japan och Tyskland för att bidra till de globala obalanserna genom allt för högt sparande och låg konsumtion. Men figur 3.2 visar att Sverige i förhållande till ekonomins storlek har haft ännu större överskott i bytesbalansen än dessa länder under det senaste dryga decenniet.¹⁸

*Sverige har
större överskott
än Kina och
Tyskland*

Det ihållande svenska bytesbalansöverskottet har fått relativt lite uppmärksamhet i den ekonomisk-politiska diskussionen. För att försöka utröna om man bör oroa sig för bytesbalansen fördjupar vi oss här i tänkbara förklaringsfaktorer bakom överskotten.

Vi konstaterade ovan att de fundamentala förklaringarna till ett bytesbalansöverskott i princip kan sammanfattas som pessimism om landets framtida ekonomiska utveckling; låga förväntningar om

18. De svenska överskotten har trots allt inte varit försumbara, åtminstone inte under inledningen av denna period. Under femårsperioden 2000–2004 uppgick de samlade svenska överskotten till 79 miljarder dollar att jämföra med 188 miljarder dollar i Kina och 183 miljarder dollar i Tyskland. De japanska överskotten uppgick dock till hela 628 miljarder dollar, och svarade därmed för en betydande andel av de amerikanska underskotten på 2 418 miljarder dollar.



Figur 3.2 Har Sverige bidragit till de globala obalanserna?

Anm.: Bytesbalanser, procent av BNP.

Källa: IMF WEO.

framtida inkomstillväxt och produktivitet höjer hushållens sparande och sänker företagens investeringsvilja. Men vi konstaterade även att de fundamentala faktorerna endast verkar kunna förklara en begränsad andel av de senaste årens internationella kapitalflöden.

En mekanism som får starkt stöd i empiriska undersökningar är däremot att den offentliga sektorns sparande påverkar bytesbalansen.¹⁹ Bluedorn och Leigh (2011) finner att en finanspolitisk åtstramning med 1 procentenhet av BNP medför att bytesbalansen ökar med 0,6 procentenheter, och att denna ökning orsakas till ungefär lika stora delar av att landets totala sparande ökar och att landets investeringar faller. Enligt deras studie bidrog finanspo-

19. Enligt neoklassisk teori är det inte självklart att den offentliga sektorns sparande ska påverka landets totala sparande.

litiska åtstramningar till att det svenska budgetsaldot förbättrades med 10,6 procentenheter av BNP mellan 1993 och 1998.²⁰ Deras studie indikerar därför att konsolideringen av de svenska offentliga finanserna under 1990-talets mitt kan vara en viktig faktor bakom det svenska bytesbalansöverskottet.²¹

*Finanspolitisk
åtstramning
en viktig faktor
bakom Sveriges
bytesbalansöverskott*

En annan faktor som kan ha bidragit till de svenska bytesbalansöverskotten är Sveriges nära koppling till de baltiska ekonomierna. Vi nämnde tidigare att de neoklassiska förklaringsmodellerna kan förklara mycket av de europeiska kapitalflödena. Svenska investeringar i Baltikum har varit omfattande under det senaste dryga decenniet. Ytterligare en förklaring skulle kunna vara den åldrande befolkningen, där utvecklingen i Sverige ligger något tidigare än i flertalet andra länder, och därför har motiverat ett högt bytesbalansöverskott.²² Det är också tänkbart att den svenska pensionsreformen 1994 tydliggjorde behovet av ett ökat privat pensionssparande på ett annat sätt än i andra länder.

Vi har konstaterat att den svenska bytesbalansen uppvisar ett stort överskott sedan mitten av 1990-talet, att överskottet eventuellt kan ses som en del av de globala obalanserna, samt att överskottet förmodligen har orsakats av den svenska budgetkonsolideringen efter 1990-talskrisen. Det svenska bytesbalanssaldot är i sig kanske inte lika intressant som komponenterna bakom saldot. Låt oss därför fokusera på dessa komponenter, det vill säga på det svenska sparatet och investeringarna.

20. Bluedorn och Leigh använder data från Devries med flera (2011) där finanspolitiska åtstramningar identifieras utifrån uttalanden i policydokument, såsom budgetpropositioner. En finanspolitisk åtstramning är en skattehöjning eller utgiftsminskning som genomförs för att reducera ett budgetunderskott.

21. Bytesbalansen vände från ett genomsnittligt underskott på 1 procent av BNP 1985–1991 till ett genomsnittligt överskott på 6,8 procent 2001–2007.

22. Simuleringar i Domeij och Flodén (2006) indikerar att det svenska bytesbalansöverskottet, endast på grund av demografiska faktorer, borde ligga på en hög nivå fram till ca 2010 för att därefter gradvis falla mot balans ungefär 2040.

Bakom bytesbalansöverskotten: sparande och investeringar

Överskottet i den svenska bytesbalansen har i genomsnitt uppgått till 7 procent av BNP under det senaste decenniet. Det totala sparandet har alltså överstigit investeringarna med 7 procent av BNP. Kan man tolka detta som att Sverige har sparat för mycket och investerat för lite?

Det svenska sparandet

Högt sparande i Sverige jämfört med andra länder

Figur 3.3 visar att det totala bruttosparandet i den svenska ekonomin har varit högt i en internationell jämförelse under det senaste decenniet, och figur 3.4 visar att även det totala nettosparandet har varit högt.²³ Figurerna 3.4 och 3.5 visar dessutom att det svenska sparandet är högt i både offentlig och privat sektor.²⁴ Det relativt höga sparandet i den offentliga sektorn är ett resultat av den budgetkonsolidering som inleddes under 1990-talet i kombination med ett alltför lågt offentligt sparande i omvärlden under de goda åren före finanskrisen. Vi återkommer till en djupare diskussion kring det offentliga sparandet i kapitel 4.

Länder med lågt sparande har drabbats hårt av finanskrisen

Att sparandet är högt jämfört med omvärlden kan naturligtvis bero på att andra länder i någon bemärkelse har sparat för lite. De fem länder i figur 3.3 som hade lägst sparande under åren före krisen (Grekland, Storbritannien, Portugal, USA och Italien) har drabbats relativt hårt under åren efter finanskrisen.

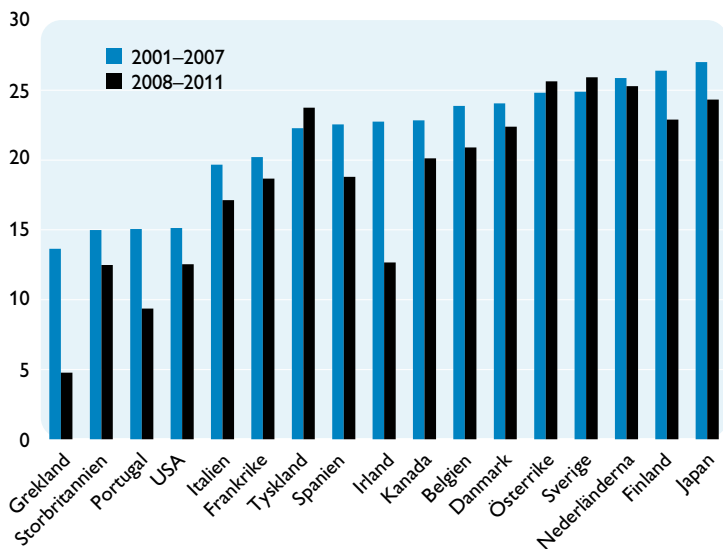
Vidare kan vi notera att de svenska *hushållens* sparande som andel av BNP ligger kring det europeiska genomsnittet.²⁵ De omfat-

23. Nettosparandet ges av bruttosparandet minus kapitalförslitningen.

24. Figur 3.5 visar dessutom ingen indikation på att offentligt sparande har trängit undan privat sparande, utan tyder snarast på att länder med högt offentligt sparande även har haft högt privat sparande.

25. Hushållens sparande anges vanligen i förhållande till den disponibla inkomsten. Det svenska sparandet framstår då som högre i en internationell jämförelse, eftersom den höga skattenivån i Sverige medför att den disponibla inkomsten är låg i förhållande till BNP.

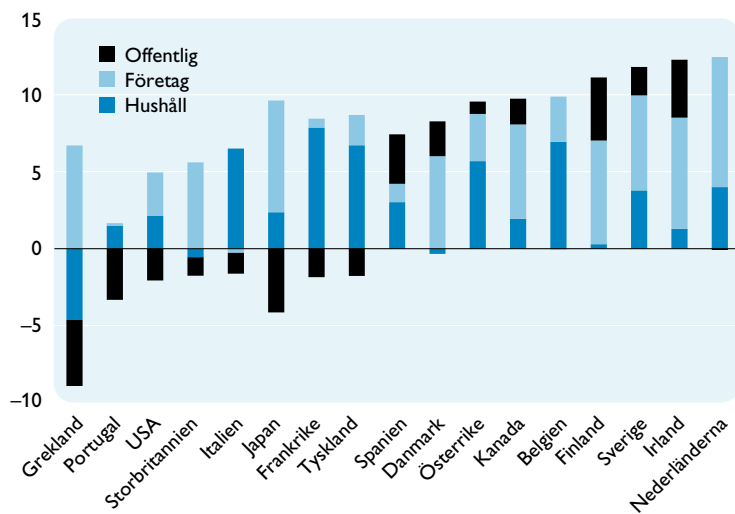
SPARANDE OCH INVESTERINGAR



Figur 3.3 Högt sparande i Sverige.

Anm.: Totalt bruttosparande, procent av BNP. Genomsnittligt värde 2001-2007 resp. 2008-2011.

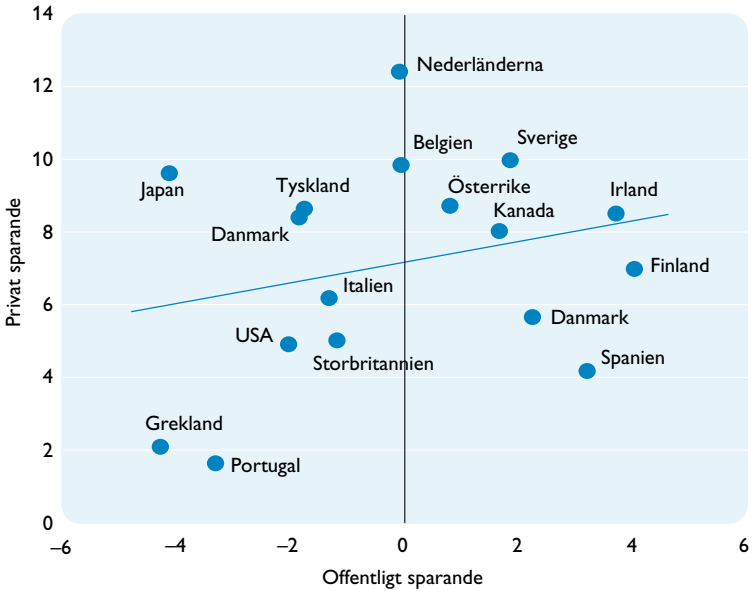
Källa: IMFWEO.



Figur 3.4 Sparande per sektor.

Anm.: Nettosparande, procent av BNP. Genomsnittliga värden 2001-2007.

Källa: Eurostat och OECD.



Figur 3.5 Offentligt och privat nettosparande.

Anm.: Som figur 3.4.

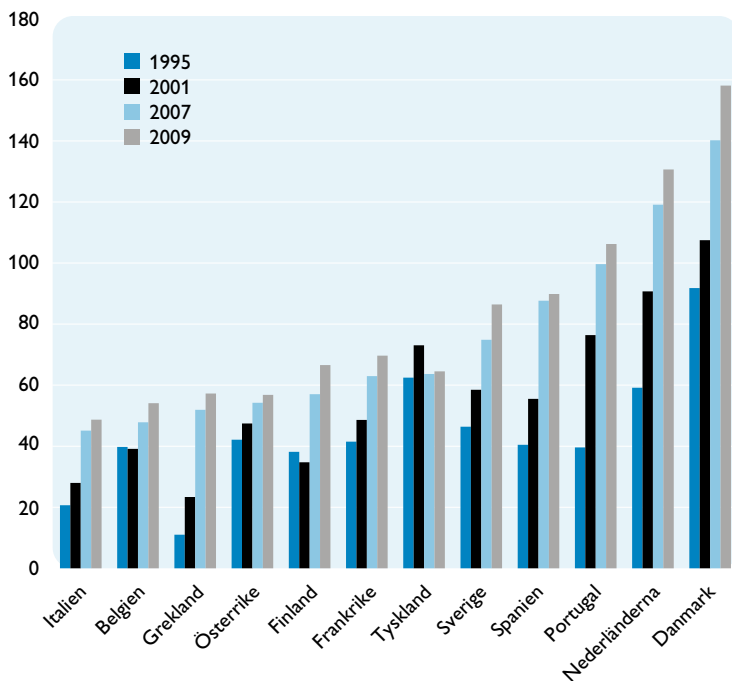
Källa: Som figur 3.4.

tande välfärdstjänsterna i Sverige medför att behovet att spara inför ålderdom, sjukdom och barnens utbildning är lågt i jämförelse med många andra länder. I ljuset av denna observation framstår de svenska hushållens sparande som relativt högt.

Pensionssystemet påverkar sparandet

En förklaring till det relativt höga sparandet kan vara att förändringen av det allmänna pensionssystemet under 1990-talet tydliggjorde att de framtida pensionerna kommer att bli låga. Enligt Europeiska kommissionens prognoser kommer den genomsnittliga pensionsutbetalningen från det offentliga inkomstpensionssystemet att falla från 49 procent av en genomsnittslön år 2007 till 30 procent år 2060 (Europeiska kommissionen 2010).²⁶ För många

26. Om man räknar in premiepensionen och tjänstepensioner (vilka räknas till det privata sparandet) väntas ersättningsgraden falla från 64 procent av genomsnittslönen till 46 procent. Dessa system kommer alltså inte att kunna kompensera fallet i inkomstpensionen i någon större utsträckning.



Figur 3.6 Hushållens skulder har ökat.

Anm.: Hushållens finansiella skulder, procent av BNP.

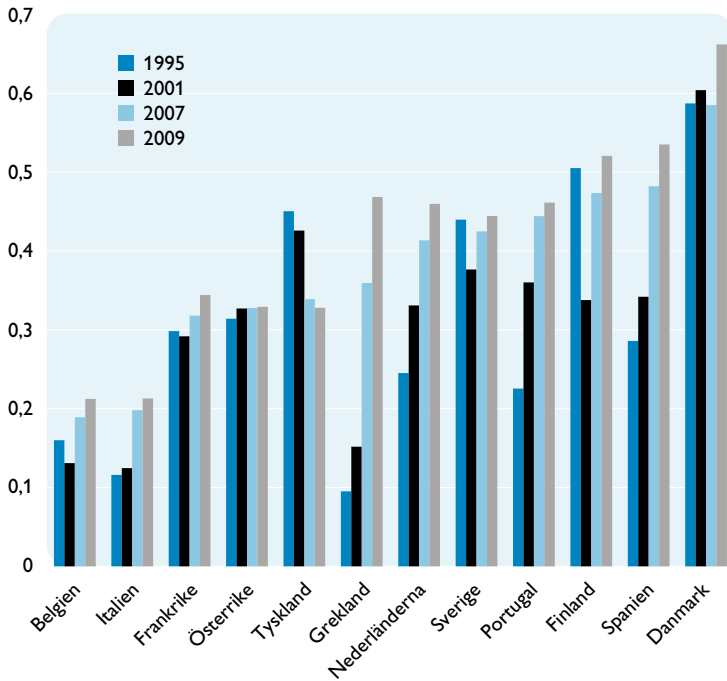
Källa: OECD.

hushåll framgår det därför tydligt att den allmänna inkomstpensionen måste kompletteras med annat sparande, eller alternativt av en senare pensionering. Detta behov bör vara minst lika stort i andra länder. Före finanskrisen hade dock endast ett fåtal länder förmått utforma pensionssystem som kan hantera att befolkningen blir allt äldre. De befintliga, långsiktigt ohållbara, pensionssystemen kan ha gett hushållen falska förhoppningar om att privat pensionssparande var onödigt.

Ofta hör man ändå att det sparas *för lite* i Sverige.²⁷ Påståendet utgår ofta från observationen att hushållens skuldsättning har ökat under de senaste åren (se figur 3.6). Men figur 3.7 visar att hushållens spa-

Hushållens sparande har ökat parallellt med ökad belåning

27. Se till exempel Josefson (2011).



Figur 3.7 Hushållens skuldkvot har varit stabil i Sverige.

Anm.: Hushållens finansiella skulder i förhållande till deras finansiella tillgångar.

Källa: OECD.

rande har ökat parallellt med den ökade belåningen. Skulderna uppgår till knappt hälften av värdet på hushållens finansiella tillgångar.²⁸

Trots att hushållens finansiella nettoförmögenhet (tillgångar minus skulder) har varit stabil i förhållande till inkomsterna under de senaste decennierna kan det finnas anledning att oroas av den allt högre bruttoskulden. Hushållens tillgångar består i hög utsträckning av aktier och fonder, som har ett osäkert värde, samt av pensionssparande som inte snabbt kan realiseras. De större balansräkningarna medför därför att hushållens risker har ökat.

En tänkbar förklaring till att såväl hushållens sparande som be-

²⁸. Hushållens innehav av bostadsrätter, men inte fastigheter, ingår i de finansiella tillgångarna.

låning har ökat är utformningen av pensionssystemet. Møller och Nielsen (2011) menar att tjänstepensionssystemet tvingar fram ett onödigt högt sparande för många ungdomar och höginkomsttagare. Liknande mekanismer finns inbyggda i det allmänna pensionssystemet. Samtidigt som ungdomar sparar för den framtida ålderdomen tar många även stora lån för att finansiera sitt första bostadsköp. Snarare än att köpa både bostad och pensionsförsäkringar, delvis med lånade medel, skulle unga hushåll kunna koncentrera sitt sparande till bostadsmarknaden men med en längre belåningsgrad.

Sammanfattningsvis ser vi inga större problem med det svenska sparandet. Att sparandet har varit högre än omvärldens är förmodligen sunt, eftersom mycket tyder på att både den offentliga och den privata sektorn sparade alltför lite i många länder före finanskrisens utbrott.

De svenska investeringarna

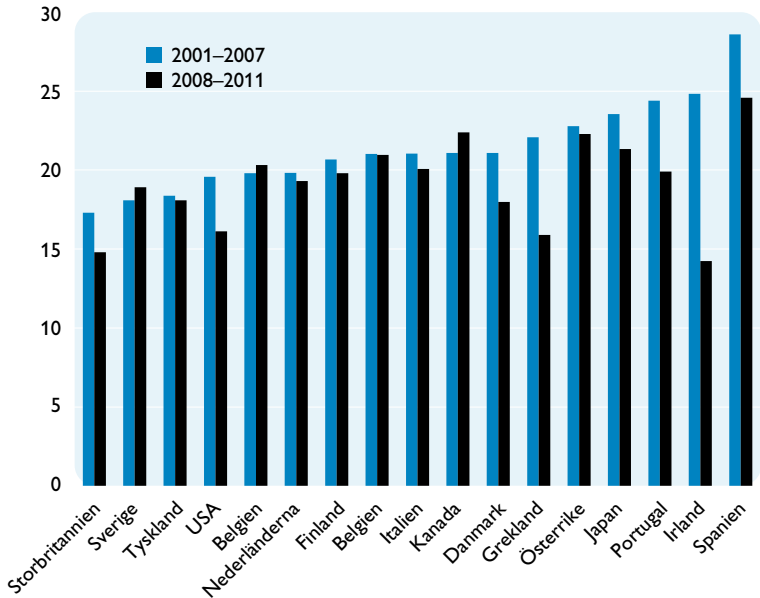
Figur 3.8 visar att den svenska investeringsnivån före finanskrisen var låg i internationell jämförelse. Länder som senare drabbades allvarligt av finanskrisen hade ofta högre investeringsnivåer trots lågt sparande (Grekland och Portugal) eller betydligt högre investeringsnivåer i kombination med ett normalhøgt sparande (Irland och Spanien). Men den svenska investeringsnivån har varit relativt låg även om vi bortser från de värsta krisländerna. En närmare granskning av investeringsdata (se figur 3.9) visar dock att det är fastighets- och infrastrukturinvesteringarna som har varit låga i Sverige. Maskininvesteringarna har varit relativt höga medan immateriella investeringar har varit högre än i flertalet andra länder.

Tabell 3.1 sammanfattar den internationella investeringsutvecklingen i ett längre tidsperspektiv, medan figur 3.10 visar hur de svenska kapitalstockarna har förändrats över tiden. Det framgår tydligt att den nuvarande nivån på investeringar i fastigheter och infrastruktur är låg även i ett historiskt perspektiv. Bostadsinvesteringarna var mycket låga under stora delar av 1990-talet, och möjligen krympte beståndet under den perioden. Enligt Lind (2003) bidrog en lång och osäker kommunal planeringsprocess samt hyresregle-

Låga investeringar i Sverige jämfört med andra länder

Låga investeringar i fastigheter och infrastruktur

Regleringar bakom lågt byggande



Figur 3.8 Låga investeringar i Sverige.

Anm.: Totala investeringar, procent av BNP. Genomsnittligt värde 2001–2007 resp. 2008–2011.
Källa: IMF WEO.

ringen till det låga byggandet 1995–2001. Han menar också att ett relativt gott bostadsbestånd efter 1960- och 1970-talens kraftiga expansion kan ha hållit nere investeringarna, men det är tveksamt om detta argument kan användas även för att förklara att byggandet har förblivit lågt under det senaste decenniet.

Notera att bostadsinvesteringarna låg på en mycket hög nivå i Irland och Spanien före krisen där snabb prisökning på bostäder före krisen har följts av kraftiga fall under de senaste åren (se figur 3.11). Vi såg även en kombination av högt nybyggande och snabb prisuppgång i Japan och Sverige under slutet av 1980-talet, följt av snabba prisfall åren därefter.²⁹ Under det senaste dryga decenniet har dock

*Lågt byggande
bakom höga
bostadspriser i
Sverige?*

29. Bostadsinvesteringarna i Japan och Sverige nådde en topp på knappt 6 procent av BNP 1988 respektive 1991, att jämföra med 14,0 respektive 9,3 procent av BNP i Irland och Spanien 2006.

snabba husprisökningar kombinerats med lågt nybyggande i Sverige. Detta tyder på att det är lågt nybyggande snarare än hushållens ökade skuldsättning som har drivit fram de stigande huspriserna.

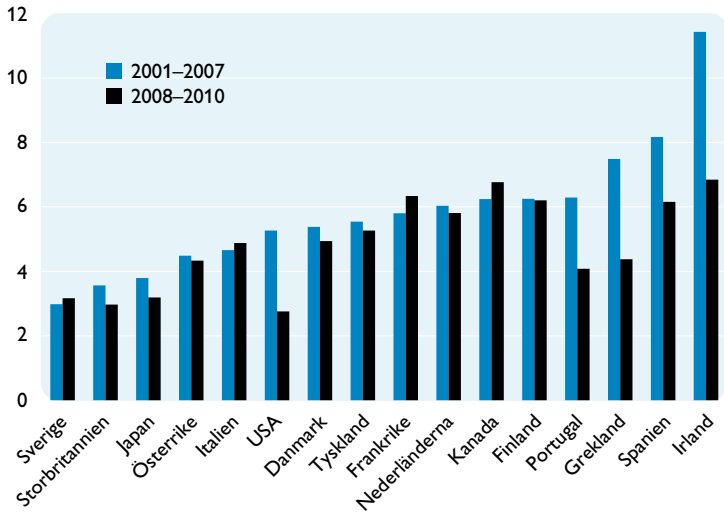
Som vi konstaterade ovan bestäms nivån på infrastrukturinvesteringarna nästan med nödvändighet i den politiska processen. Det finns därför ingen direkt koppling mellan hushållens betalningsvilja och de politiska investeringsbesluten. Det är också möjligt att hushållens samlade betalningsvilja inte sammanfaller med investeringarnas samhällsnytta, vilken inte heller lätt kan observeras. Infrastrukturinvesteringarna kan därför i princip bli ineffektivt höga eller ineffektivt låga. Det verkar dock råda en allmän uppfattning både att den svenska infrastrukturen är eftersatt och att det finanspolitiska ramverket har gett upphov till de låga investeringarna. Vi återkommer till ramverkets inverkan på investeringarna i kapitel 4. Här fokuserar vi istället på infrastrukturinvesteringarnas nivå.

Av tabell 3.1 och figurerna 3.8 och 3.9 framgår att de svenska investeringarna i »övriga fastigheter och infrastruktur« är mycket låga i en internationell jämförelse, samt att dessa investeringar även är låga jämfört med historiska svenska nivåer. De tidigare svenska investeringsnivåerna har ändå inte varit anmärkningsvärt höga, så orsaken till de låga investeringarna det senaste decenniet är knappast att vi tidigare hade en onormalt välutbyggd infrastruktur.

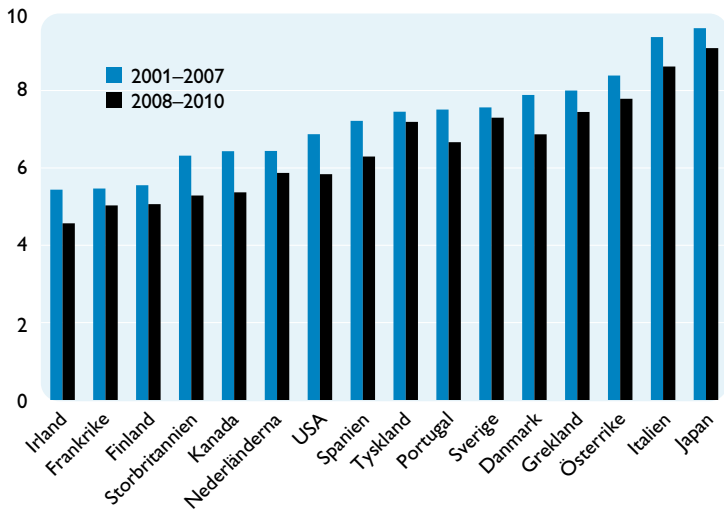
Finanspolitiska rådet (2009) ger en översikt av hur de offentliga investeringarna har utvecklats över tiden och jämfört med andra länder. Även deras granskning visar att investeringarna har sjunkit kraftigt över tiden. Däremot är den svenska offentliga sektorns investeringar inte anmärkningsvärt låga i en internationell jämförelse. OECD (2009, s. 42) varnar dock för att använda sektorsindelade investeringsdata för internationella jämförelser, eftersom ägandet och användandet av kapital inte alltid sammanfaller. Vi misstänker därför att indelningen på tillgångstyper ger en mer rättvisande bild av infrastrukturinvesteringarna.

Vi noterade tidigare att forskningen inte ger mycket vägledning om den optimala investeringsnivån, utöver insikten att det inte finns några tecken på att de totala investeringarna i andra länder,

BOSTÄDER



MASKINER



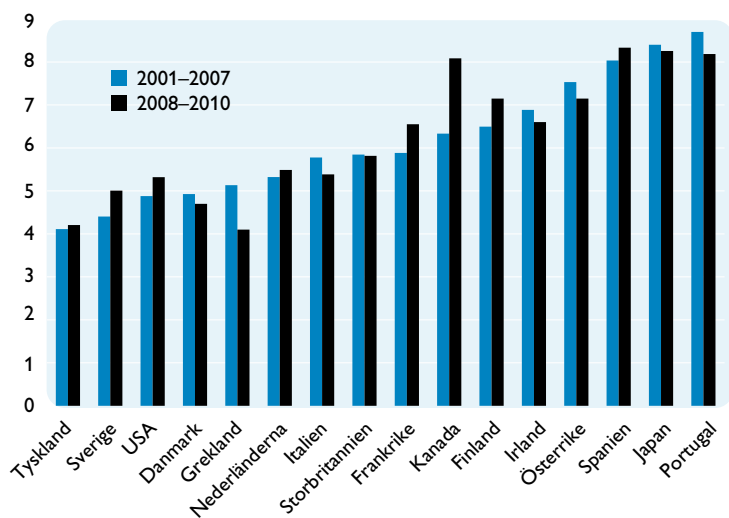
Figur 3.9 Investeringar fördelat på olika sektorer.

Anm.: Procent av BNP. Genomsnittligt värde 2001-2007 resp. 2008-2010. För Irland och Japan saknas 2010 års värde, därmed avser svart stapel endast 2008-2009.

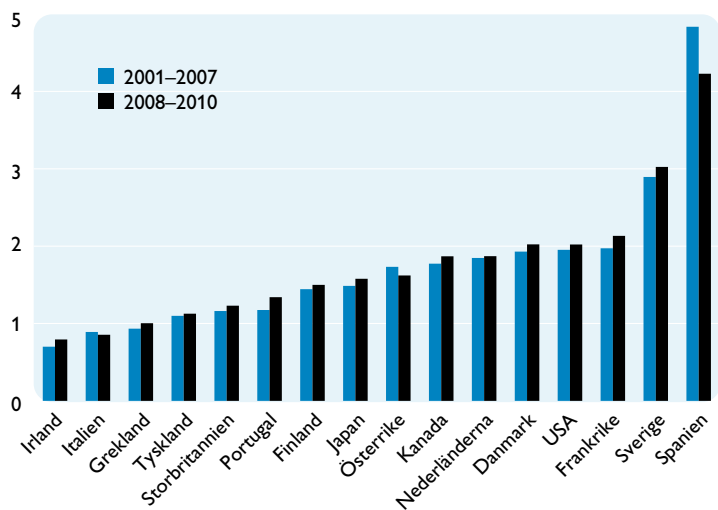
Källa: OECD.

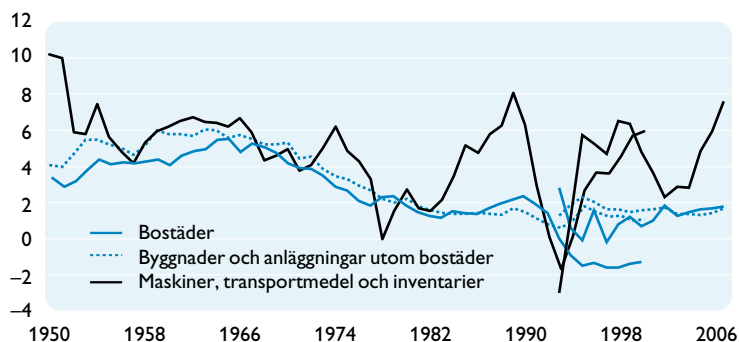
SPARANDE OCH INVESTERINGAR

ÖVRIGA FASTIGHETER OCH INFRASTRUKTURER



IMMATERIELLA TILLGÅNGAR





Figur 3.10 Långsam tillväxt i stocken av byggnader och anläggningar.

Anm.: Svenska nettokapitalstockar, årlig volymtillväxt. Brottet i dataserien beror på att två olika datakällor används, enligt källor nedan.

Källa: Edvinsson (2005) (1950–2000), SCB (1993–2007).

Tabell 3.1 Bruttoinvesteringar (procent av BNP)

	Totalt			
	70-tal	80-tal	90-tal	00-tal
Danmark	23,8	19,4	18,7	20,0
Finland	28,1	26,0	19,8	20,0
Frankrike	22,9	19,9	18,3	19,4
Grekland	25,5	21,5	19,0	20,9
Irland	23,8	20,7	18,5	23,2
Italien	25,1	23,0	19,8	20,5
Japan	33,3	29,3	28,7	23,2
Kanada	22,7	21,7	19,2	20,9
Nederländerna	23,9	21,4	21,8	20,0
Portugal	27,6	27,9	24,8	23,7
Spanien	25,2	21,9	22,6	27,7
Storbritannien	19,8	18,4	17,2	16,7
Sverige	21,9	20,6	17,5	18,1
Tyskland	24,5	22,0	22,1	18,5
USA	19,2	19,3	17,7	18,6
Österrike	26,5	23,1	24,1	22,2
<i>Genomsnitt</i>	<i>24,6</i>	<i>22,3</i>	<i>20,6</i>	<i>20,8</i>

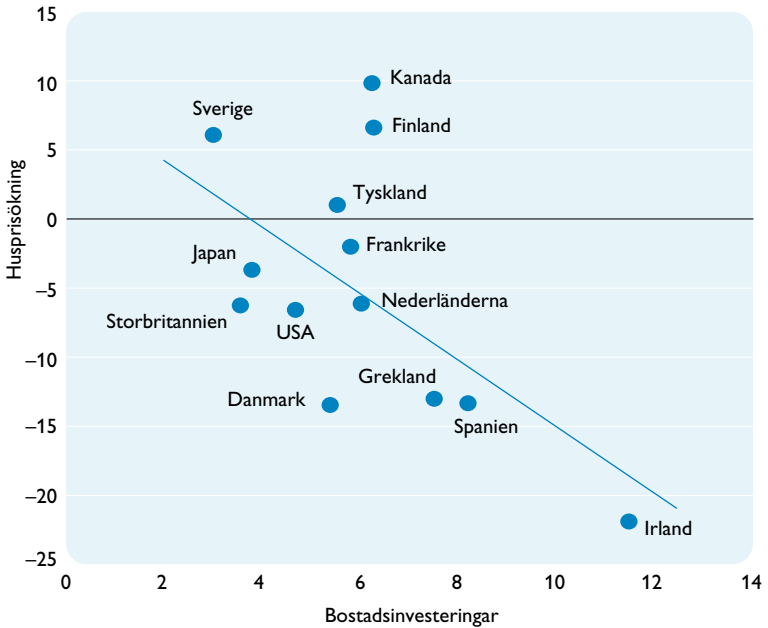
Anm.: Ovägt genomsnitt. Källa: OECD National Accounts.

som investerar mer än Sverige, har varit så höga att ekonomin har blivit dynamiskt ineffektiv. Att avgöra om de totala infrastrukturinvesteringarna är *för låga* är därför svårt. Finanspolitiska rådet (2009) kritiserar ändå regeringen för att inte ha analyserat om de offentliga investeringarna ligger på en optimal nivå. Rådets främsta kritik, som vi instämmer i, är dock att regeringen inte ens producerar god statistik på den offentliga sektorns investeringar, kapitalstock och förmögenhet. Som en följd är regeringens och riksdagens beslutsunderlag bristfälligt, och det är svårt att ens försöka analysera om den totala investeringsnivån är för låg eller för hög.

Ett alternativt angreppssätt är att med hjälp av samhällsekonomiska kalkyler undersöka om specifika investeringsprojekt är mo-

*Bristfälligt
underlag
försvårar
analyser av
investeringar*

Bostäder				Övriga fastigheter och infrastruktur			
70-tal	80-tal	90-tal	00-tal	70-tal	80-tal	90-tal	00-tal
	4,8	3,9	5,3		5,8	5,3	5,0
	6,8	5,4	6,2		8,9	6,3	6,7
	6,8	5,5	5,9		6,1	5,6	6,0
15,4	12,8	8,4	6,9	6,6	5,4	5,4	5,1
			10,2				6,8
7,1	5,8	4,8	4,7	7,0	6,6	5,3	5,7
	5,6	5,1	3,7		12,1	11,5	8,4
6,5	6,0	5,2	6,2	8,6	7,4	6,1	6,6
	5,9	5,6	6,0		6,2	5,9	5,5
8,0	8,4	7,5	6,1				8,6
			7,7				8,0
	3,7	3,0	3,4		5,7	5,5	5,8
4,8	4,4	3,0	2,9	7,8	5,8	4,8	4,5
	6,1	7,1	5,6		6,7	6,1	4,2
5,0	4,4	4,1	4,7	6,3	6,2	4,7	5,1
	5,5	5,9	4,6		7,2	7,8	7,5
7,8	6,2	5,3	5,6	7,2	7,0	6,2	6,2



Figur 3.11 Höga bostadsinvesteringar följdes av prisfall under krisen.

Anm.: Bostadsinvesteringar, procent av BNP, genomsnittligt värde 2001–2007. Husprisökningar, genomsnittlig tillväxt 2009–2010.

Källa: OECD Economic Outlook 89.

tiverade. Nilsson med flera (2009) konstaterar att sådana kalkyler sällan visar att järnvägsinvesteringar är lönsamma. De antyder dock att detta kan bero på att man ofta undersöker stora och spektakulära projekt när signalförtätning och nya mötesspår kan vara de mest effektiva insatserna. Väginvesteringar bedöms oftare vara samhälls-ekonomiskt lönsamma, men Nilsson med flera konstaterar ändå att det utifrån samhällsekonomiska kalkyler inte är klarlagt att det investeras för lite i infrastruktur i Sverige.

Sammanfattningsvis visar vår granskning att de svenska investeringarna ligger på en låg nivå i en historisk och internationell jämförelse, och detta gäller främst investeringar i fastigheter och infrastruktur. Mycket tyder på att bostadsbyggandet på grund av

regleringar har varit alltför lågt, men det verkar svårare att avgöra om infrastrukturinvesteringarna är för låga. En internationell jämförelse tyder däremot inte på att näringslivets allmänna investeringsvilja är låg. Åtgärder för att höja investeringsnivån bör fokusera på regleringar av bostadsmarknaden och den offentliga sektorns drivkrafter för att prioritera investeringar i infrastrukturen, en fråga som vi återkommer till i nästa kapitel.

Slutsatser

Våra huvudsakliga observationer och slutsatser i det här kapitlet kan sammanfattas i följande punkter:

- ☛ Sverige har under de senaste femton åren haft ett stort överskott i bytesbalansen, det vill säga landets sparande har varit större än dess investeringar.
- ☛ Överskottet har förmodligen i stor utsträckning orsakats av den finanspolitiska budgetkonsolideringen i mitten av 1990-talet.
- ☛ Även vår nära koppling till de snabbväxande baltiska länderna – som har haft stora underskott i bytesbalansen – kan ha bidragit till våra överskott.
- ☛ I såväl historisk som internationell jämförelse är den svenska sparkvoten något hög, och detta gäller både offentlig och privat sektor. Det är dock svårt att hävda att sparkvoten är *för* hög.
- ☛ I såväl historisk som internationell jämförelse är den svenska investeringskvoten låg. Detta gäller dock endast investeringar i fastigheter och infrastruktur. Investeringar inom andra områden (exempelvis maskiner) är höga jämfört med andra länder.
- ☛ Investeringarna i fastigheter och infrastruktur är förmodligen *för låga*. För att höja investeringarna krävs ändrade regleringar på bostadsmarknaden och en ändrad ekonomisk-politisk prioritering av infrastrukturinvesteringar. Vi ser inget uppenbart behov av åtgärder för att förbättra näringslivets allmänna investeringsklimat.

Sparandet i Sverige är högt

Låga investeringar i fastigheter och infrastruktur

12345

Utmaningar för finanspolitiken

*Flera olika
skäl till svaga
offentliga
finanser i
många länder*

Lvår omvärld har svaga offentliga finanser uppmärksammats som ett allt tydligare problem under de senaste åren. Grunden till dessa problem är mångfacetterad och skiljer sig delvis mellan de olika länderna. Där finns långsiktiga problem orsakade av att pensions- och transfereringssystem inte är anpassade för att hantera att befolkningen åldras. Där finns problem då länder har fått träda in och överta eller åtminstone implicit garantera skulder inom den privata sektorn i finanskrisens spår. Där finns länder som under de goda åren med hög tillväxt före finanskrisen bedrev en allt för expansiv finanspolitik och undvek att minska sin skuldsättning. Och där finns länder som trots svaga offentliga finanser vid finanskrisens utbrott beslutade om omfattande finanspolitiska stimulanser utan att ha en strategi eller ett fungerande regelverk för att även strama åt finanspolitiken på längre sikt.

Starka offentliga finanser i Sverige

Statens upplåningskostnad låg

De svenska offentliga finanserna har dock varit starka under denna utveckling. Den offentliga sektorns bruttoskuld har minskat i förhållande till BNP under denna period, och statens upplåningskostnad är lägre än i de flesta länder. De starka offentliga finanserna har utan tvekan varit till stor hjälp under krisåren. Men det har samtidigt förts en diskussion om att alltför mycket av finanspolitikens fokus har lagts på starka finanser snarare än åtgärder för konjunkturstabilisering eller långsiktig tillväxt.

I detta kapitel diskuterar vi först det finanspolitiska ramverket och hur det var ett viktigt inslag i övergången till sundare offentliga finanser efter den ekonomiska krisen i början av 1990-talet. Vi diskuterar sedan hur finanspolitiken enligt forskningen bör förhålla sig till konjunkturutvecklingen, och hur den svenska finanspolitiken faktiskt har utvecklats över konjunkturcykeln. Därefter resonerar vi kring hur finanspolitiken bör förhålla sig till utvecklingen på finansmarknaderna. Avslutningsvis diskuterar vi om det finanspolitiska ramverket tvingar fram ett onödigt högt sparande eller låga investeringar, samt om ramverket behöver förändras i ljuset av utvecklingen under de senaste åren.

Det finanspolitiska ramverket och budgetkonsolideringen

Det finanspolitiska ramverket består av de regler och institutioner som omger den offentliga sektorns skatte- och utgiftspolitik. De viktigare beståndsdelarna i det svenska ramverket är *statens budgetprocess*, *överskottsmålet*, *utgiftstaket*, *det kommunala balanskravet*, *de europeiska budgetreglerna* samt *Finanspolitiska rådet*. Vi diskuterade de övergripande motiven bakom sådana regler i kapitel 2. Låt oss dock här diskutera de precisa komponenterna i det svenska regelverket mer i detalj.

Kanske är budgetprocessen och utgiftstaken de allra viktigaste beståndsdelarna i ramverket. Dessa är resultat av 1990-talets reformer. Statens budget följer nu ett uppifrån- och nerperspektiv i flera steg. Först läggs ett tak för utgifterna tre år framåt. Riksdagen fattar sedan ett beslut om det kommande årets totala budgetutrymme under begränsningen av det tidigare lagda utgiftstaket. Det totala budgetutrymmet fördelas därefter på olika utgiftsområden. Denna ordning medför en striktare förhandlingsprocess inom både regering och riksdag. En minister eller ett parti kan endast driva fram ökade resurser till »sitt« område om resurserna till ett annat område minskas.¹

*Budgetprocess
och utgiftstak
resultat av
1990-talets
reformer*

1. Bakgrunden till budgetprocessen beskrivs i Molander och Paulsson (2008). Ljungman (2009) beskriver hur uppifrån- och nerperspektivet stärker budgetprocessen.

Flera olika
motiv för över-
skottsmålet

Överskottsmålet introducerades successivt under 1990-talet, och har varit en explicit del av det finanspolitiska ramverket sedan år 2000. Målet är att den offentliga sektorns finansiella sparande ska uppgå till 1 procent i genomsnitt över en konjunkturcykel. Motiven bakom målet har varit många (Finanspolitiska rådet 2008 listar 16 olika motiv som angetts i budgetdokument!). Den nuvarande regeringen har dock endast använt fyra motiv: långsiktigt hållbara offentliga finanser, buffert vid konjunktursvackor, en jämn fördelning av resurser mellan generationer samt ekonomisk effektivitet.²

Enligt kommunallagen är god ekonomisk hushållning ett överordnat mål för kommunerna. Från år 2000 har regeln kompletterats med kravet att kommunerna ska budgetera för intäkter som minst uppgår till nivån på de budgeterade kostnaderna. Om underskott ändå uppstår under året måste detta kompenseras med motsvarande överskott under de efterföljande åren. Överskott får däremot inte användas för att kompensera *framtida* underskott.

De europeiska budgetreglerna (Stabilitets- och tillväxtpakten) anger att den offentliga sektorns budget i genomsnitt över konjunkturcykeln ska vara nära balans eller i överskott. Den offentliga skuldkvoten bör inte överstiga 60 procent av BNP, och det finansiella sparandeunderskottet får normalt inte överstiga 3 procent av BNP. Dessa budgetregler har kritiserats både för att vara illa utformade och för att inte ha implementerats i praktiken. Det pågår nu ett arbete för att utforma ett mer effektivt europeiskt ramverk.³

Finanspoli-
tiska rådet
utvärderar
finanspoliti-
ken

Finanspolitiska rådet inrättades år 2007. Rådets främsta uppgift är att utvärdera om den förda finanspolitiken är förenlig med långsiktigt hållbara offentliga finanser. Men det ska bland annat också undersöka om finanspolitiken har varit tydligt motiverad, väl avvägd i förhållande till konjunkturutvecklingen samt om den har respekterat de uppställda budgetreglerna.⁴

I kapitel 2 konstaterade vi att forskningen dels ger stöd för att

2. Finansdepartementet (2010) ger en utförlig beskrivning av överskottsmålet och motiven bakom det.

3. Se till exempel Europeiska kommissionen (2010).

4. Se Calmfors (2010).

budgetregler och finanspolitiska övervakningsorgan behövs, dels ger visst stöd för att budgetregler förbättrar budgetutfallen. Vi konstaterade även att en välfungerande penningpolitik förutsätter att finanspolitiken ser till att statskuldkvoten på sikt hålls stabil. Finanspolitiken sägs då vara passiv. En förutsättning för att villkoret för passiv finanspolitik ska vara uppfyllt är att statens primära budgetsaldo (saldot rensat för räntebetalningar) stärks när skuldkvoten ökar och försvagas när skuldkvoten sjunker. Överskottsmålet medför att detta villkor är uppfyllt, eftersom målet avser det totala budgetsaldot (saldot inklusive räntebetalningar). Om skuldkvoten ökar kommer räntebetalningarna att stiga, och då krävs ett högre primärt budgetsaldo för att uppfylla överskottsmålet etcetera.

Vår uppfattning är alltså att ramverket fyller en viktig funktion. Dessutom menar vi, i likhet med de flesta, att reformerna av det svenska ramverket har bidragit till en bättre budgetdisciplin och till en bättre ekonomisk-politisk debatt och diskussion kring finanspolitiken. Vi vill trots detta inflika en liten reservation. I kapitel 2 konstaterade vi att det i praktiken inte går att utforma ett optimalt regelverket som tar hänsyn till alla tänkbara (och otänkbara) eventualiteter. I praktiken utformas regelverket för att gälla ekonomins normala tillstånd. Under extrema förhållanden kan dessa regler lägga allvarliga och oavsiktliga begränsningar på politiken. Det kan då vara motiverat att tillfälligt avvika från regelverket, åtminstone om det framgår tydligt att förhållandena verkligen är extrema. I det svenska regelverket är det främst utgiftstaken och det kommunala balanskravet som under den senaste lågkonjunkturen kan tänkas ha lagt onödiga begränsningar på politiken. Begränsningarna från det kommunala balanskravet mjukades delvis upp genom extra statsbidrag till kommunerna, men utgiftstaken verkar ha begränsat finanspolitikens utformning under krisens inledande år, vilket vi menar var onödigt. Utgiftstaken bör därför förses med en undantagsklausul så att de inte behöver följas i en djup lågkonjunktur.⁵

I fördjupningsruta 4.1 visar vi hur budgetsaldot, räntor, inflation

5. Se Calmfors och Flodén (2009).

*Skuldkvoten
kulminerade
1994*

och tillväxt bidrar till att förändra storleken på statens eller den offentliga sektorns skuld i förhållande till BNP. Vi har undersökt hur dessa komponenter har bidragit till utvecklingen av den svenska skuldkvoten sedan 1970.⁶ Figur 4.1 visar utvecklingen för de tidsserier som ligger till grund för vår granskning. Den första panelen visar att Sverige hade en stabil skuldkvot runt 20 procent under första halvan av 1970-talet, att skuldkvoten därefter steg fram till mitten av 1980-talet för att därefter falla ner mot 40 procent före krisen i början av 1990-talet. I krisens spår ökade skuldkvoten kraftigt och kulminerade 1994 på 77 procent. Statsskulden har därefter minskat till 35 procent av BNP. De efterföljande panelerna visar den nominella räntans, inflationens och realräntans utveckling. Inflationen har i allmänhet varit lägre och något mer stabil efter inflationsmålets införande 1995 och även den nominella räntan har varit avsevärt lägre under samma period. Den reala räntan var dock negativ under stora delar av 1970-talet, därefter betydligt högre, men åter låg det senaste decenniet. De två avslutande panelerna visar det primära underskottets, det vill säga budgetunderskottet rensat från räntebetalningar, utveckling och real BNP-tillväxt. Perioder med budgetunderskott har, inte helt oväntat, ofta sammanfallit med perioder med svag BNP-tillväxt.⁷ En stor del av budgetförsvagningarna kommer från så kallade automatiska stabilisatorer som varierar med konjunkturen, vilket vi diskuterar i mer detalj längre fram.

*Negativ real-
ränta redu-
cerade skuld-
kvoten under
1970-talet*

Figur 4.2 visar de olika komponenternas procentuella bidrag till förändringen i skuldkvoten. De första panelerna visar hur inflationen, eller negativa realräntor, bidrog till att reducera skuldkvoten under 1970-talet. De låga realräntorna var knappast ett marknadsutfall utan kan förklaras av de starkt reglerade kreditmarknaderna i Sverige under denna period.⁸ Under senare perioder har främst

6. Dekomponeringen gäller egentligen för nettoskulden men vi tillämpar analysen på bruttoskulden. Eftersom vi fokuserar på statsskulden snarare än den offentliga sektorns skuld är skillnaden i praktiken dock relativt liten mellan dessa begrepp.

7. Fortsättningsvis kommer vi ibland, lite slarvigt, att använda begreppen »budgetöverskott« och »budgetsaldo« som synonymer för det som i den officiella statistiken benämns »finansiellt sparandeöverskott« och »finansiellt sparande«.

8. Se Werin (1993) för en beskrivning av de reglerade marknaderna.

FÖRDJUPNINGSRUTA 4.1 BIDRAG TILL SKULDKVOTENS FÖRÄNDRING

Statens finansiella nettoskuld utvecklas enligt ekvationen

$$D_{t+1} = (1 + i_t)D_t - P_t$$

där D_t är skulden i början av period t , i är den nominella räntan och P_t är det primära budgetsaldot, det vill säga skatteintäkter minus primära utgifter (utgifter exklusive ränteutgifter).

Dividera nu med BNP på bägge sidor i ekvationen, låt d och p beteckna skuld och budgetsaldo relativt BNP, och låt δ beteckna BNP:s nominella tillväxttakt. Vi får då

$$(1 + \delta_{t+1})d_{t+1} = (1 + i_t)d_t - p_t.$$

Vi kan dela upp den nominella tillväxttakten i inflation, π , och real tillväxt,

γ , enligt $\delta \approx \pi + \gamma$. Den föregående ekvationen kan då, lite förenklat, skrivas som

$$d_{t+1} - d_t = (i_t - \pi_{t+1} - \gamma_{t+1})d_t - p_t.$$

Förändringen i skuldkvoten förklaras alltså av fyra termer: nominella räntebetalningar på skulden, urholkning av skuldkvoten på grund av inflation och real tillväxt samt minskning av skulden på grund av primära överskott. Notera även att realräntan utgörs av skillnaden mellan nominell ränta och inflation. Ibland kan det vara mer meningsfullt att slå ihop de två första komponenterna, det vill säga den nominella räntan minus inflationstakten, till reala räntebetalningar på skulden.

det primära budgetsaldot bidragit till skuldens utveckling. Särskilt bidrog stora underskott till skulduppbyggnad i spåren av 1990-talskrisen. Vi ser också tydligt hur budgetkonsolideringen från mitten av 1990-talet har resulterat i budgetöverskott som har reducerat skuldkvoten. Från mitten av 1990-talet har även hög BNP-tillväxt bidragit till den lägre skuldkvoten.

Baserat på en liknande uppdelning av bidragen till den amerikanska skuldkvotens utveckling visade Hall och Sargent (2010) att

Från mitten av 1990-talet har budgetöverskott reducerat skuldkvoten

Skuldkvoten i USA har stabiliserats av hög BNP-tillväxt

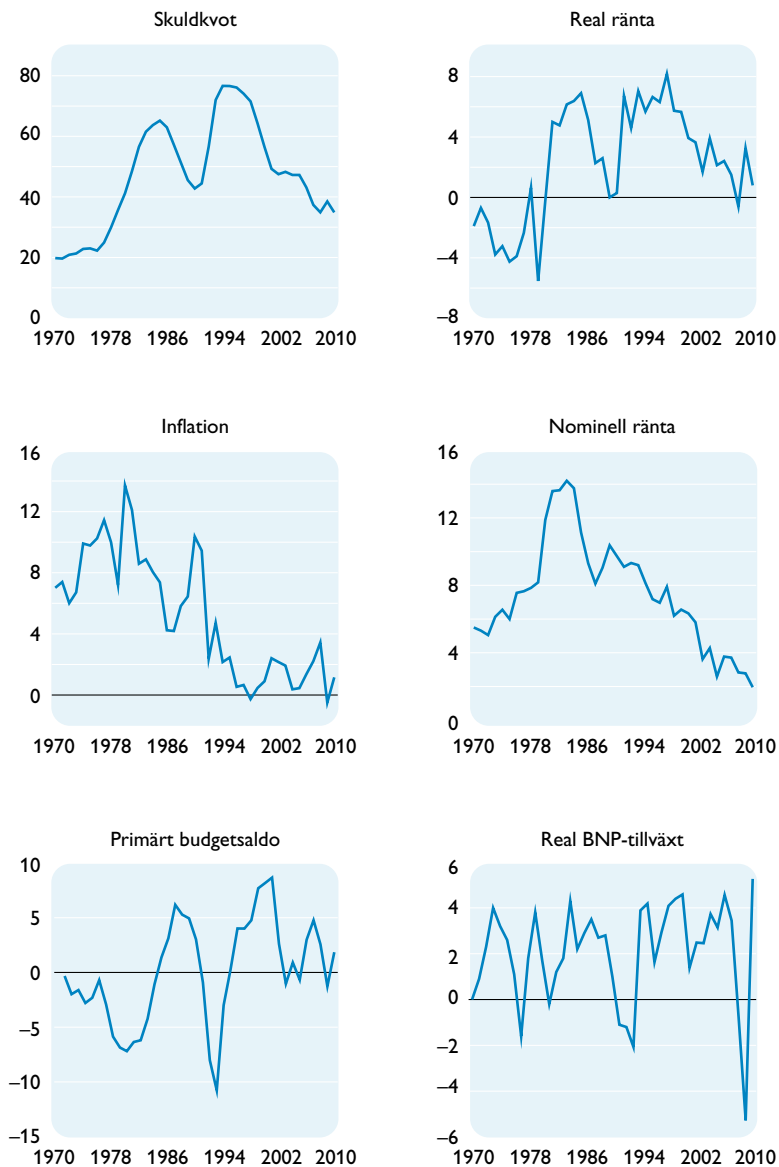
BNP-tillväxt har varit en viktig förklaring till att den amerikanska skuldkvoten har kunnat hållas relativt stabil trots att budgeten har uppvisat systematiska underskott. I figur 4.3 visar vi hur de olika komponenterna har bidragit till skuldutvecklingen i Sverige och USA. Vi ser att räntor och inflation har gett liknande bidrag i de två länderna. Budgetöverskott har reducerat skuldkvoten i Sverige sedan mitten av 1990-talet, men genomgående bidragit till ökande skuld i USA. Snabbare tillväxt har däremot tydligare hållit tillbaka skuldkvotens ökning i USA än i Sverige. Real BNP har i genomsnitt växt med 2,9 procent per år i USA jämfört med 2,1 procent i Sverige. Merparten av skillnaden (0,6 procentenheter) förklaras av högre befolkningstillväxt i USA.

Befolkningstillväxt bidrar till lägre skuldkvot i USA och Sverige, men inte i Sydeuropa

Enligt FN:s senaste befolkningsprognoser kommer befolkningstillväxten under de kommande decennierna att ligga kvar kring 0,4 procent per år i Sverige men sjunka från 1,0 procent till knappt 0,7 procent i USA. USA kommer därför knappast kunna förlita sig på BNP-tillväxt som ett redskap för att stabilisera skuldkvoten i samma utsträckning som tidigare. Jämfört med många andra länder kommer dock befolkningstillväxten att ge relativt goda förutsättningar för skuldutvecklingen i både Sverige och USA. I flera av de skuldtyngda sydeuropeiska länderna väntas befolkningstillväxten bli betydligt lägre, och i såväl Portugal som Italien väntas befolkningen till och med minska fram till 2050.

Sammanfattningsvis konstaterar vi att budgetöverskott har varit nödvändiga för att minska statens skuldkvot efter 1990-talskrisen och för att sedan stabilisera skuldkvoten på en låg nivå. I USA har man däremot tack vare högre ekonomisk tillväxt än i Sverige kunnat stabilisera skuldkvoten fram till finanskrisens utbrott trots budgetunderskott nästan varje år sedan 1970. I Sverige har det finanspolitiska ramverket och den striktare budgetdisciplinen bidragit till att den offentliga sektorn har uppvisat budgetöverskott de flesta åren sedan mitten av 1990-talet. Att det nuvarande svenska ramverket är en klar förbättring av det tidigare betyder dock inte att det är optimalt utformat. I det följande kommer vi att diskutera dels om ramverket tränger undan en effektiv konjunkturpolitik eller önskvärda

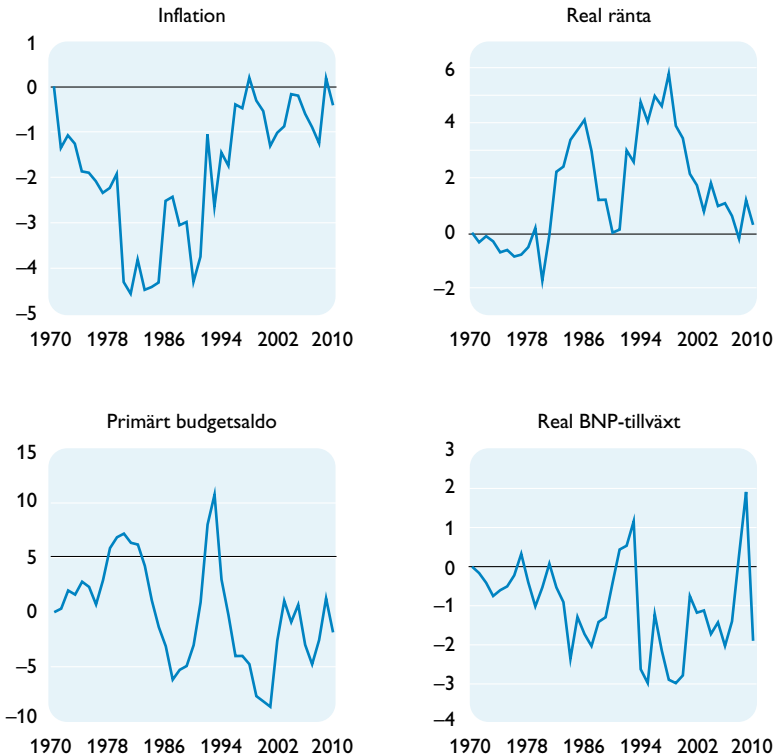
UTMANINGAR FÖR FINANSPOLITIKEN



Figur 4.1 Svenska statsskulden och påverkande variabler.

Anm.: Statens finansiella bruttoskuld, procent av BNP. Nominell ränta och primärt budgetsaldo baserat på statens faktiska räntebetalningar och lånebehov mätt med KPI. Real ränta = nominell ränta – inflation.

Källa: ESV (statsskuld, budgetsaldo, ränta) och OECD (BNP, BNP-tillväxt).



Figur 4.2 Variablernas påverkan på Sveriges statsskuld (procentenheter).

Anm.: Bearbetad data (se fördjupningsruta 4.1 för förklaring).

Källa: Som figur 4.1.

långsiktiga investeringar, dels om ramverket behöver uppdateras när omvärlden förändras.

Finanspolitiken påverkas av konjunkturen genom automatiska stabilisatorer och diskretionära beslut

Finanspolitiken över konjunkturcykeln

Finanspolitikens reaktioner på konjunkturutvecklingen brukar beskrivas dels som automatiska, dels som diskretionära. De så kallade *automatiska stabilisatorerna* är de offentliga inkomster och utgifter som varierar med konjunkturen utan att några nya beslut

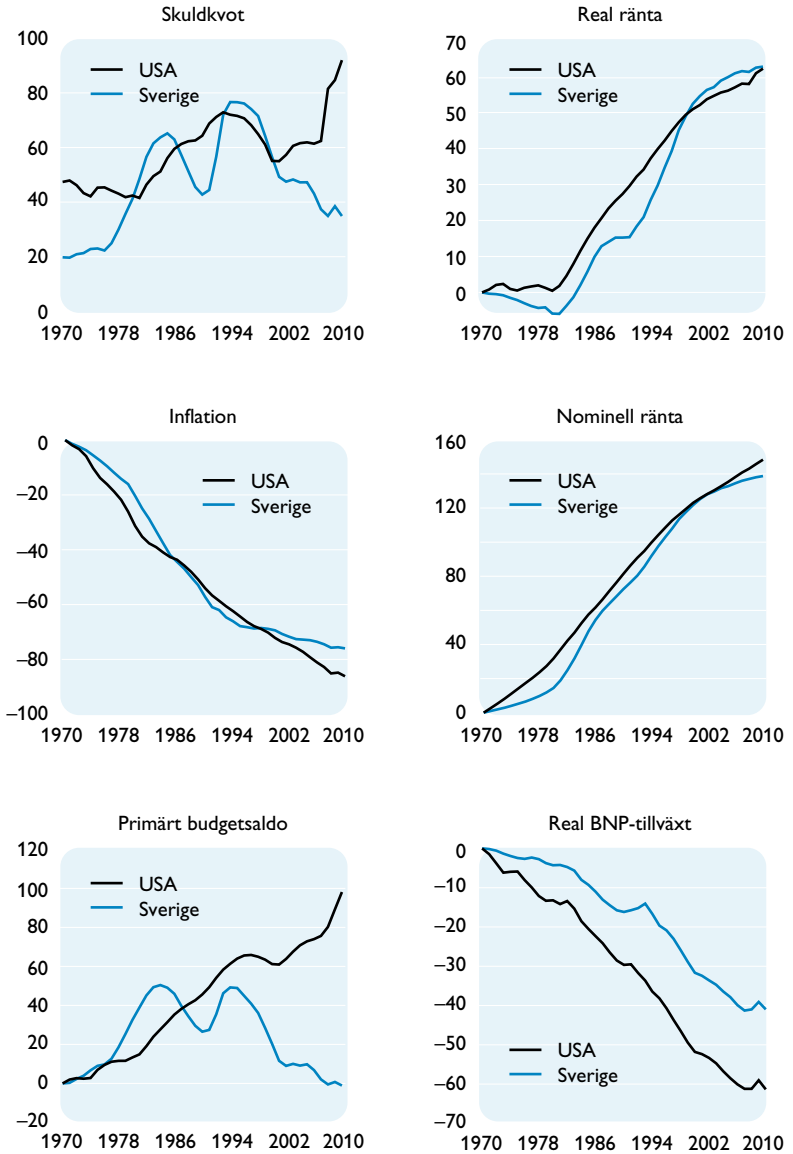
behöver fattas. Vid en konjunkturedgång faller skatteinkomsterna på grund av att hushållens och företagens inkomster sjunker, och samtidigt ökar utgifterna för arbetslöshetsersättning då arbetslösheten stiger. Utöver de automatiska stabilisatorerna kan staten eller kommunerna fatta löpande beslut om *diskretionära* finanspolitiska åtgärder för att försöka stabilisera konjunkturen. Diskretionära åtgärder omfattar exempelvis förändringar i skattesatser, offentlig konsumtion och investeringar. Det finns ingen exakt gränsdragning mellan automatiska och diskretionära åtgärder. Exempelvis ökar omfattningen av arbetsmarknadspolitiska program nästan med automatik när arbetslösheten stiger, men denna del av finanspolitiken räknas vanligen som diskretionär.

Under den senaste finanskrisen kom diskretionära beslut att spela en stor roll i många länder, i synnerhet efter det att räntorna hade sjunkit till nivåer nära noll och centralbankernas möjligheter att stabilisera ekonomin med normal penningpolitik var begränsade. Den diskretionära finanspolitikens effektivitet är dock omdebatterad, och de skattade effekterna varierar kraftigt mellan olika studier.

Olika forskare har försökt att empiriskt skatta de så kallade *multiplikatoreffekterna* av diskretionär finanspolitik. Expansiv finanspolitik i form av högre offentlig konsumtion eller investeringar ökar ekonomins aggregerade efterfrågan. Enligt traditionell keynesiansk analys medför den ökade efterfrågan att ekonomins produktion stiger, vilket höjer hushållens inkomster och därför bidrar till ännu högre efterfrågan etcetera. Den ökade offentliga konsumtionen medför därför att även hushållens konsumtion stiger, och att BNP ökar mer än den initiala ökningen i offentlig konsumtion, vilket i den keynesianska analysen beskrivs som att multiplikatorn är större än ett. Enligt modernare teorier, såväl nyklassiska (med välfungerande marknader) som nykeynesianska (med marknadsmisslyckanden som prisstelheter eller imperfekt konkurrens) är det dock troligt att högre offentlig aktivitet tränger undan privat aktivitet, främst eftersom de högre offentliga utgifterna förmodligen måste finansieras med högre skatter, men även eftersom en oberoende centralbank

Multiplikatoreffekt av finanspolitik enligt Keynesiansk teori

Undanträngningseffekter minskar multiplikatorn



Figur 4.3 Sveriges och USA:s skuldkvot samt variablernas kumulativa påverkan på skuldkvoten för respektive land.

Anm.: Bearbetad data (se fördjupningsruta 4.1 för förklaring). För USA syftar statsskuld till den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld.

Källa: Sverige: Se figur 4.1. USA: OECD Economic Outlook 89 (ränta, budgetsaldo, BNP, BNP-tillväxt och offentlig skuld) och OECD MEI (inflation).

kan reagera med mindre expansiv penningpolitik när finanspolitiken blir mer expansiv.⁹ Dessa undanträngningseffekter minskar multiplikatorn, och endast i vissa speciella fall blir den större än ett.

De empiriska studierna ger som sagt mycket olika resultat. En studie av Ramey (2011) tyder ändå på att majoriteten av skattningarna indikerar en multiplikator kring ett efter en lånefinansierad ökning av den offentliga konsumtionen, vilket innebär att högre offentlig aktivitet har liten effekt på den privata aktiviteten (BNP ökar lika mycket som den offentliga efterfrågan, men inte mer). De flesta studierna baseras dock på amerikanska data från perioder med hög ekonomisk aktivitet. I en liten öppen ekonomi med rörlig växelkurs, som den svenska, kan man vänta sig mindre stimulans effekter eftersom växelkursen kan drivas upp. Denna förmodan styrks av de empiriska resultaten i Ilzetzki med flera (2011). Däremot kan man tänka sig att stimulans effekten blir större under en djup lågkonjunktur då risken för undanträngningseffekter är mindre.¹⁰

Vår slutsats av denna genomgång är att diskretionär finanspolitik, åtminstone i formen av offentlig konsumtion och investeringar, på sin höjd har en liten stimulans effekt på den privata aktiviteten. Däremot kan finanspolitiken bidra till att stabilisera den totala ekonomin, där ju även den offentliga verksamheten är ett viktigt inslag. Det finns ingen anledning att låta skolornas eller sjukvårdens resurser variera med konjunkturen, men en ökning av viss annan offentlig verksamhet, särskilt investeringar, kan motiveras vid en konjunkturedgång eftersom detta bidrar till att stabilisera den övergripande ekonomiska aktiviteten.

Empiriska studier tyder på små multiplikatorer

9. Woodford (2011) och Leeper med flera (2011) beskriver de huvudsakliga mekanismer som kan uppstå i de moderna modellerna. Undanträngningsproblemet blir mindre om regeringen trovärdigt kan utlova att finansiera dagens expansion med lägre offentliga utgifter i framtiden.

10. Ramey (2011) och Parker (2011) redogör för visst empiriskt stöd för denna förmodan.

De automatiska stabilisatorerna

Automatiska stabilisatorer verkar huvudsakligen via skatter och transfereringar

De automatiska stabilisatorerna skiljer sig definitionsmässigt från den diskretionära finanspolitiken för att de uppkommer utan att några egentliga beslut fattas. I praktiken finns det ytterligare en skillnad. Diskretionär finanspolitik kan utgöras av variation i såväl offentlig konsumtion och investeringar, som vi diskuterade ovan, som skatte- och transfereringsnivåer, men de automatiska stabilisatorerna tar huvudsakligen den senare formen. Det är allmänt accepterat att de automatiska stabilisatorerna är ett välkommet inslag i ekonomin och att de bidrar till att stabilisera konjunkturutvecklingen.

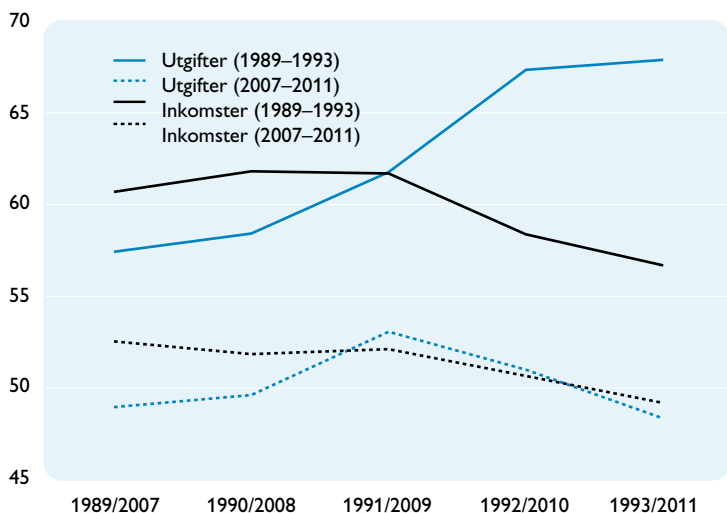
De automatiska stabilisatorerna kan ha försvagats

De automatiska stabilisatorerna uttrycks ofta som en budgetelasticitet som anger hur många procent av BNP det finansiella nettosparandet »automatiskt« förbättras om BNP ökar med 1 procent relativt sin trend. Enligt en skattning av Girouard och André (2005) är den svenska budgetelasticiteten 0,55, vilket är högre än i andra länder. Att de svenska automatiska stabilisatorerna är starka beror på våra höga skatter och omfattande transfereringar. Även om de automatiska stabilisatorerna är starka i Sverige så finns det anledning att misstänka att de har försvagats över tiden och att de är svagare nu än exempelvis under 1990-talskrisen, eftersom skattetrycket har minskat, bland annat genom införandet av jobbskatteavdraget, och eftersom ersättningsgraden vid arbetslöshet har sjunkit.¹¹

Erfarenheten tyder på att många komponenter i den offentliga budgeten utvecklas mer eller mindre automatiskt utan att fångas av de vanliga beräkningarna av de automatiska stabilisatorerna.¹² Figur 4.4 visar hur den offentliga sektorns inkomster och utgifter utvecklades i förhållande till BNP under 1990-talskrisen respektive de senaste årens lågkonjunktur. Figuren visar att utvecklingen för inkomsterna har varit snarlik under de två kriserna, men att de sjönk

11. En motverkande faktor är att skattesystemet under de senaste åren har blivit mer progressivt på grund av jobbskatteavdragen. Skattningar i Flodén (2009), baserade på Girouards och Andrés metod, indikerar att budgetelasticiteten har fallit mellan 1998 och 2009, men att förändringen är liten.

12. Till exempel visar Bénétrix och Lane (2011) att bytesbalansen och utvecklingen på finansmarknaderna ger upphov till automatiska budgeteffekter som inte fångas i de normala beräkningarna av stabilisatorerna.



Figur 4.4 Sveriges offentliga sektors inkomster och utgifter.

Anm.: Procent av BNP.

Källa: IMF WEO.

något mindre under den senaste krisen. Orsakerna bakom skatteinkomsternas utveckling är dock inte desamma. Under 1990-talskrisen sjönk både sysselsättningen och tillgångspriser kraftigt, vilket medförde lägre skatteinkomster. Under den senaste lågkonjunkturen har i stället diskretionära beslut om skattesänkningar, främst jobbskatteavdragen, varit viktiga.

De offentliga utgifterna utvecklades däremot mycket olika under de två perioderna. Konjunkturen nådde sin topp 1990 respektive 2008.¹³ Utgifterna steg i förhållande till BNP under 1991 och 2009. Under 1990-talskrisen fortsatte utgifterna sedan att öka, medan de började falla under den senaste lågkonjunkturen. Denna skillnad kan åtminstone till viss del förklaras av arbetslöshetens utveckling. Arbetslösheten steg mycket kraftigt, med drygt 8 procentenheter,

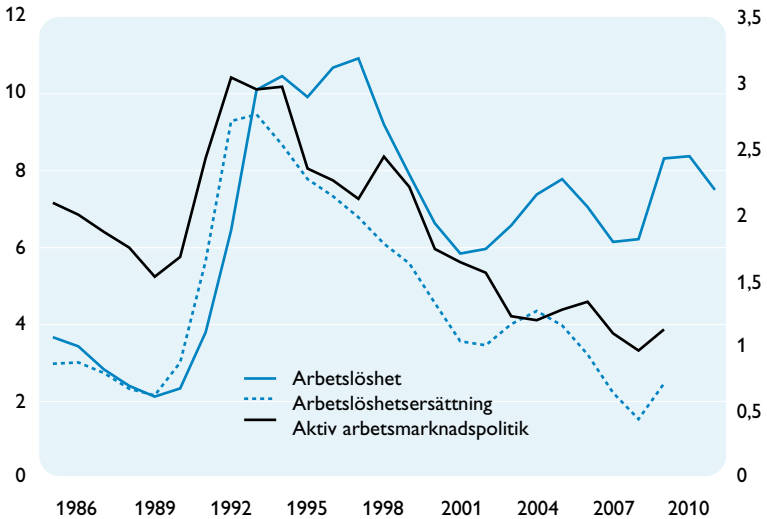
Offentliga inkomster sjönk mindre under senaste krisen

13. Det finns ingen etablerad metod för att avgöra exakt när konjunkturen »när sin topp« eller botten. Enligt Finanspolitiska rådets (2011) genomgång nåddes topparna något av de två första kvartalen 1990 respektive sista kvartalet 2007 eller första kvartalet 2008.

Kostnaderna för arbetsmarknadspolitik ökade under 1990-talskrisen

under 1990-talskrisen. Dessutom var arbetslöshetsersättningen generösare då än under de senaste åren, och en högre andel av de arbetslösa omfattades av försäkringen, se figur 4.5. Även kostnaderna för aktiv arbetsmarknadspolitik, främst olika arbetsmarknadsutbildningar, ökade betydligt kraftigare under den tidigare krisen. De samlade offentliga utgifterna för arbetslöshetsersättningar och arbetsmarknadspolitik i förhållande till BNP ökade med knappt 4 procentenheter mellan 1989 och 1993. Den totala utgiftsökningen under samma period uppgick dock till 10 procentenheter. Även om arbetsmarknadsutveckling var betydligt besvärligare under 1990-talskrisen än under den senaste lågkonjunkturen måste förklaringen till utgiftsökningen sökas även inom andra utgiftsområden.

En annan förklaring till de olika utvecklingarna för de offentliga



Figur 4.5 Arbetslöshet (vänster axel) samt kostnad för arbetslöshetsersättning och aktiv arbetsmarknadspolitik (höger axel).

Anm.: Arbetslöshet, procent av totala arbetskraften. Övriga två variabler som procent av BNP.
Källa: Konjunkturinstitutet, Konjunkturläget augusti 2011.

utgifterna utgörs av banksystemets utveckling i de två perioderna. Banksystemet har fått omfattande problem under bägge lågkonjunkturerna. Under den förra perioden tvingades regeringen gripa in med stödinsatser som genererade utgifter på cirka 2 procent av BNP per år under budgetåren 1992/93 och 1993/94.¹⁴ Regeringens stödinsatser till banksystemet under den pågående lågkonjunkturerna har ännu inte gett upphov till några påtagliga kostnader.

Att den offentliga sektorns budgetsaldo inte försvagades särskilt mycket under den nuvarande krisen kan även bero på det kommunala balanskrav som gäller sedan år 2000. Eftersom kommunerna varje år måste planera för en budget i balans ökar risken för att finanspolitiken på kommunal nivå faktiskt blir procyklisk, alltså att man tvingas strama åt i lågkonjunkturer för att få budgeten att gå ihop. I en lågkonjunktur kan detta leda till en situation där finanspolitiken är expansiv på central nivå men kontraktiv på lokal nivå. Vi granskar härnäst denna tänkbara problematik i mer detalj.

Högre offentliga utgifter för bankstöd under 1990-talskrisen

Risk att finanspolitiken blir procyklisk på kommunal nivå

Har finanspolitiken stabiliserat konjunkturutvecklingen?

Vi har konstaterat att ett strikt finanspolitiskt regelverk kan bidra till en bättre budgetdisciplin. Men vi har också konstaterat att finanspolitiska regler inte löser alla de underliggande problem som motiverar regelverket. Genom att begränsa det ekonomisk-politiska handlingsutrymmet motverkas tendenser till systematiska underskott, men det är tänkbart att även möjligheterna att bedriva en effektiv konjunkturpolitik försämras.

I Sverige är denna oro kanske mest befogad för det kommunala balanskravets inverkan på kommunernas ekonomiska politik. De kommunala utgifterna motsvarar cirka 23 procent av BNP och utgör därmed nästan hälften av den offentliga sektorns utgifter. Av den offentliga konsumtionen är drygt 70 procent kommunal konsumtion. Eftersom arbetsinkomsterna samvarierar kraftigt med konjunkturutvecklingen och samtidigt utgör kommunernas viktigaste

14. SCB, Statistisk årsbok för Sverige 1996, tabell 276.

Tabell 4.1 Offentlig aktivitet över konjunkturcykeln.

Variabel	Korrelation med:	
	BNP samma kvartal	BNP fyra kvartal tidigare
Offentlig konsumtion	0,18	-0,27
...statlig	-0,07	-0,48
...kommunal	0,23	-0,06
Offentliga investeringar	0,15	0,08
...statliga	0,01	-0,20
...kommunala	0,22	0,34
Offentligt sysselsatta	0,61	0,04
...statligt	0,22	-0,50
...kommunalt	0,57	0,23

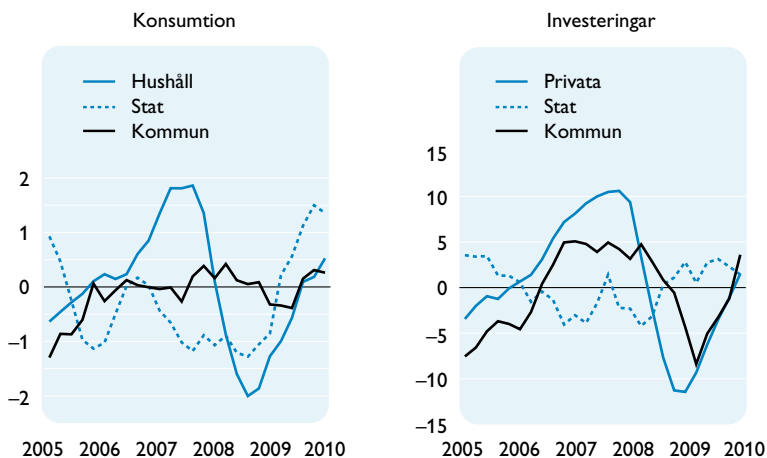
Anm.: Samtliga variabler är säsongrensade och HP-filtrerade. Kvartalsdata 1995:I–2011:II.
Källa: SCB och egna beräkningar.

inkomstkälla, finns det en påtaglig risk att balanskravet medför att kommunernas aktivitet blir procyklisk och därmed förstärker konjunktursvängningarna.

Vår granskning av svenska konjunkturcykeldata ger visst stöd för den här problematiken. I tabell 4.1 visar vi hur den offentliga sektorns konsumtion, investeringar och sysselsättning har samvarierat med BNP över konjunkturen. Tabellen visar att den *statliga* aktiviteten, åtminstone i viss utsträckning, har ökat i lågkonjunkturer och minskat i högkonjunkturer, och därmed motverkat konjunktursvängningarna. Den *kommunala* aktiviteten har däremot tenderat att öka i konjunkturuppgångar och falla i konjunktursvackor.¹⁵

Statens utgifter motverkar konjunktursvängningarna

15. Beräkningarna i tabellen bygger på HP-filtrerade kvartalsdata 1995:I–2011:II. Vi har även gjort beräkningarna för perioden 1980:I–2011:II, samt med fyra kvartals tillväxttakter i stället för HP-filtrering. Resultaten blir då snarlika. Även Assarsson (2011) finner liknande resultat när han, med något annorlunda metoder, undersöker hur den kommunala konsumtionen och sysselsättningen varierar över konjunktur-



Figur 4.6 Konsumtion och investeringar, avvikelse från trend.

Anm.: Uppdelat på sektorer. Avvikelse från HP-trend. Fyra kvartal rullande medeltal (se även tabell 4.1 samt anslutande not för förklaring).

Källa: Se tabell 4.1

Problematiken verkar dock inte ha tilltagit efter att det kommunala balanskravet infördes. Detta kan dels bero på att regelverket kring kommunernas finanser även tidigare har inneburit att kommunerna bör sträva efter budgetbalans, dels på att kommunerna inte har några uppenbara *incitament* att bedriva konjunkturpolitik.

Figur 4.6 tyder på att kommunernas svagt procykliska beteende har uppstått även under de senaste årens lågkonjunktur. Den kommunala konsumtionen sjönk marginellt relativt sin trend under slutet av år 2009, medan de kommunala investeringarna sjönk mer påtagligt.

Mönstret att det förs en konjunkturpolitik på central nivå som motverkas på lokal nivå är inte unikt för Sverige. I många andra län-

cykeln. Sysselsättningsdata bakom resultaten i tabell 4.1 bygger på arbetskraftsundersökningen, vilken i sin tur bygger på intervjuer med ett begränsat antal personer. Dessa data är därför mer osäkra än variablerna i nationalräkenskaperna, och detta gäller särskilt sysselsättningen i statlig sektor, eftersom endast en liten andel av befolkningen arbetar där.

Kommunernas beteende är procykliskt

der verkar problematiken ha varit betydligt mer påtaglig under de senaste årens kris. Aizenman och Pasricha (2011) visar till exempel att delstaternas konsumtion och investeringar i USA har samvarierat med BNP-utvecklingen och i hög utsträckning motverkat de finanspolitiska stimulanserna på federal nivå.¹⁶

Våren 2010 tillsattes en statlig utredning för att undersöka möjligheterna att förebygga att kommunsektorn bidrar till att förstärka konjunktursvängningar. Utredningens förslag (SOU 2011:59) är att kommunerna ges större möjlighet att utjämna sitt resultat över tiden. Vi ser också ett behov av förändringar av dagens system. Det finns dock ett behov av ytterligare funderingar kring hur regelverket bör utformas. Regelverket bör ge goda förutsättningar och drivkrafter för kommunerna att stabilisera sin aktivitet över konjunkturen samtidigt som det behåller drivkrafterna för en god ekonomisk hushållning och begränsar kommunernas möjligheter att ackumulera skulder.

Kommunerna bör ges drivkrafter att stabilisera sin aktivitet över konjunkturen

Finanspolitiken och den finansiella stabiliteten

En väl fungerande finansmarknad är en förutsättning för att ekonomin som helhet ska fungera väl. Om det finansiella systemet är hotat måste staten därför vara beredd att ingripa med olika stödåtgärder, vilka ofta medför påtagliga offentliga utgifter. I en finansiell kris minskar dessutom statens intäkter relaterade till den finansiella sektorn. Allt detta gör att statsbudgeten riskerar att försämrats avsevärt i finansiella kristider och att det finanspolitiska manöverutrymmet då begränsas. Som vi påpekade i kapitel 2 finns det därför en nära koppling mellan finanspolitiken och den finansiella stabiliteten, åtminstone i situationer när den finansiella stabiliteten riskerar att övergå i instabilitet.

De risker som instabilitet på finansmarknaden utgör för de offentliga finanserna bekräftas av empiriska studier. Till exempel finner Reinhart och Rogoff (2009) att den offentliga skulden tenderar

16. Taylor (2011) menar dock att de extra federala bidragen till delstaterna under lågkonjunkturen har resulterat i *lägre* delstatlig konsumtion och investeringar (men högre transfereringsutgifter).

Nära koppling mellan finanspolitik och finansiell politik

att växa markant efter bankkriser. Bénétrix och Lane (2011) visar dessutom att ekonomins bytesbalans och kredittillväxt inte endast påverkar de offentliga finanserna via allmänna konjunkturer utan att dessa variabler har en separat, större budgeteffekt. De automatiska stabilisatorerna ger därför en missvisande bild av finanspolitikens konjunktur Anpassning om dessa inte korrigeras för utvecklingen på finansmarknaderna.

Figur 4.8 visar att den svenska banksektorns totala tillgångar omfattar drygt 400 procent av BNP, vilket är något mindre än banksektorn i Storbritannien men större än flertalet andra länder. Man kan alltså misstänka att osäkerhet på finansmarknaderna skulle vara ett större offentlig-finansiellt problem i Sverige än i många andra länder. Finansminister Anders Borg har också förklarat att ett av skälen till varför regeringen valde att inte föra en mer expansiv finanspolitik under den senaste krisen var att man ville ha goda marginaler om det svenska banksystemet skulle hotas allvarligt av främst utvecklingen i Baltikum.¹⁷

De senaste årens finanskris har med oönskad tydlighet visat hur viktig utvecklingen på finansmarknaderna är för de offentliga finanserna. Vi ska härnäst först kortfattat redogöra för hur finanspolitiken har reagerat på och påverkats av finanskrisen i olika länder för att därefter resonera kring vilka lärdomar som kan dras om den framtida kopplingen mellan finanspolitiken och finansmarknaderna.

De statliga ingripandena för att hantera den finansiella oron i olika länder har omfattat likviditetsstöd, soliditetsstöd, garantier, tvångsförvaltning samt indirekta åtgärder. Likviditetsproblemen har i de flesta länder hanterats av ländernas centralbanker men de finanspolitiska strategierna har varierat mellan länder. I USA och Storbritannien köpte exempelvis staten upp dåliga tillgångar (*toxic assets*). I Irland inrättade staten en bankgaranti för de sex största bankerna 2008. Utöver detta skapade man 2009 en myndighet (NAMA) som skulle köpa upp stödsökande bankers lån och sälja dem vidare. Den irländska staten har också vid ett flertal tillfällen skjutit till ka-

Finansiell instabilitet påverkar finanspolitikens anpassning till konjunkturen

17. Dagens Industri 2 april 2009.

Kapitalstöd till banksektorn en viktig orsak till budgetunderskotten i Irland

pital till stora banker vilket har resulterat i att staten fått omfattande kontroll över det irländska banksystemet.¹⁸ Lane (2011) understryker att kapitalstöden till banksektorn varit en mycket viktig orsak till de stora irländska budgetunderskotten på 14,5 respektive 32 procent av BNP 2009 och 2010. De stora underskotten har i sin tur fått den irländska statsskulden att accelerera. Till de indirekta stödåtgärderna räknar vi exempelvis euroländernas försök att hjälpa Grekland att hantera sin lågkonjunktur utan att skriva ner värdet på statsskulden, vilket skulle medföra problem för banker i andra euroländer.

Stabilitetsfond för att hantera finansiella kriser ligger utanför statsbudgeten

I Sverige omfattade det finanspolitiska programmet för att säkra den finansiella stabiliteten (i) en höjning av insättningsgarantin för bankernas kunder; (ii) ett garantiprogram till banker och andra finansinstitut; (iii) en stabilitetsfond som inrättades 2008 samt (iv) lån till andra länder.¹⁹ Insättningsgarantin syftar till att säkra enskilda kunder med insatta belopp hos banker och vissa andra finansinstitut. Det statliga garantiprogrammet, som avvecklades 30 juni 2011, innebar att staten kunde garantera lån upp till 750 miljarder kronor och syftade till att sänka lånekostnaderna för banker och bostadsinstitut. Stabilitetsfonden ska användas för att hantera finansiella kriser och finansieras delvis via avgifter från medverkande banker och kreditinstitut. Den ligger därför utanför budgeten. Utöver detta instiftades en ny lag (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut. Stödlagen, som den kommit att kallas, ger staten möjlighet att ge stöd till solventa kreditinstitut. Detta omfattar möjligheten att ta över ägandet av en bank genom tvångsinlösen av aktier.

Det är svårt att bedöma vilka kostnader som förknippas med de offentliga stödåtgärder som sätts in vid en kris på finansmarknaderna, eftersom åtgärderna ofta består av att staten tar över tillgångar med ett osäkert framtida värde eller ställer ut garantier för even-

18. Se Lane (2011) och Riksbanken (2011) för en vidare beskrivning av den irländska statens hantering av krisen i banksystemet.

19. Information om de olika programmen från regeringens hemsida; <http://www.regeringen.se/sb/d/11586>. För en översikt av de åtgärder regeringen företog under den senaste krisen se Bergström (2009).

tualiteter som endast inträffar med låg sannolikhet.²⁰ Reinhart och Rogoff (2009) och Frydl (1999) påpekar också att uppskattningar av de direkta kostnaderna av bankkriser varierar avsevärt mellan studier.²¹ Eurostat (2011) redovisar dock beräkningar av vilka direkta kostnader den senaste finanskrisen medfört för de europeiska länderna 2008–2010. Man har här bortsett från övrig expansiv finanspolitik och enbart räknat ut skillnaden mellan intäkter och kostnader som går att härleda till den finansiella sektorn. Resultaten visar att finanskrisen medförde vissa kostnader, 0,0004 procent av BNP, för Sverige 2008. Under 2009 och 2010 var nettointäkterna däremot positiva för Sverige (0,04 respektive 0,06 procent av BNP). Den främsta anledningen till att Sverige visar ett överskott dessa år är statens intäkter från avgifter inom det statliga bankgarantisystemet.

Kostnaderna har hittills varit begränsade i många länder. Ett tydligt undantag är Irland, där stora delar av banksystemet har förstatligats under krisen. Kostnaderna för dessa åtgärder har varit stora och uppgick till 2,4 procent av BNP 2009 och hela 20 procent av BNP 2010. Detta har bidragit till att Irlands offentliga skuldkvot ökade från 29 procent av BNP 2007 till drygt 120 procent av BNP 2011. Det irländska exemplet visar just hur en begränsad skuld snabbt kan eskalera om banksystemet är hotat och att ett sådant land alltså har en hög *potentiell skuldnivå (prospective debt level)*. De irländska erfarenheterna lär oss att det kan vara befogat med viss finanspolitisk beredskap om banksystemet är förenat med allvarliga risker. Enligt många bedömningar har flera andra europeiska länder, kanske främst Spanien och Frankrike, omfattande problem inom sina

Direkta kostnader av finanskrisen har hittills varit små i många länder ...

... men det irländska exemplet visar hur en begränsad skuld snabbt kan eskalera

20. Se Reinhart och Rogoff (2009) och Norges Bank (2004) för en diskussion.

21. Vi har tidigare i detta kapitel konstaterat att SCB (1996) rapporterar att utgifterna för stödsatserna under den svenska bankkrisen på 1990-talet uppskattats till omkring 2 procent av BNP årligen budgetåren 1992/93 och 1993/94. Reinhart och Rogoff (2009, s. 164) rapporterar att uppskattningar av de totala kostnaderna för samma kris varierar mellan 3,6 och 6,4 procent av BNP. Jennergren och Näslund (1998) uppskattar att den samlade slutliga kostnaden, efter att staten sålt av de övertagna tillgångarna, var i storleksordningen 35 miljarder kronor, vilket motsvarar 1,8 procent av 1997 års BNP.

banker. Kostnaderna för stöd till banksektorn kan mycket väl tänkas öka kraftigt under de kommande åren i dessa länder.

Kan det som inträffat i Irland också hända i Sverige? Av de fyra svenska storbankerna har särskilt Swedbank och SEB haft stor exponering i Baltikum. Den djupa nedgången i Baltikum under de senaste åren har därför utgjort ett allvarligt hot mot den svenska banksektorn. De baltiska marknaderna stod för 60 procent av Swedbanks och 75 procent av SEB:s totala kreditförluster de tre första kvartalen 2009 (Riksbanken, 2010). Finansminister Anders Borg har också i efterhand uppgett att han gjorde bedömningen att Swedbank och SEB var nära ett statligt övertagande sommaren 2009.²²

Den svenska banksektorn är stor

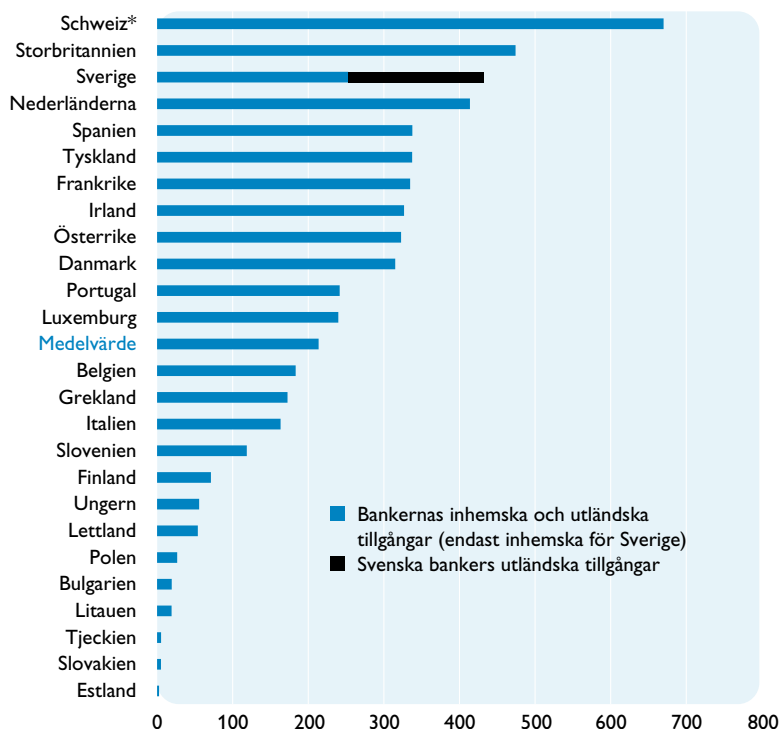
Som vi visade i figur 4.8 är dessutom den svenska banksektorn stor, vilket tyder på att ett statligt övertagande hade kunnat medföra stora offentliga utgifter. Det är dock oklart om det är bankernas totala tillgångar som är det relevanta måttet i detta sammanhang. För Sverige visar den blå stapeln i figuren att de svenska bankernas inhemska tillgångar uppgår till närmare 253 procent av BNP. De utländska tillgångarna motsvarar 178 procent av BNP och därmed drygt 40 procent av de totala tillgångarna. Eftersom flera av de svenska storbankerna har en stor del av sin verksamhet i andra länder är det inte troligt att den svenska staten skulle behöva gå in och stödja dotterbolag i en eventuell bankkris. Man kan argumentera för att Nordeas dotterbolag i de nordiska länderna är lika systemviktiga i dessa länder som moderbolaget är för det svenska systemet. Det samma kan sägas om Swedbanks dotterbolag i Estland och SEB:s dotterbolag i Litauen.²³

Inte meningsfullt att bygga upp buffert som är tillräckligt stor för att hantera bankkollaps

Vi har konstaterat att problem på finansmarknaderna ofta omvandlas till ett problem för de offentliga finanserna. Eftersom den svenska banksektorn är stor, är även denna problematik särskilt viktig att beakta här. Frågan är dock på vilket sätt finanspolitiken bör ta hänsyn till de potentiella risker som finns på finansmarknaderna. Vi menar att det knappast är meningsfullt att försöka bygga upp

22. Dagens Industri 20 januari 2011.

23. Finansinspektionen (2010).



Figur 4.7 Sveriges banksystem är stort.

Anm.: Procent av BNP juni 2010. Sveriges utländska tillgångar visar de fyra storbankernas tillgångar utomlands. Data för Schweiz avser 2009.

Källa: Sveriges riksbank

en finanspolitisk buffert som är tillräckligt stor för att hantera en kollaps av de svenska storbankerna. För att bli verkningsfull skulle en sådan buffert behöva bli mycket stor. Dessutom skulle den inte angripa de grundläggande mekanismer som medför att risker på finansmarknaderna även utgör offentlig-finansiella risker. I stället behövs en bättre reglering av banksystemet så att dess potentiella risker för de offentliga finanserna minskar. I nästan alla länder förs nu resonemang kring hur regleringarna bör förändras. De vanligaste förslagen är ökad beskattning av finansmarknaderna samt höjda

Bättre reglering av banksystemet behövs

Bättre reglering av banksystemet behövs

kapitaltäckningskrav.²⁴ I vissa länder finns dessutom planer eller beslut om mer genomgripande reformer av bankregleringen, ofta genom begränsningar av den verksamhet som får bedrivas av banker som omfattas av insättningsgarantier.²⁵ Mer genomgripande reformer av regleringen av det svenska banksystemet har hittills inte diskuterats i någon större utsträckning. Denna fråga förtjänar dock mer uppmärksamhet även i Sverige.

Konjunkturrådet ser alltså inte potentiella finansmarknadsrisker som ett motiv för högt offentligt sparande på lång sikt. Att införa nya regleringar tar dock tid, och finanspolitiken måste ta hänsyn till potentiella risker på finansmarknaderna även på kort sikt. Om vi i Sverige upprätthåller de sunda statsfinanser som vi har för tillfället finns det skäl att tro att vi skulle vara väl rustade för att hantera en bankkris i något mindre skala. I brist på bättre regleringar av finansmarknaderna kan dessa risker ses som ett tillfälligt motiv för att behålla överskottsmålet för de offentliga finanserna, eftersom det finanspolitiska manöverutrymme som våra nuvarande statsfinanser medger inger viss trygghet.

Risker för problem i banksystemet argument för tillfälligt högt överskottsmål

Har finanspolitiken bidragit till låga investeringar?

I kapitel 3 visade vi att de svenska investeringarna har varit låga i en internationell jämförelse. Vi visade dessutom att de låga investeringarna främst beror på låga fastighets- och infrastrukturinvesteringar. Förklaringen till de låga fastighetsinvesteringarna kan vara regleringar av byggandet och hyresmarknaden. De låga investeringarna i infrastrukturen har förmodligen en närmare koppling till finanspolitiken.

24. Avgifterna till stabilitetsfonden kan ses som en skatt eller försäkringspremie för de svenska bankerna. Avsikten är att avgifterna på sikt ska spegla de offentlig-finansiella risker de enskilda finansinstituten ger upphov till. Inom euroområdet förs även en diskussion om beskattning av finansiella transaktioner. Avsikten verkar då vara att minska transaktionsvolymerna.

25. Exempel är de så kallade Volckerreglerna i USA och Vickerskommissionen i Storbritannien. Se Chow och Surti för en analys av dessa regler.

En ofta framförd kritik mot överskottsmålet är att det rör den offentliga sektorns *finansiella* snarare än *totala* sparande och därför begränsar de offentliga *utgifterna* i stället för de offentliga *kostnaderna*. När det finansiella sparandet beräknas inkluderas hela utgiften det år investeringen görs, medan en kostnadsberäkning tar hänsyn till att en investering inte förbrukas omedelbart. Till exempel har Bäckström (2007) och Lindbeck (2008) menat att överskottsmålet bör överges just för att vi ska kunna tillåta större investeringar finansierade via den offentliga budgeten.²⁶ Finanspolitiska rådet (2008) diskuterade möjligheten att ändra överskottsmålets formulering så att det avsåg det totala sparandet i stället för det finansiella sparandet (en så kallad *gyllene regel*).

På vilket sätt begränsar då överskottsmålet de offentliga investeringarna?²⁷ Frågan kan angripas på flera olika sätt. Låt oss först konstatera att överskottsmålet på längre sikt *inte* begränsar det finanspolitiska utrymmet att bekosta investeringar, utan snarare underlättar för stora investeringar.

I fördjupningsruta 4.2 visar vi hur överskottsmålet medför att den offentliga skulden (eller förmögenheten) på sikt stabiliseras relativt BNP, och vad detta i sin tur implicerar för det finanspolitiska handlingsutrymmet. Om ett överskottsmål införs när skuldkvoten är högre än den som impliceras av överskottsmålet, måste skulden reduceras under en övergångsperiod. Skuldreduktion medför att det behövs tillfälligt högre skatter eller lägre utgifter än vad som annars hade varit möjligt. I den nya långsiktiga jämvikten kommer däremot utrymmet för offentlig konsumtion och investeringar (eller lägre skatter) att vara högre eftersom räntebetalningarna på statskulden blir lägre.²⁸ Figur 4.8 visar ett exempel på hur de primära

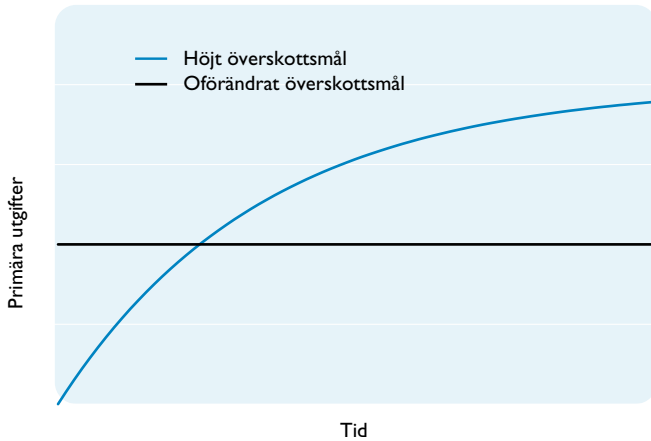
Överskottsmålet gäller det finansiella sparandet, inte det totala

Överskottsmålet underlättar för investeringar på längre sikt

26. Se även Pålsson (2011), Eriksson med flera (2011) samt Lindbeck (2011) för relaterade debattinlägg. Jakobsson med flera (2007) presenterar en bredare kritik av överskottsmålet.

27. Med »offentliga investeringar« avser vi investeringar initierade, och huvudsakligen finansierade, av den offentliga sektorn.

28. En del av kritiken av överskottsmålet i Jakobsson med flera (2007) är att det medför en överbeskattning av ekonomin. Notera dock att överskottsmålet ändrar skatternas tidsprofil, men inte nödvändigtvis deras genomsnittliga nivå. Med ett



Figur 4.8 Den offentliga sektorns primära utgifter relativt BNP.

Anm.: Utvecklingen av offentliga sektorns primära utgifter (konsumtion och investeringar) vid ett höjt överskottsmål, förutsatt konstanta skattenivåer (se även fördjupningsruta 4.2 för förklaring).

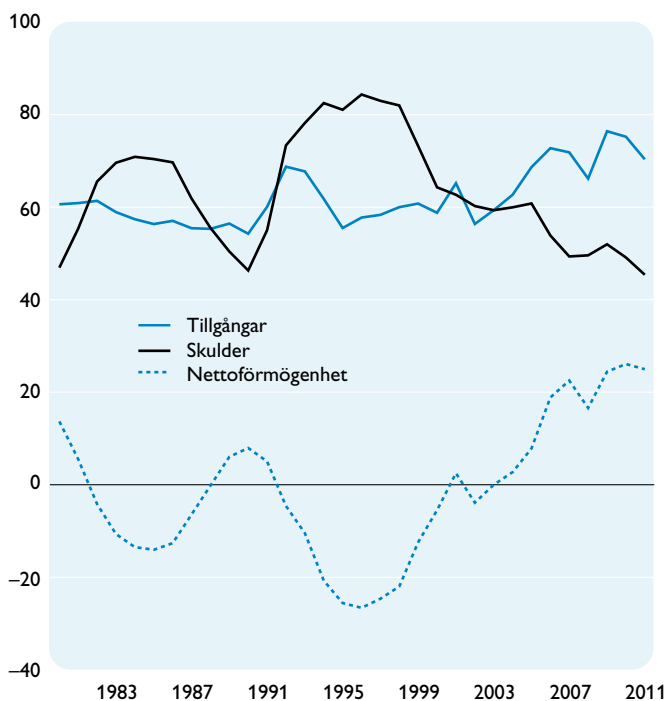
utgifterna relativt BNP utvecklas efter att ett ambitiöst överskottsmål har introducerats.

Figur 4.9 visar att den offentliga sektorns finansiella nettoförmögenhet nu uppgår till 25 procent av BNP. Vårt räkneexempel i fördjupningsruta 4.2 att tyder på att det nuvarande överskottsmålet kommer att stabilisera nettoförmögenheten kring 20 procent, det vill säga i närheten av den nivå där förmögenheten nu befinner sig. En möjlig tolkning av de senaste årens utveckling är därför att de primära utgifterna, kanske främst investeringsutgifterna, har varit låga medan skuldkvoten reducerades, men att det nu finns ett större finanspolitiskt handlingsutrymme just för att den offentliga skuldsättningen har reducerats.²⁹

lägre överskottsmål skulle skatterna kunna sänkas på kort sikt, men sedan behöva öka på längre sikt.

29. Om vi ändrade överskottsmålet till ett mål om budgetbalans skulle naturligtvis ett ökat finanspolitiskt handlingsutrymme uppstå under en övergångsperiod när den offentliga nettoförmögenheten reduceras ner mot den nya långsiktiga jämvikten (vilken då blir att vi varken har en skuld eller förmögenhet).

Mycket tyder dock på att det extra handlingsutrymmet inte är särskilt stort. I fördjupningsruta 4.2 visar vi att ett finansiellt sparandeöverskott på 1 procent om året i stället för årlig budgetbalans ger upphov till ett extra finanspolitiskt handlingsutrymme på $(\text{ränta} - \text{tillväxt}) \times (1 \text{ procent}) / \text{tillväxt}$. Under perioden 1984–2010 uppgick den genomsnittliga räntan på ettåriga statsskuldväxlar till 6,7 procent medan den genomsnittliga årliga tillväxttakten var 5,7 procent. Det extra finanspolitiska handlingsutrymmet skulle då bli knappt 0,2 procent av BNP vilket nästan kan ses som försumbart.



Figur 4.9 Offentliga sektorns finansiella tillgångar, skulder och nettoförmögenhet.

Anm.: Procent av BNP.

Källa: OECD Economic Outlook 89.

FÖRDJUPNINGSRUTA 4.2 SKULDYNAMIK

fördjupningsruta 4.1 visade vi att skuldkvoten utvecklas enligt

$$(1 + \delta_{t+1})d_{t+1} = (1 + i_t)d_t - p_t.$$

Låt nu variablerna avse den offentliga sektorn i stället för staten, och låt $s_t = p_t - i_t d_t$ beteckna den offentliga sektorns finansiella nettosparande i förhållande till BNP, det vill säga den storhet som omfattas av överskottsmålet. Skulddynamiken kan då beskrivas med ekvationen

$$(1 + \delta_{t+1})d_{t+1} = d_t - s_t.$$

Anta nu att sparkvoten hålls konstant (till exempel $s = 1\%$ såsom indikeras av överskottsmålet) och att BNP:s tillväxttakt är konstant och positiv. Skuldkvoten kommer då att stabiliseras på nivån

$$d = -\frac{s}{\delta}.$$

Om, till exempel, sparandet är $s = 1\%$ och den nominella tillväxten är $\delta = 5\%$ kommer skuldkvoten att bli $d = -0,2$, dvs den offentliga sektorns nettoförmögenhet kommer att stabiliseras på 20 procent av BNP.

Låt oss nu dela upp det finansiella sparandet i dess komponenter, $s = \tau - g - id$, där τ är skattekvoten och g är de primära offentliga utgifterna i förhållande till BNP. Vi kan då skriva om jämviktsvillkoret $d = -s/\delta$ som¹

$$g = \tau + \frac{i - \delta}{\delta} s.$$

1. Denna härledning förutsätter att den nominella räntan i den långsiktiga jämvikten är högre än den nominella tillväxttakten. Det är det enda rimliga scenariot, särskilt för en liten öppen ekonomi som den svenska. Om räntan är lägre än tillväxten kan den offentliga upplåningen höjas utan att de offentliga finanserna försvagas.

Under de senaste åren har dessutom räntan i genomsnitt varit lägre än tillväxttakten, vilket skulle kunna tolkas som att inget extra finanspolitiskt handlingsutrymme uppstår när sparandet ökar. Man kan dock göra flera invändningar mot en sådan tolkning. I kapitel

Vid givna skattesatser medför alltså ett högre överskottsmål (högre s) att de primära offentliga utgifterna (konsumtion och investeringar) blir högre i den långsiktiga jämvikten.

Frycklund (2011) påpekar att beräkningen av den långsiktiga skuldkvoten påverkas av att värdestegringen på de tillgångar som den offentliga sektorn håller, främst i pensionssystemets AP-fonder och de statligt ägda bolagen, inte räknas in i det finansiella sparandet. För att illustrera hur skulddynamiken förändras när hänsyn tas till värdestegring, delar vi upp nettoskulden, D , i två komponenter, $D = B - A$, där A är tillgångar med värdestegringstakt δ^a och B är statsskuld utan värdestegring. Skulddynamiken, i förhållande till BNP, beskrivs nu av två ekvationer:

$$(1 + \delta)a_{t+1} = (1 + \delta^a)a_t + s_t^a$$

och

$$(1 + \delta)b_{t+1} = b_t + s_t^a - s_t$$

där s_t^a är nysparande i tillgångarna. Anta nu att staten väljer nysparandet s^a så att tillgångarna hålls konstanta i förhållande till BNP. Vi får då $s^a = (\delta - \delta^a)a$. I en jämvikt där även skulden är stabil i förhållande till BNP kommer då nettoskulden att stabiliseras på nivån

$$d = b - a = -\frac{s + \delta^a a}{\delta}$$

Anta som tidigare att sparandet är $s = 1\%$ och att den nominella tillväxten är $\delta = 5\%$. Anta vidare att bruttotillgångarna hålls konstanta på 60 procent av BNP och att värdetillväxten är $\delta^a = 2\%$.² Skuldkvoten blir då $d = -0,44$, det vill säga den offentliga sektorns nettoförmögenhet kommer att stabiliseras på 44 procent av BNP.

2. Den offentliga sektorns bruttotillgångar har legat mellan 51 och 76 procent av BNP mellan 1970 och 2010. Frycklund räknar med en värdetillväxt som implicit medför att $\delta^a a = 1,2\%$, dvs $\delta^a = 2\%$ när $a = 60\%$.

3 diskuterade vi möjligheten att utnyttja en låg ränta på offentlig upplåning för att bedriva spekulativa skuldstrategier. Vi konstaterade att det finns en risk för att sådana strategier misslyckas och leder fram till en kostsam skuldkris i perioder när den ekonomiska tillväx-

ten är låg. Tolkningen förutsätter dessutom att räntan på svenska statsobligationer hade varit lika låg även om statsskulden varit högre. Mycket tyder på att räntan hade stigit under de senaste årens europeiska skuldskris om den svenska statsskulden varit högre.

Avslutningsvis kan man hävda att räntan på statsobligationer inte ger en rättvisande bild i dessa kalkyler. I statens (och den offentliga sektorns) finansiella nettoförmögenhet ingår andra skulder och tillgångar än enbart statsobligationer. De offentliga tillgångarna, främst i pensionssystemets AP-fonder och de statligt ägda bolagen, uppvisar ofta en värdetillväxt som inte räknas in i det finansiella sparandet. Med rimliga antaganden kommer nettoförmögenheten att stabiliseras mellan 40 och 50 procent av BNP när hänsyn tas till denna värdetillväxt, och under förutsättning att tillgångarna hålls konstanta i förhållande till BNP (Frycklund 2011, se även fördjupningsruta 4.2). Om dessa offentliga tillgångar behålls på lång sikt kan vi alltså förvänta oss att nettoförmögenheten fortsätter att öka. Med detta synsätt är det relevant att fråga om det finns skäl att fortsätta att ackumulera offentlig förmögenhet, eller om vi bör försöka stabilisera förmögenheten på nuvarande nivå. De räkneexempel vi använt ovan tyder på att en omformulering av överskottsmålet till ett mål om budgetbalans skulle medföra att nettoförmögenheten stabiliseras kring den nuvarande nivån om det sker fortsatt värdetillväxt på de offentliga tillgångarna.

Vi vill trots detta inte rekommendera att överskottsmålet överges i nuläget. Vi har två skäl till detta ställningstagande. För det första förutsätter resonemanget om värdestegringens effekter på den långsiktiga nettoförmögenheten att den offentliga sektorn även i fortsättningen kommer att äga dessa tillgångar. Detta antagande är tveksamt, dels eftersom regeringen har uttalat ambitioner att sälja flera av de statligt ägda bolagen, dels eftersom pensionssystemets buffert i AP-fonderna väntas krympa avsevärt i förhållande till BNP i takt med att befolkningen åldras under de kommande decennierna. För det andra finns det, åtminstone på kort sikt, ytterligare skäl till ett fortsatt högt offentligt sparande. Bland annat har vi påpekat att det finns risker på de finansiella marknaderna som motiverar ett

Relevant att fråga om det finns skäl att fortsätta ackumulera offentlig förmögenhet

Pensionssystemets buffert väntas krympa

høgt sparande tills dessa marknader är bättre reglerade. Dessutom, och förmodligen viktigare, har høstens europeiska skuldkris medfört att länder med antydning till svaga offentliga finanser drabbas av stigande riskpremier och därmed høgre räntekostnader på den utestående statsskulden. Att i detta läge göra det svenska finanspolitiska ramverket mindre strikt kan knappast vara rätt. Däremot har vi svårt att se att det skulle finnas ett behov av att nu lägga sparandet på en høgre nivå än den som följer av ramverket. Överskottsmålet gäller för det genomsnittliga sparandet över konjunkturcykeln men medger budgetunderskott under en lågkonjunktur, något som regeringen ogärna verkar vilja tillåta för närvarande trots att den förutspår en fördjupad lågkonjunktur under nästa år.³⁰

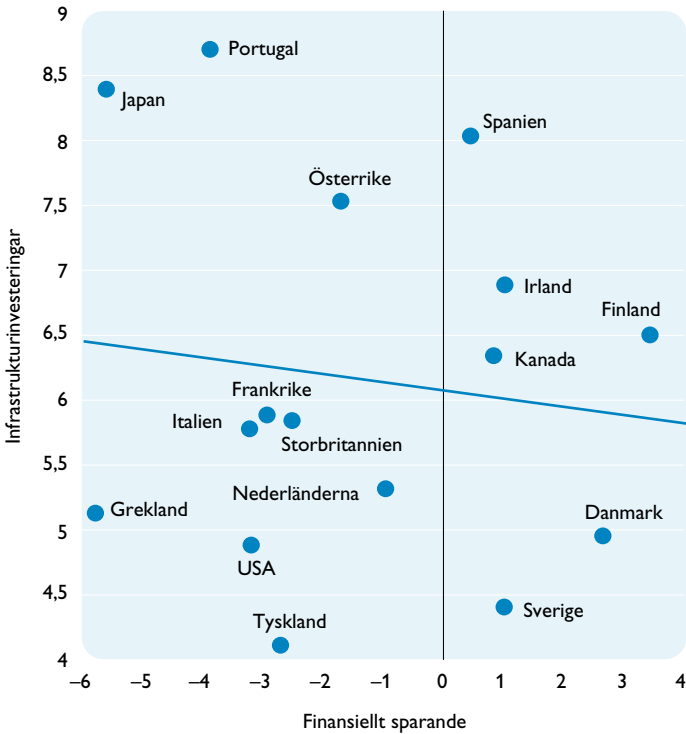
Svaga offentliga finanser ger høgre räntekostnader

Vi vill också påpeka att en omformulering av överskottsmålet till att omfatta det *totala* sparandet i stället för det finansiella sparandet inte heller skulle öka det genomsnittliga utrymmet för offentliga investeringar. Nya investeringar skulle visserligen inte »belasta« det innevarande årets budgetsaldo i någon större utsträckning, men i stället skulle avskrivningar på tidigare års investeringar inkluderas i saldot. Investeringar måste naturligtvis alltid finansieras och kommer alltid att påverka det finanspolitiska utrymmet, oavsett hur redovisningen kring detta ser ut.³¹

Figur 4.10 indikerar visserligen att det finns ett svagt negativt samband mellan det offentliga sparandet och nivån på landets infrastrukturinvesteringar, men sambandet är inte statistiskt signifikant. Enligt våra tidigare resonemang bör inte heller høgre offentligt sparande tränga undan offentliga utgifter. Vi bedömer därför att överskottsmålet inte är problematiskt för att det begränsar

30. Till exempel skriver regeringen in Budgetpropositionen för 2012 (s. 29) att »det finansiella sparandet väntas vara nära balans 2012, vilket säkrar tillfredsställande säkerhetsmarginaler för att kunna hantera en betydligt mer besvärlig utveckling än den som nu förutses«. Enligt regeringens prognoser kommer arbetslösheten att stiga och BNP att ligga 3,6 procent under sin potentiella nivå 2012. Med en sådan konjunkturutveckling skulle vi vanligen se ett offentligt sparande som ligger mer än 1 procentenhet under den genomsnittliga nivån.

31. Man kan möjligen mena att vissa finansiellt »lönsamma« investeringar trängs undan med det nuvarande regelverket.



Figur 4.10 Offentliga sektorns finansiella nettosparande och landets infrastrukturinvesteringar.

Anm.: Procent av BNP. Genomsnittliga värden 2001–2007.

Källa: OECD.

utrymme för offentliga investeringar. Det är däremot möjligt att överskottsålet medför att regeringen fokuserar på »enkla« åtgärder för att uppnå målet.

Som vi konstaterade i kapitel 2 finns det en risk att den politiska processen medför att finanspolitikens planeringshorisont blir kortare än vad som är samhällsekonomiskt önskvärt. Det finanspolitiska ramverket är tänkt att hantera denna problematik. Överskottsålet begränsar möjligheterna att finansiera utgifter idag med skatteinkomster i en avlägsen framtid. Och utgiftstaken tvingar fram en

Överskottsålet kan leda till att investeringar skjuts på framtiden

långsiktig planering för de utgifternas totala omfattning. Det finns dock inget tydligt inslag i ramverket som tvingar fram en långsiktig planering i utgifternas sammansättning. Att skjuta en investering på framtiden kan upplevas som enklare än att omedelbart minska en offentlig konsumtionsutgift. Överskottsmålet kan tänkas ha förstärkt en sådan kortsiktig fokusering.³²

Denna problematik skulle bli mindre om överskottsmålet avsåg det totala sparandet i stället för det finansiella (det vill säga med en gyllene regel). Ett liknande förslag skulle vara att ändra utgiftstaket så att det i stället begränsade de offentliga *kostnaderna*. De investeringar som görs ett visst år skulle då inte begränsas av det årets utgiftstak. Vi vill ändå inte förespråka någon sådan förändring, främst på grund av de många välkända problemen med att avgränsa vilka utgifter som ska klassificeras som investeringar snarare än konsumtion, och hur hög avskrivningen på dessa investeringar ska vara.³³

Vi menar att det är bättre att försöka angripa roten till de problem som eventuellt ger upphov till alltför låga offentliga investeringar. Det behövs alltså mekanismer som stärker finanspolitikens prioritering av investeringar. Vi har två förslag: För det första bör regeringen presentera en plan för de kommande årens offentliga investeringsutgifter i samband med att utgiftstaket läggs för tre år framåt. Denna plan kan ses som ett golv för investeringsutgifterna inom ramen för utgiftstaket. På grund av de nämnda problemen med att avgränsa vilka utgifter som ska klassificeras som investeringar snarare än konsumtion bör detta investeringsgolv ges en mindre formell roll än utgiftstaken. För det andra bör Finanspolitiska rådet få en tydligare uppgift att övervaka att de offentliga investeringarna inte prioriteras bort. Rådet bör därför få i uppgift dels att granska om de planerade investeringarna är väl motiverade, dels att utvärdera om finanspolitiken sedan blir förenlig med de investeringsplaner som har lagts. Problemen med att skilja mellan investeringar och konsumtion,

Det behövs mekanismer som stärker finanspolitikens prioritering av investeringar

Investeringsgolv

Finanspolitiska rådet bör granska

32. Se avsnitt 1.2.3 i Finanspolitiska rådet (2008) och avsnitt 4.3 i Finanspolitiska rådet (2009) för ytterligare diskussion av dessa mekanismer.

33. Se Finanspolitiska rådet (2008) och Finansdepartementet (2010) för en utförlig genomgång av dessa problem.

och den informella roll som investeringsgolven bör få i det finanspolitiska ramverket gör att denna utvärdering bör delegeras till ett externt, oberoende expertråd såsom Finanspolitiska rådet.

Sammanfattningsvis menar vi att det nuvarande överskottsmålet har bidragit till starka offentliga finanser, och att det är önskvärt att Sverige också i fortsättningen har en låg offentlig skuldsättning och balans eller överskott i finanserna i normala tider så att det blir lättare att hantera konjunkturedgångar utan att skulden och lånebehovet blir stort. Men vi konstaterar också att regelverket kan ha bidragit till alltför låga offentliga investeringar. Detta inte för att regelverket begränsar utrymmet för investeringar utan för att det ger svaga drivkrafter för regeringen att *välja* tillräckligt höga investeringar.

Skuld- eller saldomål?

Vi visade ovan att överskottsmålet har implikationer även för den offentliga sektorns skuldnivå. Något förenklat kan man beskriva överskottsmålet som ett indirekt mål även för skuldkvoten. Kopplingen mellan överskottsmålet och det implicita skuldmålet är dock inte riktigt så enkel som våra beräkningar i fördjupningsruta 4.2 indikerar. De parametrar som avgör nivån på det implicita skuldmålet, det vill säga tillväxt och ränta, är förmodligen inte stabila över tiden. Dessutom är det fel att tala om *en* ränta, eftersom avkastningen varierar på olika tillgångar i den offentliga placeringsportföljen. Man kan också anse att ett skuldmål ger otydligare signaler för den kortsiktiga finanspolitiken. Till exempel är det oklart hur snabbt skulden bör röra sig mot målet, och hur skulden bör tillåtas reagera på värdeförändringar i placeringsportföljen. Baserat på sådana argument menade Finansdepartementet (2010) att det är bättre med ett mål för det finansiella sparandet än för (netto-) skuldkvoten.

Med anledning av det senaste årets europeiska skuldkris finns det möjligen anledning att delvis ompröva denna bedömning. Skuldkriser kan delvis uppstå som en följd av självuppfyllande förväntningar på grund av »spridningseffekter« eller »snöbollseffek-

ter«. Om marknaden, på mer eller mindre goda grunder, ser en påtaglig risk att landet skriver ner värdet på sina skulder kommer de att kräva en hög ränta för att köpa landets statsskulder. Den höga räntan kan göra att landets skuldsituation verkligen blir ohållbar och att landet tvingas skriva ner skulden.³⁴ Risken att sådana negativa förväntningar ska uppstå är naturligtvis liten om de offentliga finanserna är sunda. Men i princip kan förväntningar driva fram en skuldkris i ett land med sunda offentliga finanser så länge som landet har ett kortsiktigt upplåningsbehov som är större än vad som kan täckas genom snabba åtstramningar eller utförsäljningar av statliga tillgångar. En hög bruttoskuld kan därför vara ett problem även om nettoskulden är låg, särskilt om löptiden på skulden är kort.³⁵ Vissa uttalanden från regeringen indikerar att man nu ser ett egenvärde i en låg bruttoskuld trots att detta inte är angivet som en del av det finanspolitiska ramverket.³⁶ Vi instämmer i bedömningen att ett sådant mål kan vara motiverat, men menar att det då tydligt bör formuleras just som en del av det finanspolitiska ramverket.

Samtidigt är det förmodligen inte önskvärt att bruttoskulden blir för låg. Statsobligationer, särskilt sådana med lång löptid, fyller flera viktiga funktioner på de finansiella marknaderna. Riksgälden (2011), som förvaltar statens upplåning, vill därför sätta ett golv för statens bruttoskuld. Vid en fortsatt minskning av nettoskulden skulle Riksgälden då börja köpa tillgångar, till exempel utländska statsobligationer, i stället för att reducera statens bruttoskuld. Riksgäldens resonemang är kontroversiellt, men vi menar att det förtjänar ytterligare diskussion. Det är viktigt att de tillgångar som eventuellt skulle köpas upp väljs med omsorg så att risken för självuppfyllande skuldkriser

Förväntningar kan driva fram skuldkris i ett land med sunda offentliga finanser

Mål för bruttoskulden kan vara motiverat

34. Calvo (1988) och Cole och Kehoe (2000) analyserar hur förväntningarna kan leda till självuppfyllande skuldkriser.

35. Ett helt motsatt, men inte orimligt, argument utgår från observationen att den för närvarande mycket låga räntan på statsobligationer motiverar en hög statlig upplåning, antingen för att investera i reall kapital (till exempel infrastruktur) eller finansiella tillgångar med högre avkastning. Eftersom vi inte fullt ut förstår orsakerna bakom den låga räntenivån bör förmodligen sådana strategier undvikas. Se vår diskussion i avsnitt 3 och Bohn (1999) för ytterligare analys av denna frågeställning.

36. Se till exempel Norman (2011).

hålls låg. Tillgångarna bör, som Riksgälden påpekar, vara lika säkra som svenska statsobligationer och ge ungefär samma avkastning. Tillgångarna bör dessutom vara likvida även när finansmarknaderna skakar. Historiskt har amerikanska statsobligationer uppfyllt dessa kriterier mer än väl; under kriser fungerar dollarn och amerikanska statsobligationer ofta som en tillflyktsort. Men det finns naturligtvis ingen garanti för att framtiden kommer att se likadan ut. Det är tänkbart, och kanske till och med troligt, att dollarns roll som världens reservvaluta kommer att bli mer ifrågasatt och att en framtida kris kan ta formen just som en kris för den amerikanska dollarn. Om den svenska staten då håller amerikanska statsobligationer finns en påtaglig risk för spridningseffekter som drabbar vår ekonomi.

Statsobligationer fyller en viktig funktion på de finansiella marknaderna

Sammanfattningsvis menar vi att det finns argument som talar för att en målsättning om en låg offentlig bruttoskuldkvot bör vara ett inslag i det finanspolitiska ramverket. Detta mål kan förmodligen uttryckas i vaga termer och bör förmodligen vara underordnat överskottsmålet. Samtidigt är det viktigt att det finns en fungerande marknad för svenska statsobligationer. Bruttoskulden bör därför kanske inte avvecklas helt.

Statsskulden bör därför kanske inte avvecklas helt

Finanspolitiska rådet

I kapitel 2 diskuterade vi hur delegering av penningpolitiken till en oberoende centralbank har medfört att penningpolitiken har kunnat undvika att drivas av alltför kortsiktiga överväganden. Delegeringen underlättar för centralbanken att bygga upp en trovärdighet för att bedriva en effektiv och långsiktig politik snarare än den som på kort sikt ger högst politisk avkastning. Det finanspolitiska ramverket består i hög utsträckning av *regler* som begränsar politikens handlingsutrymme snarare än angriper problemen med en för kortsiktig planeringshorisont. Det Finanspolitiska rådet är ett relativt nytt inslag i det finanspolitiska ramverket, och kan ses just som ett försök att främja politikens möjligheter att använda en längre planeringshorisont. Vi ser därför rådet som ett viktigt inslag i det finanspolitiska ramverket.

Finanspolitiska rådet viktigt inslag i ramverket

Men inrättandet av ett finanspolitiskt råd har inte varit problemfritt. Rådet har klagat på bristande resurser, och rekryteringen av ledamöter till rådet har varit svår just för att ledamöternas arbetsinsats har blivit så omfattande.³⁷ Rådet har under sina första år fått, och även tagit på sig, en omfattande roll som inte endast har fokuserat på den egentliga, övergripande finanspolitiken. Granskningen har även omfattat skattesystemets utformning, arbetsmarknadspolitiken, sjukförsäkringssystemet och utbildningspolitiken.

Enligt vår uppfattning är det önskvärt med extern granskning av alla dessa områden, men uppgiften behöver inte nödvändigtvis falla på Finanspolitiska rådet. Våra resonemang i kapitel 2 och tidigare i detta kapitel indikerar att det främst är den egentliga finanspolitiken som främjas av en löpande granskning av ett oberoende råd. Rådet bör särskilt analysera och belysa om finanspolitiken är tillräckligt framåtblickande, det vill säga om den undviker att falla i de typiska fällor som lätt uppstår när politiska hänsyn väger för tungt. Rådet bör därför undersöka om investeringar, som ger avkastning på lång sikt, får samma tyngd i planeringen som konsumtionsutgifter eller skattesänkningar som ger en mer omedelbar nytta för väljarna.³⁸ Ett relaterat problem, åtminstone historiskt, har varit att finanspolitiken gärna används för att stimulera ekonomin i en lågkonjunktur men inte gärna blir åtstramande under en uppgång. Rådet bör därför även undersöka om finanspolitiken är väl anpassad till konjunkturutvecklingen. Ytterligare en viktig uppgift för ett finanspolitiskt råd är att granska om regeringens beskrivning av finanspolitiken är transparent och om politiken är förenlig med intentionerna i det övriga finanspolitiska ramverket. Vi anser att det är viktigt att dessa funktioner kan behållas i det Finanspolitiska rådets framtida verksamhet. Med begränsade resurser är det dock tveksamt om rådet bör ha större ambitioner än så.

Rådet bör särskilt analysera om finanspolitiken är tillräckligt framåtblickande

Rådet bör granska anpassningen till konjunkturen och transparensen

37. Se Finanspolitiska rådet (2010).

38. Eftersom utbildning kan ses som en investering i humankapital, med kostnader på kort sikt men avkastning på lång sikt, bör rådet granska *omfattningen* av utbildningsåtgärder. Det är inte lika uppenbart att det är rådets uppgift att granska detaljinhållet i utbildningspolitiken.

Slutsatser

Vi har tidigare i denna rapport argumenterat för att regler är bra för att skapa långsiktighet i det stabiliseringspolitiska tänkandet och för att motverka alltför kortsiktiga beslut. Det svenska finanspolitiska ramverket får ofta beröm i den internationella debatten och Sveriges starka offentliga finanser anses ha gjort landet motståndskraftigt mot de senaste årens turbulens.

De sunda finanserna betyder dock inte att ramverket inte kan förbättras och i detta kapitel har vi diskuterat ett antal punkter där vi tycker att det krävs vidare diskussion av finanspolitikens utformning.

Våra slutsatser för det finanspolitiska ramverket och stabiliseringspolitiken är:

- ¶ En dekomponering av den svenska statsskulden som andel av BNP visar att konsolideringen av de offentliga finanserna efter 1990-talskrisen har bidragit till att hålla skuldkvoten på en låg nivå. En jämförelse med USA visar att de i större utsträckning har kunnat förlita sig på real BNP-tillväxt för att begränsa skuldkvoten. Eftersom befolkningstillväxten, och därmed även BNP-tillväxten, väntas fortsätta vara högre i USA än i Sverige kommer det även fortsättningsvis vara viktigare att begränsa statsskuldens tillväxt genom balans eller överskott i budgeten i Sverige än i USA.
- ¶ Det finns anledning att tro att de automatiska stabilisatorerna är svagare nu än tidigare men förändringarna förefaller små. En viktigare faktor är att det kommunala balanskravet riskerar att göra finanspolitiken procyklisk på kommunal nivå så att en expansiv finanspolitik centralt riskerar att motverkas av en kontraktiv finanspolitik lokalt. Det kan därför finnas anledning att antingen mjuka upp det kommunala balanskravet eller införa en automatisk konjunkturanpassning av statsbidragen till kommunerna.
- ¶ Den svenska banksektorn är omfattande i en internationell jämförelse och bör förses med bättre regleringar så att dess risker för de offentliga finanserna begränsas.

Det kommunala balanskravet innebär risk för procyklisk politik

- ☞ Den stora osäkerheten i vår omvärld medför stor osäkerhet om hur de svenska finansmarknaderna och den allmänna konjunkturutvecklingen kommer att utvecklas under de kommande åren. Det finns därför goda skäl att upprätthålla en viss beredskap för att finanspolitiken kan tvingas hantera problem på finansmarknaderna eller med stigande arbetslöshet. Vi bedömer inte att det offentliga sparandet nu behöver vara högre än det som följer av överskottsmålet, men detta är knappast rätt tid att sänka överskottsmålet.
- ☞ Det är möjligt att en hög offentlig bruttoskuld kan ge upphov till självuppfyllande krisförväntningar även om nettoskulden är låg. Ett mål om låg bruttoskuld skulle därmed kunna förstärka det finanspolitiska ramverket ytterligare. Ett sådant mål bör dock vara underordnat överskottsmålet.
- ☞ Det finanspolitiska ramverket behöver kompletteras med tydligare regler för den offentliga investeringspolitiken. Det nuvarande ramverket tvingar fram en långsiktig planering för de offentliga utgifternas omfattning men inte för utgifternas sammansättning. Det finns en risk att den politiska processen driver fram offentlig konsumtion och transfereringar på bekostnad av långsiktiga investeringar. Vi föreslår att regeringen presenterar en plan för de kommande årens offentliga investeringar i samband med att utgiftstaket läggs för tre år framåt. Denna plan kan ses som ett golv för investeringsutgifterna inom ramen för utgiftstaket.
- ☞ Finanspolitiska rådet är en viktig del av det finanspolitiska ramverket, men dess mandat har blivit så brett att rådet har fått svårt att rekrytera ledamöter. Vi uppmuntrar därför en diskussion om huruvida Finanspolitiska rådet bör få en snävare inriktning som är tydligare fokuserad på om de offentliga finanserna väljs med en tillräckligt lång planeringshorisont, är långsiktiga hållbara och väl anpassade till konjunkturutvecklingen.

*Inte rätt tid
att sänka över-
skottsmålet*

*Investerings-
golv*

12345

Utmaningar för penningpolitiken

Den ekonomiska krisen i USA och Europa har rest frågor om huruvida centralbankernas fokus på att stabilisera inflationen behöver omprövas. I en nyutkommen rapport publicerad av Brookings Institution menar en »Committee on International Economic Policy Reform«, bestående av sexton experter, att världens centralbanker behöver tänka om (Eichengreen med flera 2011). Den dominerande strategin – flexibel inflationsmålspolitik – behöver bland annat kompletteras med ett explicit mål för finansiell stabilitet menar kommittén. Detta är konsistent med vårt argument i kapitel 2, att finansiell stabilitet är en förutsättning för att penningpolitiska (och finanspolitiska) regler ska vara trovärdiga. Samtidigt finns det alltid risker för att det uppstår just trovärdighetsproblem när man ändrar det stabiliseringspolitiska ramverket, vilket talar för att det är bättre att hålla fast vid den nuvarande regimen.

Kritik mot penningpolitiken

Det förekom emellertid kritik mot penningpolitiken även innan den senaste ekonomiska krisen. Den kritiken var inte riktad så mycket mot den flexibla inflationsmålspolitiken som strategi, utan mer mot dess konkreta utformning. I Sverige har debatten bland annat handlat om hur väl Riksbanken lyckats uppfylla sitt mål, om nivån på inflationsmålet borde höjas och om inflationsmålet borde

kompletteras med mål för den realekonomiska aktiviteten, exempelvis för arbetslösheten. Det har också förts diskussioner – både i Sverige och i andra länder – om huruvida penningpolitiken borde fästa större vikt vid utvecklingen av exempelvis tillgångspriser och kredittillväxt. Den senaste krisen har inneburit att dessa diskussioner har tagit ny fart.

Vi inleder detta kapitel med att diskutera den rådande penningpolitiska strategin – den flexibla inflationsmålspolitiken. Därefter diskuterar vi Riksbankens ansvar för den finansiella stabiliteten, vilka förändringar som kan bli aktuella på det området, och vilka konsekvenser det kan ha för penningpolitiken.

Riksbankens penningpolitiska strategi

Det penningpolitiska regelverket reformerades i flera avseenden under 1990-talet. Riksbanken deklarerade 1993 ett explicit inflationsmål som innebär att den årliga förändringen i konsumentprisindex (KPI) ska ligga runt 2 procent. Viss flexibilitet i förhållande till målet medgavs redan från början. För det första skulle målet styra penningpolitiken först från 1995. Detta var motiverat av att kronans kraftiga försvagning och förändringar av de indirekta skatterna gav inflationsimpulser som skulle vara svåra att motverka med penningpolitik på kort sikt. För det andra annonserades ett toleransintervall som innebar att avvikelser från inflationsmålet om 1 procentenhet i endera riktningen skulle accepteras.¹

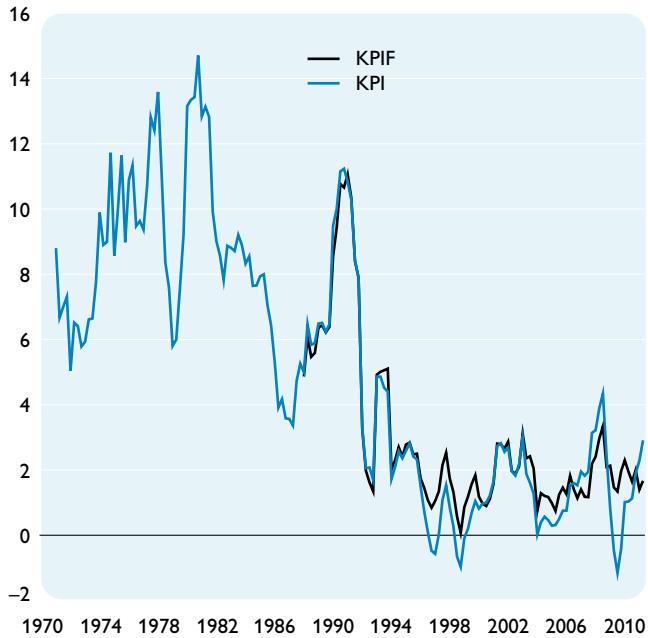
För att inflationsmålet skulle vara trovärdigt vidtogs ett antal åtgärder för att göra Riksbanken självständig. Det nuvarande regelverket beskrivs i fördjupningsrutorna 5.1 och 5.2.

Figur 5.1 visar inflationen, mätt som årlig förändring i KPI (konsumentprisindex) 1970–2010 samt inflationen mätt som årlig förändring i KPIF (konsumentprisindex med fast ränta) 2000–2010. KPIF är ett prismått där ränteförändringars effekter på bostadskost-

*Mål om
inflation på
2 procent*

*Riksbanken
mera själv-
ständig*

1. Toleransintervallet togs bort ur den penningpolitiska strategin i juni 2010 eftersom Riksbanken inte ansåg att det hade haft någon praktisk betydelse.



Figur 5.1 Inflation.

Anm.: KPI och KPIF, procentuell förändring jämfört med samma period föregående år.
Källa: SCB.

*Inflationen
8 procent i
genomsnitt
1970–1992*

naderna rensats bort. Figuren visar att inflationen var betydligt högre under 1970- och 1980-talen när penningpolitiken strävade efter att upprätthålla en fast växelkurs gentemot andra valutor.² Under denna period var det inte ovanligt med en inflationstakt närmare 10 procent och genomsnittsinflationen 1970–1992 var 8,1 procent. Inflationen nådde som högst över 13 procent 1981.

2. Efter det så kallade Bretton Woods-systemets sammanbrott 1973 upprätthölls en mer eller mindre fast växelkurs inom ramen för olika valutaarrangemang fram till dess att kronan tilläts flyta helt fritt i november 1992. Sverige ingick i den så kallade valutaorten 1973–1977, knöt kronan till en valutakorg 1977–1991 och slutligen till ECU:n 1991–92. Justeringar (devalveringar) av den fasta kronkursen i förhållande till utländska valutor gjordes flera gånger under 1970- och 1980-talen.

Figuren visar att inflationen har varit betydligt lägre efter inflationsmålets införande. Genomsnittsinflationen under perioden 1995–2010 var 1,2 procent, vilket alltså ligger under målet om 2 procent.

*Inflationen
lägre än målet
i genomsnitt
1995–2010*

Inflationsmåten KPIF och KPI följer varandra nära. Eftersom KPIF är korrigerat för ränteförändringar så kan detta mått ligga över eller under KPI beroende på om Riksbanken höjt eller sänkt räntan. I tider av stora ränteförändringar blir alltså avvikelserna stora men inflationsmåten följer varandra väl på längre sikt.

Riksbankens tolkning av sitt inflationsmål har över tiden blivit alltmer flexibel, främst på det sättet att Riksbanken allt tydligare kommunicerat att man utöver inflationen fäster viss vikt vid att stabilisera den realekonomiska aktiviteten. Det är dock inte självklart

*Tolkningen
av inflations-
målet gradvis
mer flexibel*

FÖRDJUPNINGSRUTA 5.1 INFLATIONSMÅLET

Enligt lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank är målet för Riksbankens verksamhet att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken ska också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Riksbanken får enligt lagen meddela föreskrifter inom ramen för sitt ansvar för penningpolitiken.

Mer precist formulerade Riksbanken ett inflationsmål 1993 som skulle gälla från 1995. Inflationsmålet innebär att den årliga förändringen i konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent.

Penningpolitiken ska dessutom

»stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning«. Denna formulering finns med i förarbetena till riksbankslagen och numera även i Riksbankens formuleringar av den penningpolitiska strategin (Riksbanken, 2010a). Detta innebär att Riksbanken, utöver att stabilisera inflationen, försöker stabilisera produktion och sysselsättning runt utvecklingsbanor som är hållbara på lång sikt. Riksbanken understryker dock att inflationsmålet är överordnat strävan att uppnå realekonomisk stabilitet.

hur flexibel inflationsmålspolitiken bör vara och det förs en livlig debatt både bland forskare och mer allmänt om hur centralbanker ska agera för att skapa största möjliga samhällsnytta.

Ett vanligt sätt att beskriva Riksbankens och många andra centralbankers penningpolitiska strategi är att centralbanken antas sätta räntan för att minimera en så kallad förlustfunktion. Syftet med penningpolitiken är då att minimera avvikelserna från inflationsmålet och något mått på den långsiktigt hållbara realekonomiska aktiviteten. Ett vanligt antagande är att centralbankens förlustfunktion är kvadratisk, så att förlusten för penningpolitiken i varje period kan beskrivas med ekvationen

$$L(\pi_t, y_t) = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda (y_t - y_t^*)^2 \quad (5.1)$$

Här är π_t inflationstakten i period t , π^* är inflationsmålet, y_t är produktionen (BNP) och y_t^* är potentiell, normal eller trendmässig BNP. $\lambda \geq 0$ är en parameter som anger hur stor relativ vikt centralbanken fäster vid den realekonomiska aktiviteten i ekonomin, här produktionsgapet. En centralbank som stabiliserar både inflation och produktion, så att $\lambda > 0$, sägs ha ett flexibelt inflationsmål och en centralbank som enbart bryr sig om inflationen, så att $\lambda = 0$, sägs ha ett strikt inflationsmål (Svensson, 1999).

Hur stor vikt penningpolitiken bör fästa vid produktionsgapet eller något annat mått på den realekonomiska aktiviteten är en omdebatterad fråga. Anhängare av ett flexibelt inflationsmål menar att ekonomin totalt sett fungerar bättre om viss vikt fästs även vid den realekonomiska aktiviteten. Kritiker menar att en centralbank som uteslutande prioriterar prisstabilitet har störst möjlighet att bidra till en stabil ekonomisk utveckling genom att förankra inflationsförväntningarna. De två synsätten diskuteras mer ingående nedan.

Vi börjar dock med att ge en bild av vad Riksbanken faktiskt har gjort sedan inflationsmålet infördes.

Penningpolitikens avvägningar beskrivs av en förlustfunktion

Hur stor vikt penningpolitiken bör fästa vid produktion är omdebatterat

Penningpolitiken i Sverige 1996–2011

Den ränta som blir konsekvensen om centralbanken följer den Taylorregel som vi beskrev i kapitel 2 är *ett* sätt att visa vilken ränta som skulle råda i ekonomin om centralbanken satte räntan som en funktion av den faktiska inflationens avvikelse från inflationsmålet och produktionsgapet.

Man bör dock vara medveten om att Taylorregeln varken är någon perfekt beskrivning av hur centralbanker faktiskt sätter räntan i praktiken, eller av hur de borde agera. Ett skäl till detta är att man brukar räkna med att det tar upp till två, eller till och med tre, år innan en ränteförändring får fullt genomslag i ekonomin. Därför måste Riksbanken bilda sig en uppfattning om vad inflationen kommer att vara på längre sikt. Detta gör att centralbanker i praktiken har den förväntade inflationen i åtanke när de sätter räntan. Ytterligare ett skäl för centralbanken att basera penningpolitiken på den prognostiserade inflationen snarare än den just nu observerade, är att målet för penningpolitiken rimligen inte är att styra inflationen ett visst kvartal eller år, utan sett över en längre tidsperiod. Samma resonemang gäller för det andra argumentet i Taylorregeln, produktionsgapet. Det är dessutom inte heller uppenbart vilket mått på realekonomisk aktivitet som ska användas när produktionsgapet beräknas.³ Man bör därför endast se Taylorregeln som en enkel tumregel och ha i åtanke att den representerar en mycket förenklad bild av hur penningpolitiken skulle kunna bedrivas.

Vi jämför den ränta Riksbanken satt med en hypotetisk referensränta enligt följande Taylorregel:

$$i_t = 4 + 1,5 \cdot (\pi_t - \pi^*) + 0,5 \cdot (y_t - y_t^*) \quad (5.2)$$

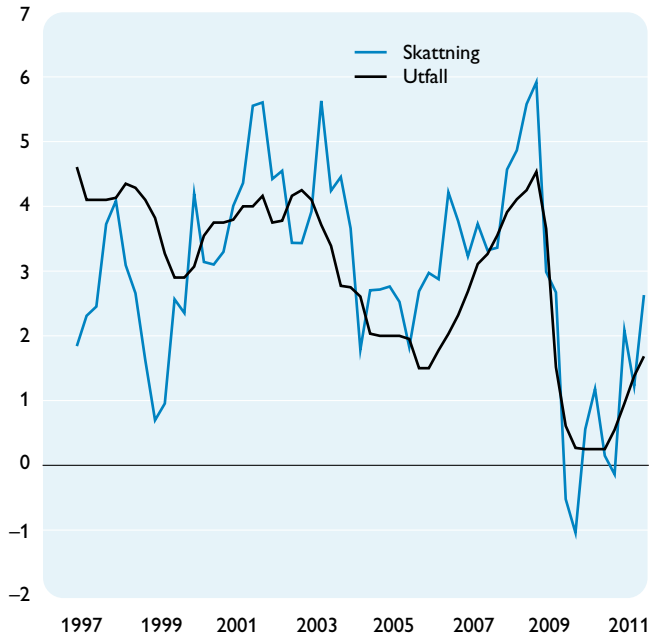
3. Det förekommer dels olika definitioner av produktionsgapet i den teoretiska litteraturen, dels olika mätmetoder i den empiriska litteraturen. I teoretiska modeller med prisstelheter är exempelvis det långsiktigt hållbara måttet på produktionen den produktionsnivå som skulle uppstå i en jämvikt där priser vore flexibla. Någon sådan jämvikt är förstas inte direkt observerbar i data. Empiriskt kan potentiell, normal eller trendmässig BNP beräknas med hjälp av mer eller mindre sofistikerade metoder. För enkelhetens skull har vi i våra beräkningar av Taylorräntan använt oss av OECD:s definition av produktionsgapet.

Penningpolitik påverkas av förväntad inflation

Taylorregeln en förenklad bild av penningpolitik

Den första termen i ekvationen är den reporänta som skulle gälla i ekonomin om inflationsmålet vore uppnått och produktionsgapet vore noll, alltså om ekonomin befann sig i jämvikt. Vi antar alltså här att den räntenivån är 4 procent. Detta är inte orimligt om både inflationen och den reala tillväxten ligger kring 2 procent, men dessa antaganden kan givetvis ifrågasättas. Vi har här valt att basera våra uträkningar på KPIF snarare än KPI eftersom svängningarna i den implicerade räntan blir orimligt stora om man använder KPI.

Figur 5.2. visar hur reporäntan och vår hypotetiska referensränta utvecklats under perioden 1996–2011. Figuren visar att det inte



Figur 5.2 Skattad Taylorränta.

Anm.: Skattad Taylorränta baserat på KPIF-inflation (se figur 5.1) och produktionsgapet i realtid samt utfall av reporäntan. Realtid definieras på så vis att OECD-rapporten för respektive halvår bestämmer tillhörande samt följande kvartal.

Källa: Riksbanken (reporänta), OECD Economic Outlook 60–89 (produktionsgap) och SCB (KPIF).

finns några tecken på att reporäntan genomgående varit högre eller lägre än referensräntan: den estimerade räntan fluktuerar runt den faktiska reporäntan. Det är intressant att notera att den faktiska reporäntan var högre än den räntenivå som Taylorregeln ger upphov till under perioden 1996–1999. Detta skulle kunna tolkas som att Riksbanken förde en relativt stram politik under andra halvan av 1990-talet för att etablera trovärdighet för den nya inflationsmålsregimen.

Stram penningpolitik under andra halvan av 1990-talet

Taylorregeln innebär större svängningar i styrräntan än vad vi observerar för den faktiska reporäntan. Detta beror huvudsakligen på att Taylorregeln lägger stor vikt vid inflationsstabilitet. Eftersom inflationen fluktuerat relativt kraftigt under urvalsperioden (se figur 5.1) resulterar detta i relativt stora svängningar i räntan enligt Taylorregeln.

Figuren visar att Taylorregeln förespråkar kraftiga räntehöjningar i början på 2000-talet. Detta är en konsekvens av de snabba prisökningar som uppstod i samband med galna kosjukan och mul- och klövsjukan vid millenniets början. Den höga referensräntan åren precis innan den senaste finanskrisen beror på att inflationen steg som en följd av bland annat höga oljepriser dessa år och kulminerade på 4 procent våren 2008.

Man kan här göra två tolkningar: Den faktiska reporäntan har haft en jämnare utveckling än referensräntan för att Riksbanken tolkat dessa prisökningar som temporära och inte valt att svara på dem med räntehöjningar. Alternativt borde Riksbanken ha svarat mer aggressivt på chocker. Vi ser att Taylorregeln exempelvis föreslår räntehöjningar från 2005 och framåt. Huruvida en räntehöjning (långt) tidigare än den man faktiskt gjorde i september 2008 kunde ha hjälpt till att exempelvis hålla tillgångspriser nere och om detta hade varit önskvärt är en öppen fråga.

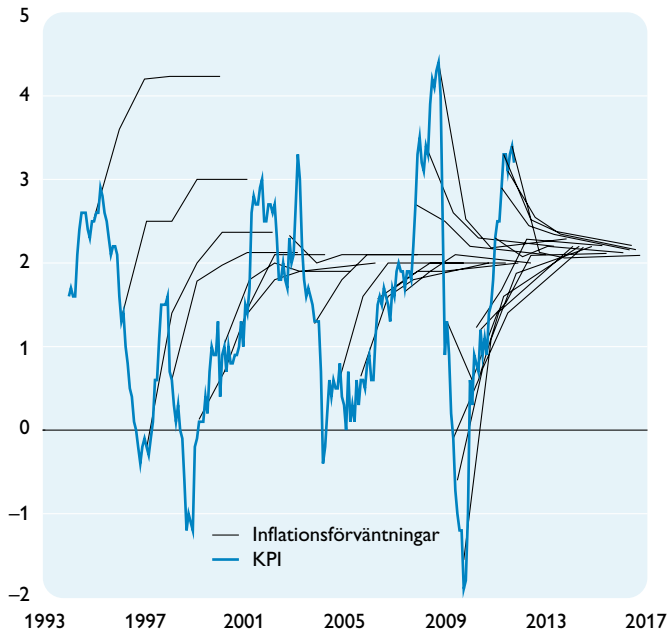
Taylorregeln genererar en tillfälligt negativ styrränta i den senaste krisen. Även om man i teorin kan tänka sig en negativ ränta gör många bedömningen att negativa räntor är svåra att genomföra i praktiken. Riksbanken valde som bekant, i likhet med många andra centralbanker, att i stället vidta en rad så kallade okonven-

Negativ ränta i den senaste krisen, enligt Taylor

tionella åtgärder för att få kreditmarknaderna att fungera, hålla det allmänna ränteläget nere och försöka stimulera ekonomin. Det är ändå intressant att notera att Taylorregeln, som ofta uppfattas om en användbar tumregel för penningpolitiken, faktiskt pekar på att en mycket låg och till och med negativ reporänta hade varit motiverad utifrån inflationens och produktionsgapets utveckling.

Riksbankens politik har gett stabilare ränta än Taylorregeln

Slutsatsen är alltså att Riksbankens penningpolitik utmärks av en stabilare reporänta än den som Taylorregeln skulle ha inneburit. En rimlig tolkning av detta resultat är att penningpolitiken inte reagerat starkt på de avvikelser från inflationsmålet, och eventuellt svängningar i produktionsgapet, som uppstått just för tillfället. Istället baseras penningpolitiken på prognoser av inflationen och



Figur 5.3 Inflation och inflationsförväntningar.

Anm.: KPI-inflation i procentuell förändring jämfört med föregående period.

Inflationsförväntningar hos penningmarknadsaktörer.

Källa: Riksbanken.

produktionsgapet och målet är att få dessa variabler att närma sig målen på några års sikt (se Riksbanken, 2010a).

Åtminstone vad gäller att stabilisera inflationsförväntningarna tycks detta ha varit en framgångsrik strategi. Figur 5.3 visar den faktiska inflationen och inflationsförväntningar två år framåt i tiden under perioden 1994–2011. Grafen visar hur effektivt inflationsmålet har lyckats stabilisera förväntningarna runt 2 procent. Strax efter att inflationsmålet införts fanns förväntningar om en inflation över 4 procent. Förväntningarna sjönk därefter gradvis och från 1998 och framåt ligger förväntningarna nära Riksbankens mål.⁴

Den flexibla inflationsmålspolitiken kan alltså karakteriseras som en penningpolitik som, åtminstone jämfört med Taylorregeln, normalt inte innebär så aggressiva ränteförändringar men som ändå lyckats stabilisera inflationsförväntningarna. Inflationen har dock i genomsnitt legat något under målet. I debatten om penningpolitiken förekommer det argument både om att Riksbanken borde ha ett mål för den realekonomiska utvecklingen och att nivån på inflationsmålet borde ändras. Vi ska nu ge en översikt av den diskussionen.

Inflationsförväntningarna stabila runt 2 procent

Bör Riksbanken ha ett mål för arbetslösheten?

Penningpolitikens huvudsakliga uppgift är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde, vilket Riksbanken tolkar som att inflationen ska vara låg och stabil. Riksbanken har gått från att ha kommunicerat ett relativt strikt inflationsmål åren efter att målet deklarerades 1993 till att över tiden blivit allt tydligare med att man har ett flexibelt inflationsmål och även försöker stabilisera den realekonomiska aktiviteten. Eftersom det var viktigt för Riksbanken att skapa trovärdighet för inflationsmålet när det infördes gjorde man sannolikt bedömningen att det inte fanns något större utrymme för att stabilisera produktionen under 1990-talet. Allt eftersom

Riksbanken allt tydligare om att man har ett flexibelt inflationsmål

4. Apel och Vredin (2007) diskuterar möjliga faktorer bakom de stabilare förväntningarna och identifierar Riksbankens transparens som en möjlig orsak.

Riksbanken etablerade trovärdighet för inflationsmålsregimen har man dock fått större möjlighet att stabilisera realekonomin utan att riskera sitt rykte som inflationsbekämpare.

För att förstå varför Riksbanken fäste så hög vikt vid inflationen precis efter att inflationsmålet införts måste man beakta det problem med politikens tidsinkonsistens som vi diskuterade i kapitel 2.⁵ Som vi tidigare diskuterat så uppstår ett tidsinkonsistensproblem när politiker inte kan binda sig till att genomföra en viss politik för all framtid utan fattar löpande beslut. En centralbank som både bryr sig om inflationsstabilitet och den realekonomiska aktiviteten och annonserar att den ska upprätthålla stabil inflation riskerar att inte bli trodd av allmänheten. Den förstår att centralbanken ändå har incitament att skapa inflation och försöka stimulera den reala ekonomin. Detta gör att så kallad inflationsbias kan uppstå, det vill säga man flyttar sig till en jämvikt med hög inflation, utan att produktion eller sysselsättning har ökat.

Tidsinkonsistensproblemet talar för hög vikt vid inflation

Som vi också diskuterade i kapitel 2 kan man lösa eller åtminstone mildra tidsinkonsistensproblemet genom institutionella reformer som gör politikernas och centralbankschefers utfästelser om den ekonomiska politiken mer trovärdiga. Rogoff (1985) pekade på att en »konservativ« centralbank, som fäster en högre vikt vid stabil inflation än samhället i stort, minskar risken för att ett tidsinkonsistensproblem ska uppstå. I en ekonomi där penningpolitiken styrs av en sådan centralbank skapas förväntningar om låg och stabil inflation vilket kan ge incitament för återhållsamhet i lönebildningen och på så sätt minska risken för inflationsbias. En »liberal« centralbank, som fäster lägre vikt vid inflationen än samhället i övrigt och i stället har som mål att stabilisera produktion och sysselsättning, kan däremot ge upphov till höga inflationsförväntningar och öka risken för inflationsbias.

I Sverige har tidsinkonsistensproblemet hanterats genom att Riksbankens självständighet har ökat och genom att man i riksbanks-

5. Kydland och Prescott (1977) och Barro och Gordon (1983) gjorde de avgörande teoretiska analyser som lade grunden för diskussionen om den ekonomiska politikens tidsinkonsistensproblem.

lagen fastställt att penningpolitiken ska sträva efter att upprätthålla ett fast penningvärde. I likhet med många andra centralbanker har dock Riksbanken, som konstaterats ovan, ett flexibelt inflationsmål. En fördel med att inte uteslutande fokusera på att stabilisera inflationen kring ett givet mål är att man undviker alltför stora svängningar i räntor, växelkurser och den ekonomiska aktiviteten (se exempelvis Svensson 1998, 2000). Anhängare av ett flexibelt inflationsmål menar att ekonomin fungerar bättre om centralbanken siktar på att uppnå inflationsmålet på lite längre sikt och även fäster viss vikt vid stabilitet i produktionen.

Det råder dock inte någon fullständig enighet om hur penningpolitik med ett flexibelt inflationsmål ska utformas i praktiken, exempelvis om inflationsmålet bör kompletteras med något preciserat mål för den realekonomiska stabiliteten. I sin utvärdering av Riksbankens penningpolitik från 2006, diskuterade exempelvis Giavazzi och Mishkin huruvida Riksbanken borde ha något explicit mål för BNP, arbetslöshet, sysselsättning etcetera. Deras slutsats var att något sådant mål *inte* borde införas.

Ett argument för att centralbanken bör fokusera på prisstabilitet är att det inte nödvändigtvis föreligger någon målkonflikt mellan stabil inflation och stabil produktion. Hur man ser på detta beror på vilka teorier om ekonomins funktionssätt man tror på, men också på vilka störningar man tror att ekonomin tenderar att drabbas av. I en vanlig klass av modeller – så kallade nykeynesianska – leder ett mål för stabil inflation automatiskt till att produktionen stabiliseras om ekonomin drabbas av efterfrågechocker – ett resultat som Olivier Blanchard och Jordi Galí kallat *the divine coincidence* – det gudomliga sammanträffandet.⁶ Blanchard och Galí (2007) visar dock att detta resultat bara gäller under vissa förutsättningar. Om ekonomin råkar ut för vad man brukar kalla för en utbudsstörning, som leder till stigande inflation samtidigt som produktionen faller (eller vice

Inte fullständig enighet om flexibel inflationspolitik

6. Den nykeynesianska modellen, ibland även kallad *The New Neoclassical Synthesis*, diskuteras i Goodfriend och King (1997), Clarida, Galí och Gertler (1999) och Woodford (2003). Svensson (1998, 1999) diskuterar hur målkonflikten mellan stabilitet i inflation och output påverkas av olika typer av störningar.

Inte bra med »ultra-konservativ« centralbank vid utbudsstörningar

versa), föreligger en avvägning mellan att stabilisera inflationen och att stabilisera konjunkturen. Rogoff (1985) argumenterar för att det därmed inte är bra med en »ultra-konservativ« centralbank som fäster alltför stor vikt vid stabil inflation. Om ekonomin har en benägenhet att råka ut för utbudschocker kan detta ge upphov till stora svängningar i produktionen.

Orphanides (2009) och Orphanides och Williams (2006) understryker dock vikten av att förankra inflationsförväntningarna i ekonomin. I en värld där det råder stor osäkerhet menar de att det är viktigt att centralbanker fokuserar på att upprätthålla låg och stabil inflation och inte bryr sig om den realekonomiska aktiviteten. Schmitt-Grohé och Uribe (2007) har jämfört utfallet av olika politikregler i en teoretisk, dynamisk allmän jämviktsmodell med realistiska egenskaper så som pris- och lönestelheter och snedvridande skatter. Deras slutsats är att en centralbank som försöker stabilisera produktionen riskerar att orsaka stora välfärdsförluster.

Olika mått på resursutnyttjandet

På teoretiska grunder kan man alltså hävda både att det kan vara bättre att centralbanken fokuserar enbart på inflationsbekämpning och att en viss flexibilitet är bra. I praktiken fäster dock samtliga centralbanker vikt även vid att stabilisera konjunkturen, det har framgått inte minst av de åtgärder som vidtagits under den senaste krisen. Men även om man drar slutsatsen att inflationsmålet bör vara flexibelt så återstår frågan om hur penningpolitiken ska bedrivas i praktiken.

För det första är det inte uppenbart hur centralbanken ska ta realekonomisk hänsyn.⁷ Bör centralbanken beakta produktionsgapet, sysselsättningen, arbetslösheten eller något annat mått på kapacitetsutnyttjandet? Ett alternativ är förstås att centralbanken tittar på flera olika indikatorer för att få en samlad helhetsbild av det realekonomiska läget. Men alltför många mått kan leda till att det

7. Se Palmqvist (2007) för en diskussion.

Inte uppenbart hur centralbanker ska ta realekonomisk hänsyn

blir svårt att göra en objektiv bedömning av måluppfyllelsen. Därmed blir det också svårare att förutsäga penningpolitiken och att utvärdera den i efterhand, vilket kan leda till nya trovärdighetsproblem. Om alltför många mått används så kan varje bedömare alltid hitta något som stödjer just den personens uppfattning om vilken penningpolitik som bör föras. Detta är ett argument för att ett enda mått på konjunkturläget bör användas.

För det andra är det mycket svårt att avgöra vad som är önskvärda nivåer på sysselsättning, investeringar och produktionsnivå. Detta beror delvis på att varken regeringen, Riksbanken eller någon annan »social planerare« kan avgöra vilka beslut om investeringar, produktion och konsumtion som hushållen och företag borde ta. Men det beror också på att olika marknadsimperfectioner gör att den samhällsekonomiskt önskvärda aktivitetsnivån inte nödvändigtvis sammanfaller med den privatekonomiska.

Svensson (2011) argumenterar för att Riksbanken, utöver att stabilisera inflationen, bör försöka stabilisera arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå.⁸ Han menar att eftersom arbetslöshetsstatistiken uppdateras kontinuerligt och därutöver inte revideras på samma sätt som BNP så är denna variabel lättare att observera och mer tillförlitlig. Han menar också att det är lättare att uppskatta den lägsta långsiktiga arbetslöshetsnivån i ekonomin än den långsiktiga produktionsnivån som krävs för beräkning av BNP-gapet. Svensson menar att fördelarna med att fokusera på arbetslösheten i relation till dess långsiktiga nivå är att arbetslöshetsmålet kan uttryckas som en stabil procentsats, fluktuerar relativt långsamt och lite, kan skattas med utgångspunkt i flera olika typer av modeller samt att svensk mikro- och makroforskning på arbetsmarknadsområdet håller mycket hög klass internationellt vilket bäddar för en stark akademisk förankring. Därutöver är ett mål baserat på stabil arbetslöshet lätt att utvärdera för allmänheten och externa bedömare.

Är det då lättare att mäta den långsiktigt hållbara arbetslösheten

*Argument
för att Riks-
banken borde
stabilisera
arbetslösheten*

8. Han argumenterar även för att Riksbanken i stället för KPI borde fokusera på att stabilisera KPIF.

Oklart vad som menas med jämviktsarbetslöshet

än den långsiktigt hållbara produktionsnivån? Rogerson (1997) har granskat litteraturen om den så kallade jämviktsarbetslösheten och påpekar att det är ytterst oklart vad som egentligen menas med detta begrepp. Det förekommer många olika definitioner av jämviktsarbetslöshet i den teoretiska litteraturen och betydelsen varierar beroende på vilken teoretisk modell man utgår ifrån. Dessutom kan den faktiskt uppmätta arbetslösheten påverkas med hjälp av ekonomisk-politiska åtgärder i större utsträckning än den långsiktigt hållbara produktionsnivån eller det egentliga resursutnyttjandet. Det är därför inte självklart att något tillförlitligt mått på den faktiska jämviktsarbetslösheten, eller något annat mål för arbetslösheten, är enkelt att ta fram.

En relaterad och viktig fråga är vilken typ av arbetslöshet som Riksbanken faktiskt kan påverka med sin räntepolitik. Om en lägre ränta stimulerar efterfrågan och därmed ökar sysselsättningen så är detta något som normalt antas sänka den cykliska arbetslösheten, alltså den faktiska arbetslöshetens avvikelse från den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Penningpolitiken brukar inte antas ha någon effekt den långsiktiga arbetslösheten, som i stället bestäms av strukturella faktorer på arbetsmarknaden. Det största problemet i Sverige är dock knappast den cykliska arbetslösheten utan snarare det faktum att den långsiktiga arbetslösheten blivit så hög.

Cyklisk arbetslöshet inte det största problemet

Kan då Riksbanken påverka jämviktsarbetslösheten? Det vanligaste antagandet i makroekonomiska modeller är att penningpolitik bara har övergående effekter på realekonomin och att centralbanker inte kan, och därmed inte heller bör, försöka påverka långsiktig tillväxt och sysselsättning. Det finns forskare som hävdar att en inflationsmålsregim faktiskt kan sänka den långsiktiga arbetslösheten genom att skapa incitament för återhållsamhet i lönebildningen och förhindra att höga reallöner driver upp arbetslösheten; se exempelvis Soskice och Iversen (2000).⁹ Denna typ av modeller kan

9. Soskice och Iversen (2000) visar att en konservativ centralbank kan dämpa lönekraven och därmed främja hög sysselsättning. Förklaringen är att lönesättare som är tillräckligt stora för att deras lönekrav ska påverka inflationstakten förstår att centralbanken kommer att svara med en högre ränta om löneökningarna hotar

dock i allmänhet inte säga något om samlade välfärdseffekter över tid och därför något om vad som skulle vara en optimal politik ur ett längre perspektiv. Det beror på att modellerna i regel är statiska och bortser från många relevanta samband som påverkar ekonomins utveckling på sikt, så kallade dynamiska allmänna jämviktseffekter.¹⁰

Precis som vi konstaterade i kapitel 2, visar vår diskussion av det penningpolitiska ramverket att regler är bra för att förankra förväntningar och främja en effektiv politik. Det är dock inte uppenbart hur reglerna ska se ut och hur den praktiska politiken ska föras. Vår genomgång av forskningen och olika argument leder oss till slutsatsen att det flexibla inflationsmålet fungerar bra. Vi anser dock att det för närvarande *inte* är lämpligt att Riksbanken formulerar något explicit mål för arbetslösheten, produktionsgapet eller något annat mått på kapacitetsutnyttjandet. Visserligen skulle ett sådant mål i princip kunna ge större tydlighet om vad som egentligen menas med flexibel inflationsmålspolitik. Detta skulle i sin tur kunna göra penningpolitiken mer förutsägbar och lättare att utvärdera. Att ta fram ett teoretiskt meningsfullt och empiriskt relevant mått på den önskvärda nivån på arbetslösheten eller produktionen är dock förknippat med stora svårigheter och det är därför tveksamt om ett sådant mål faktiskt skulle skapa större tydlighet och trovärdighet. Däremot ställer vi oss positiva till att Riksbanken fördjupar sina analyser och sin kommunikation om resursutnyttjandet och arbetsmarknadsläget, så att det blir lättare för utomstående att förstå hur andra faktorer än inflationen påverkar utformningen av den förda politiken.

Inte lämpligt att Riksbanken formulerar explicit mål för arbetslösheten

Fördjupad analys och kommunikation om arbetsmarknadsläget behövs

inflationsmålet. Eftersom sådana räntehöjningar kan öka arbetslösheten hos fackföreningarnas medlemmar, skapar en sådan konservativ centralbank incitament för återhållsamhet i lönebildningen.

10. Ett undantag är Gnocchi (2009) som beaktar effekterna av stora lönesättare i en dynamisk nykeynesiansk modell. Han visar att det är lättare att stabilisera både inflation och produktion i ekonomier med centraliserad lönesättning än i ekonomier där lönebildningen sätts på en decentraliserad nivå.

Bör inflationsmålet höjas?

Konsensus om att låg inflation är bra

Diskussionen om den flexibla inflationsmålspolitiken har så här långt handlat om vikten av att upprätthålla *stabil* inflation runt ett givet mål. Men vi har inte närmare berört *nivån* på inflationsmålet. Eftersom hög inflation egentligen är en skatt på pengar och ger upphov till ineffektiviteter och snedvridningar i ekonomin råder det en stark konsensus om att *låg* inflation är eftersträvansvärt; se till exempel Goodfriend (2007) för en diskussion.

Det finns en omfattande forskning om vad som är den optimala inflationsnivån. Det är inte ovanligt att man i sådana analyser kommer fram till att den optimala inflationstakten antingen är negativ eller svagt positiv; se till exempel Schmitt-Grohé och Uribe (2010). Detta resultat antyder alltså inte att inflationsmålet bör höjas, utan snarare *sänkas*. Huvudargumentet för detta är att inflation är en skatt på pengar, att det är bra att pengar används för transaktioner, och att staten kan förse samhället med pengar i stort sett kostnadsfritt. Därför bör skatten på pengar vara så låg som möjligt, och om pengar ska ge samma avkastning som andra tillgångar bör inflationen vara negativ.

Inflationsmålet för lågt om man tror på Phillipskurvan

Varför menar då andra bedömare att inflationsmålet är för lågt? En vanlig uppfattning var länge att det fanns en avvägning mellan inflation och arbetslöshet, det samband som går under beteckningen Phillipskurvan. Enligt detta synsätt kan låg inflation endast uppnås till priset av högre arbetslöshet. Eftersom den svenska arbetslösheten etablerade sig på en permanent högre nivå efter 1990-talskrisen och därmed efter att inflationsmålet införts kan man, om man tror på Phillipskurvan, argumentera för att den höga arbetslösheten beror på att inflationsmålet är satt för lågt.

Inflationen har varit under målet

Det har också höjts kritiska röster mot att Riksbankens politik har varit ännu mer restriktiv än vad som medges inom ramarna för inflationsmålet. Vi har tidigare konstaterat att inflationen i genomsnitt varit 1,2 procent 1995–2010 vilket alltså ligger under målet på 2 procent. Detta har haft stora effekter på den allmänna prisutvecklingen. Utslaget på 15 år innebär detta att Sverige, om vi i stället för 1,2 procent hade haft 2 procents inflation varje år, hade haft 15

procent högre priser än vad vi faktiskt har idag. Det finns därför skäl att diskutera om en mindre restriktiv inflationspolitik kunde ha bidragit till lägre arbetslöshet.

Det finns dock omfattande teoretiskt och empiriskt stöd för tesen att det inte finns någon utbytbarhet mellan inflation och arbetslöshet på lång sikt. Phillipskurvan kan möjligen säga något om vilken arbetslöshetsnivå som långsiktigt är förenlig med *stabil* inflation. Alla försök att med penningpolitik sänka arbetslösheten genom att tillåta högre inflation kommer bara att ha tillfälliga effekter på arbetslösheten. Detta innebär att centralbanken hela tiden måste skapa allt högre (och överraskande högre) inflation för att hålla arbetslösheten nere. Detta är också tankarna bakom forskningen om tidsinkonsistensproblemet som vi diskuterat tidigare.

Akerlof med flera (2000) menar dock att det existerar en avvägning mellan inflation och arbetslöshet för låga inflationsnivåer men inte för höga inflationsnivåer.¹¹ Resonemanget bygger på antagandet att individer är rationella när de bildar sina förväntningar om inflationen, men endast i viss utsträckning (*near rationality*). Akerlof med flera menar att individer inte beaktar inflationen i löne- och prisbildningen i någon större utsträckning så länge den ligger på en låg nivå. Vid höga inflationsnivåer riskerar däremot inflationen att bli så kostsam att alla kräver fullständig kompensation för den i sina pris- och lönesättningsbeslut. Akerlof med flera anser sig ha empiriska belägg för dessa förutsägelser.¹²

Benigno och Ricci (2011) framför ett liknande argument inom ramen för en dynamisk allmän jämviktsmodell. De finner belägg för att det inte existerar något Phillipssamband för höga inflationsnivåer men däremot ett negativt samband mellan inflation och arbetslöshet för låga inflationsnivåer. De menar att länder med hög

*Avvägning
mellan
inflation och
arbetslöshet
vid låga infla-
tionsnivåer*

11. Se även Holden (2004) som argumenterar för att det är troligare att det föreligger en avvägning mellan inflation och arbetslöshet för låga inflationsnivåer i ekonomier där kollektivavtal spelar en stor roll.

12. Argumentet har även tillämpats och testats på svenska data av Lundborg och Sacklén (2002, 2006) som argumenterar för att en höjning av inflationsmålet till 4 procent skulle sänka jämviktsarbetslösheten till mellan 1,5 och 3,5 procent.

makroekonomisk volatilitet och låg produktivitetstillväxt bör ha högre inflationsmål.

*Låg inflation
ökar risken för
likviditetsfälla*

Nivåerna på centralbankernas inflationsmål har hamnat i fokus efter den senaste krisen, av delvis andra skäl än de vi just framfört. För det första gör låg inflation att man lättare riskerar att hamna i en så kallad likviditetsfälla där man inte längre kan använda penningpolitiken för att stimulera ekonomin. För det andra menar många bedömare att högre inflation skulle vara ett effektivt sätt för många krisdrabbade ekonomier att sänka det reala värdet på sina statsskulder. För det tredje kan en mer expansiv penningpolitik föras mer allmänt om inflationsmålen tillfälligt åsidosätts. Vi kan också konstatera att centralbankerna i USA, Storbritannien och euroområdet de facto har ansett sig behöva stimulera ekonomin och tillåta högre inflation än normalt under den senaste krisen.

Problemet med en likviditetsfälla uppstår i en lågkonjunktur/kris när centralbanken försöker bedriva expansiv penningpolitik för att stimulera ekonomin. I praktiken sänker då centralbanken sin (nominella) styrränta. Problemet uppstår när den nominella räntan sänkts så att den ligger nära noll: i en sådan situation kan centralbanken inte längre stimulera ekonomin med konventionella åtgärder. Blanchard med flera (2010) argumenterar för att om inflationen hade varit högre innan krisen hade även centralbankernas styrräntor legat på en högre nivå och i så fall hade det funnits utrymme för mer kraftfulla räntesänkningar som hade kunnat stimulera ekonomin. Argumentet är alltså att alltför låga inflationsmål gör att även styrräntorna tenderar att ligga på en låg nivå vilket minskar det penningpolitiska manöverutrymmet när en negativ chock drabbar ekonomin.

Argumentet för högre inflationsmål som utgår från likviditetsfällan har dock mött motstånd. Coibion och Gorodnichenko (2011) menar att ett högre inflationsmål kan leda till att centralbanken måste reagera kraftigare på olika störningar för att samhällsnyttan ska kunna hamna på samma nivå. McCallum (2011) hävdar dessutom att problemet med likviditetsfällor kommer att bli mindre viktigt i framtiden när pengar sannolikt enbart kommer att existera i elektronisk form. I en sådan framtid kommer både inflationen och

den nominella räntan mycket väl att kunna vara negativa.

Högre inflation är ett vanligt och effektivt sätt att urholka det reala värdet på statsskulden. Vår dekomponering av den svenska statsskulden i kapitel 4 visar att inflationen har hjälpt till att hålla nere skuldkvoten även i Sverige. Rogoff (2008, 2011) är en av många som argumenterat för att en tillfälligt högre inflation skulle hjälpa drabbade länder att komma till rätta med sina svåra skuldproblem. Han menar att en tillfällig inflationstakt på 4–6 procent över ett antal år skulle vara lämpligt.¹³ Det är dock tveksamt om detta argument har någon större relevans för länderna i euroområdet eller Sverige. I euroområdet är den offentliga skulden ett problem i vissa länder men inte i andra, samtidigt som inflationens nivå inte kan anpassas till varje lands statsskuldssituation eftersom man har en gemensam penningpolitik. Om ECB tillfälligt skulle åsidosätta prisstabilitet som mål för penningpolitiken, skulle detta dock ge utrymme för en mer expansiv penningpolitik vilket skulle kunna hjälpa euroområdet. Sverige har starka statsfinanser i ett internationellt och historiskt perspektiv så här är det knappast aktuellt att driva upp inflationen för att få bort någon skuld.¹⁴ Man skulle snarare kunna säga att Sveriges starka finanser skapar trovärdighet för inflationsmålet, eftersom statsskulden inte är något tungt vägande skäl för en höjning av inflationsmålet, till skillnad från situationen i exempelvis USA och Storbritannien.

Vi konstaterar att forskningen om den optimala inflationstakten erbjuder argument både för högre och lägre mål för inflationen än just 2 procent. Vår slutsats av genomgången av forskningen på detta område är att Riksbankens inflationsmål *inte* bör höjas. Vi bedömer att det inte finns tillräckligt övertygande argument för att det skulle uppstå några tydliga vinster av att ändra inflationsmålet. Riskerna

13. Rogoff (2008) fokuserar på att tillfälligt högre inflation skulle hjälpa till att deflatera bort en stor del av den privata sektorns skuld men samma resonemang kan ju tillämpas på skulden i offentlig sektor.

14. I en intervju i Dagens Nyheter den 5 september 2011 argumenterar Lars Calmfors för att Sverige, på grund av de starka statsfinanserna, till skillnad från många andra länder skulle ha råd att passa på att höja inflationsmålet utan att riskera att förlora trovärdighet för den ekonomiska politiken.

Inflation urholkar värdet på statsskulden

Statsskulden inget tungt argument för högre inflationsmål i Sverige

Riksbankens inflationsmål bör inte följas

för minskad trovärdighet och ökad osäkerhet om penningpolitiken är uppenbara. Att arbetslösheten är högre än önskvärt i Sverige idag håller nog de flesta med om, men vi tror att det finns många andra åtgärder som är långt viktigare för att sänka arbetslösheten än att höja inflationsmålet. Det finns skäl att tro att den starka förankring av inflationsförväntningarna som det nuvarande inflationsmålet på 2 procent inneburit har haft positiva effekter på den svenska arbetsmarknadens funktionssätt och ekonomin i stort. Mot denna bakgrund rekommenderar vi inte att inflationsmålet ändras. Däremot finns det även fortsättningsvis skäl för Riksbanken att analysera konsekvenserna av olika definitioner av den målsatta inflationen, till exempel om målet ska formuleras i termer av KPI eller KPIF.

Skäl för Riksbanken att analysera olika definitioner av inflationsmålet

Penningpolitiken och den finansiella stabiliteten

Hittills har vi granskat argumenten för förändringar av penningpolitiken inom ramen för en huvudsakligen oförändrad strategi, den flexibla inflationsmålspolitiken. Vi fortsätter nu med att diskutera den finansiella stabiliteten.

I kapitel 2 förde vi en diskussion om för- och nackdelar med stabiliseringspolitiska regler. Vi menade att teoretisk och empirisk forskning talar för att det kan vara önskvärt att låta politiken styras av förhållandevis enkla regler. Detta skapar tydlighet och trovärdighet, men medför samtidigt nackdelar eftersom politiken inte kan anpassas till de rådande omständigheterna fullt ut. Samtidigt betonade vi att det kan vara motiverat att göra avsteg från reglerna när ekonomin drabbas av ovanligt stora störningar. Med dessa principer i åtanke är det intressant att börja med att analysera vad Riksbanken faktiskt gjorde under den senaste krisen.

Under den finansiella krisen sänkte Riksbanken reporäntan till nästan noll. Dessutom vidtog vad som kallats för »okonventionella åtgärder« i stor omfattning, vilket i stort sett handlade om att kraftigt öka utlåningen till bankerna och till andra villkor än normalt (se Bryant, Henderson och Becker, 2011). Under 2010 började Riksbanken gradvis höja reporäntan och avveckla de okonventionella

Riksbanken vidtog »okonventionella åtgärder«

åtgärderna. Räntepolitiken går i princip att motivera utifrån en enkel regel, mer specifikt den Taylorregel vi presenterade i figur 5.2. Det går givetvis att komma med invändningar mot Riksbankens åtgärder ändå. Man kan exempelvis ifrågasätta måttet på resursutnyttjandet som Taylorregeln utgår från, eller om Taylorregeln över huvud taget är en relevant norm. En flexibel inflationsmålspolitik, där man istället strävar efter att minimera en förlustfunktion som ekvation (5.1), skulle kunnat tala för en lägre räntebana både under och efter krisen, givet de prognoser för inflationen och resursutnyttjandet som Riksbanken själv publicerat. Arbetslösheten har visserligen gått ned något efter krisen, men har stannat kvar på en hög nivå. Inflationstrycket har inte varit något överhängande problem om man mäter inflationen med KPIF, där reporäntans direkta effekter på bostadskostnaderna alltså räknats bort.

Flexibel inflationsmålspolitik skulle kunna tala för lägre ränta

Ett argument som framförts för att höjningarna av reporäntan under 2010 och 2011 ändå har varit motiverade har varit av en helt annan karaktär: oro för hushållens stigande skuldsättning och vad detta kan innebära i termer av risker för den makroekonomiska stabiliteten. Denna uppfattning är i linje med förslaget från Eichengreen med flera (2011) om att den flexibla inflationsmålpolitiken bör kompletteras med ett mål för finansiell stabilitet. En sådan komplettering skulle dock innebära en genomgripande förändring av den penningpolitiska strategin. De okonventionella åtgärderna kan visserligen ses som en kombination av penningpolitik och åtgärder för finansiell stabilitet, men frågan är om dessa uppgifter ska kopplas ihop även under mer normala omständigheter eller om ansvaret för den finansiella stabiliteten i stället ska delegeras till någon annan institution. Vi börjar en sådan diskussion med att redogöra för vad lagtexten faktiskt säger om Riksbankens ansvar för den finansiella stabiliteten.

Räntehöjningar möjligen motiverade av finansiell stabilitet

Riksbankens uppdrag

Man skulle kunna säga att Riksbanken, i linje med rekommendationen från Eichengreen med flera (2011), redan har ett mål för finansiell stabilitet. I lagen om Sveriges riksbank som gäller från 1999 står det i paragraf 2:

»Riksbanken har enligt 9 kap. 13 § regeringsformen ansvaret för penningpolitiken.

Målet för Riksbankens verksamhet skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde.

Riksbanken skall också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.«

Riksbankens mål skiljer sig från målfunktionen bakom den flexibla inflationsmålsstrategin

Enligt lagen skiljer sig alltså målen för Riksbanken från den målfunktion som presenterades i ekvation (5.1) och som hittills varit utgångspunkten för vår diskussion om penningpolitiken.

För det första säger lagen att Riksbanken ska »upprätthålla ett fast penningvärde«. Det är inte orimligt att översätta detta till att inflationen ska stabiliseras runt ett visst inflationsmål, som i målfunktionen. Det är heller inte orimligt att formulera detta mål i termer av förändringen i konsumentprisindex, som är det vanligast förekommande måttet på inflation. Men riksbankslagen innebär inte att målet om fast penningvärde ska tolkas just som att inflationen mätt med KPI ska stabiliseras runt 2 procent per år. Det senare är en precisering av målet som Riksbanken själv valde att göra redan 1993, när den fasta växelkursen övergavs och innan lagen ändrades. Någon precisering måste göras, men lagstiftaren har medvetet delegerat detta uppdrag till Riksbanken. Detta är mycket rimligt, eftersom den önskvärda graden och innebörden av »fast penningvärde« kan variera över tiden, beroende på hur ekonomin och forskarnas förståelse av olika makroekonomiska samband utvecklas.¹⁵ Man behöver därför en allmän formulering i lagen, som sedan kan operationaliseras i utförandet av penningpolitiken. Riksbankens

Lagstiftaren har delegerat till Riksbanken att precisera »fast penningvärde«

15. Under många år var målet för penningpolitiken att upprätthålla ett fast värde på kronan i förhållande till andra länders valutor.

uppdragsgivare, riksdagen, kan vid behov via Riksbanksfullmäktige eller finansutskottet begära förklaringar av Riksbanken om hur man valt att definiera »fast penningvärde« och hur banken anser att man lyckats med att nå sitt mål.

För det andra finns det inte i lagen, till skillnad från i målfunktionen (5.1) ovan, någon formulering om att Riksbanken ska stabilisera konjunkturen, mätt som BNP:s avvikelse från trend, arbetslöshetens avvikelse från dess långsiktiga nivå, eller något annat. Detta är inte en tillfällighet. Innan den nya riksbankslagen infördes 1999 – då prisstabilitetsmålet infördes och Riksbankens självständighet ökade (se fördjupningsruta 5.2) – diskuterades det i förarbetena till den nya lagen huruvida Riksbanken borde ha en lagstadgad uppgift att stabilisera konjunkturen.¹⁶ Det var ett medvetet val att inte inkludera något sådant mål. En orsak var att de stabiliseringspolitiska erfarenheterna från 1970- och 1980-talen talade för att det var viktigt att ha en självständig centralbank som fäster stor vikt vid inflationsbekämpning i förhållande till konjunkturstabilisering (vi har diskuterat argumenten för detta i kapitel 2 och tidigare i detta kapitel).

En annan orsak var att det betraktades som så självklart att Riksbanken ska försöka stabilisera konjunkturen – så länge inte målet om prisstabilitet är hotat – att man inte behövde skriva detta i lagen. Resultatet blev alltså att lagen betonade målet om fast penningvärde, men inte konjunkturstabilisering.¹⁷

För det tredje finns det i lagen en formulering om att Riksbanken ska »främja ett säkert och effektivt betalningsväsende«, ett mål som ofta ges beteckningen finansiell stabilitet. Detta mål avspeglas inte i målfunktionen (5.1) och, fram till den finansiella krisens utbrott

Inget mål om konjunktur-stabilisering i riksbanks-lagen

16. Se Ds 1997:50, *Riksbankens ställning*, Finansdepartementet, och även den tidigare Riksbanksutredningen SOU 1993:20.

17. Man hör trots detta ofta argumentet i debatten att Riksbanken har »huvudansvaret för konjunkturpolitiken« eller något dylikt. Var denna tanke kommer ifrån är något oklart. Enligt riksbankslagen framgår det ju tydligt att Riksbanken inte har något sådant ansvar. Möjligen kommer argumentet från den gamla Mundell–Fleming-modellen, där penningpolitik men inte finanspolitik kan påverka BNP när valutakursen är rörlig. Eller så kommer argumentet från tanken att det finanspolitiska utrymmet för konjunkturstabilisering är begränsat av det finanspolitiska ramverket.

FÖRDJUPNINGSRUTA 5.2 RIKSBANKENS UTVECKLING MOT ÖKAD SJÄLVSTÄNDIGHET OCH INFLATIONSMÅLSPOLITIK

1988

Ny riksbankslag:

- Ordförande i Riksbanksfullmäktige utses inte längre av regeringen, utan av de övriga sju ledamöterna av fullmäktige.
- Riksbankschefens mandatperiod görs längre (fem år) än för övriga ledamöter i fullmäktige (vars mandatperiod överensstämmer med riksdagens, tre år på den tiden).

1991

Regeringen deklarerar att »I en politik för rättvisa och full sysselsättning måste inflationsbekämpningen överordnas andra ambitioner och krav« (Finansplanen 1991, Bilaga 1 till budgetpropositionen, s. 2).

1992

Penningpolitikens inriktning mot fast valutakurs överges i november.

1993

Januari: Riksbanken deklarerar ett explicit inflationsmål som ska gälla från 1995.

Februari: Utredningen Riksbanken och prisstabiliteten (SOU 1993:20) presenteras.

1997

Ett förslag om ny riksbankslag, med inriktning mot ökad självständighet och ett prisstabilitetsmål presenteras under bred politisk enighet. Se Ds 1997:50, Riksbankens ställning, Finansdepartementet.

1999

En ny riksbankslag träder i kraft. Första officiella steget mot mer »flexibel inflationsmålspolitik« tas: Riksbankens nya direktion presenterar ett förtydligande om hur man ser på penningpolitiken och inflationsmålet (se Heikensten, 1999).

2006

Riksbankens direktion tar ytterligare ett officiellt steg mot »flexibel inflationsmålspolitik« i skriften Penningpolitiken i Sverige.

Källor: Heikensten och Vredin (1998, 2002) och Apel och Vredin (2007).

2008, oftast inte heller i diskussionerna om penningpolitiken.

Före krisen sågs prisstabilitet (ett fast penningvärde) och finansiell stabilitet allmänt som två helt olika mål, som kunde analyseras med olika metoder och hanteras med olika verktyg. Men de åtgärder som Riksbanken (och andra centralbanker) vidtagit under krisen har uppenbarligen varit motiverade både utifrån prisstabilitetsmålet och målet att »främja ett säkert och effektivt betalningsväsende«, om man ser fungerande banker och kreditmarknader som en förutsättning för att detta mål ska vara uppfyllt. Att stabilisera produktion och sysselsättning har också varit viktigt för Riksbankens agerande.

Riksbanken beskrev långt före den senaste krisen sin politik i termer av flexibel inflationsmålpolitik men påpekar numera också att »Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i räntebesluten«. ¹⁸ Riksbanken menar att »Ett säkert och effektivt betalningsväsende kräver ett stabilt finansiellt system så att betalningar och kapitalförsörjning kan fungera väl. [...] Ett stabilt finansiellt system är också en förutsättning för att Riksbanken ska kunna bedriva en effektiv penningpolitik. [...] Att 'främja ett säkert och effektivt betalningsväsende' har alltså en vid innebörd. I praktiken handlar det om ett ansvar för att främja stabiliteten i det finansiella systemet.« (Riksbanken, 2010b, s. 3.)

Man skulle kunna tolka detta som att Riksbanken menar att finansiell stabilitet och ett säkert och effektivt betalningsväsende är samma sak. Och att detta är en förutsättning för att kunna bedriva en effektiv penningpolitik, till exempel inriktad på prisstabilitet.

Eichengreen med flera (2011) rekommenderar att världens centralbanker bör komplettera sina rådande strategier, alltså den flexibla inflationsmålpolitiken, med explicita mål för den finansiella stabiliteten. Vi kan konstatera att det finns ett sådant mål i riksbankslagen, även om det är formulerat som »ett säkert och effektivt betal-

Före krisen sågs prisstabilitet och finansiell stabilitet som helt olika mål

Finansiell stabilitet en förutsättning för effektiv penningpolitik

18. Se skriften *Penningpolitiken i Sverige* (Riksbanken, 2010a), som publicerades för första gången i maj 2006. Det främsta syftet var då »att förklara hur Riksbanken i sin räntesättning tar hänsyn både till inflationsutvecklingen och den realekonomiska utvecklingen (tillväxt, arbetslöshet, sysselsättning, etc.)«.

ningsväsende«. Men kan detta sägas vara tillräckligt explicit? Och hur ser kopplingen ut mellan ett fast penningvärde och ett säkert och effektivt betalningsväsende (finansiell stabilitet)? Ryms både främjandet av ett säkert och effektivt betalningssystem och målet om fast penningvärde inom ramen för Riksbankens ansvar för *penningpolitiken*? Eller ska man se detta som två olika uppgifter, där penningpolitiken (inriktad mot prisstabilitet) är huvuduppgiften och ett säkert och effektivt betalningsväsende (finansiell stabilitet) är en biuppgift? En tillbakablick på centralbankers uppgifter genom historien ger ett intressant perspektiv.

Centralbankers uppgifter i ett historiskt perspektiv

Centralbanken är bankernas bank

Studerar man centralbankers verksamhet i ett historiskt perspektiv (se till exempel Goodhart med flera 1994) framgår att de haft två tydliga uppgifter. För det första att vara »bankernas bank«. Många centralbanker startades inte som offentliga institutioner utan på privat initiativ för att förbättra kreditmarknadens och betalningssystemets funktionssätt. För det andra har centralbankerna fått en roll som »statens bank«. Monopol på utgivningen av sedlar och mynt var dock vanligt långt innan centralbanker existerade. Ett sådant monopol skulle möjligen kunna motiveras med att det är nödvändigt för att upprätthålla ett »säkert och effektivt betalningsväsende«. Det finns dock en omfattande akademisk litteratur som ifrågasätter detta. Dessutom finns det många praktiska exempel, även från Sverige, på att privat utgivning av sedlar och mynt faktiskt kan fungera.¹⁹ Ett argument som uppenbarligen, genom historien, varit avgörande för att centralbanker blivit offentliga institutioner med monopol på utgivning av sedlar och mynt är att de är en viktig intäktskälla för staten.

Statens intäkter från monopolet på sedlar och mynt, det som kallas *seignorage*, är inte längre så stora i förhållande till skatteintäkterna. Men de senaste årens finansiella kris har visat på värdet

19. Se Jonung (1989).

av att ha offentligt ägda centralbanker som, utöver att bedriva konjunkturpolitik (åtminstone i kristider), kan »främja ett säkert och effektivt betalningsväsende«. Centralbanker som kontrollerar utgivningen av betalningsmedel och som inte kan gå i konkurs har tillräckligt »djupa fickor« att ösa ur när det finansiella systemet riskerar att braka ihop och brist på krediter och betalningsmedel hotar hela ekonomins funktionssätt.

Att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende har varit en grunduppgift

Med det historiska perspektivet kan man inte säga att uppgiften att »främja ett säkert och effektivt betalningsväsende« är någon biuppgift, det verkar snarare ha varit en huvuduppgift. Ett fast penningvärde har förvisso också varit ett mål för Riksbankens och andra centralbankers verksamhet. Under långa tider har målet om ett fast penningvärde upprätthållits genom att valutans värde hållits fast i förhållande till exempelvis guld eller silver.²⁰ Men målet har åsidosatts från tid till annan, främst när det varit någon form av politisk och ekonomisk kris – ett typiskt mönster genom århundraden.²¹ Först efter den ekonomiska depressionen på 1930-talet blev det vanligt världen över att centralbankerna i keynesiansk anda skulle bidra till att stabilisera konjunkturer även i normala tider. Detta ledde emellertid till en gradvis stigande inflation, tills prisstabilitet åter blev ett centralt mål för den ekonomiska politiken i slutet av 1980-talet och början av 1990-talet. Målet om ett fast penningvärde infördes i den nya riksbankslagen från 1999. Dessförinnan stod det i lagen att Riksbanken ansvarade för valuta- och kreditpolitik, alltså en mycket mer allmän formulering än den nuvarande.

Prisstabiliteten och betalningsväsendet

Riksbanken (2010b) hävdar, som konstaterats ovan, att ett säkert och effektivt betalningsväsende är en förutsättning för att man ska kunna bedriva en effektiv penningpolitik. Men det går också att

20. Den genomsnittliga inflationen sedan Rikets Ständers Bank grundades 1668 har varit nära 2 procent. Se Edvinsson med flera (2010).

21. Se Wetterberg (2009) för en beskrivning av Riksbankens historia.

Prisstabilitet är en förutsättning för ett säkert och effektivt betalningsväsende

hävda att prisstabilitet är en förutsättning för ett säkert och effektivt betalningsväsende.

Kredit- och betalningssystemet betraktas ibland som det ekonomiska systemets »blodomlopp«. För att en marknadsekonomi ska fungera effektivt, och inte bestå av ren byteshandel där individer och företag byter varor och tjänster direkt med varandra, behövs betalningsmedel. Gränsen mellan betalningsmedel och krediter är flytande. En affär kan genomföras genom en omedelbar betalning med sedlar och mynt samtidigt som affären görs. Men ofta sker betalning med hjälp av betal- eller kreditkort, eller genom att leveransen betalas i efterskott genom en överföring via till exempel bankgiro. När något levereras i förskott mot betalning i efterskott är det givetvis viktigt att de avtalslutande parterna är överens om priset. Om priset är bestämt i termer av en valuta vars värde snabbt kan förändras genom plötslig och kraftig inflation eller deflation, blir affärens värde osäkert. I värsta fall kan osäkerhet om penningvärdet leda till att färre affärer än önskvärt genomförs, att valutan överges och något annat betalningsmedel börjar användas, eller att marknadsekonomin återgår till byteshandel.

Även med måttlig inflation uppstår problem om penningvärdet är osäkert

Ett sådant skräckscenariö känns avlägset när det gäller diskussioner om den svenska ekonomiska utvecklingen i modern tid. Andra länder har dock upplevt en sådan utveckling i tider av hyperinflation. Men även med måttlig inflation uppstår problem om penningvärdet är osäkert. I Sverige handlade problemen på 1970- och 1980-talen i första hand om att de centrala löneförhandlingarna baserades på höga inflationsförväntningar, som sedan ledde till att den ekonomiska politiken i praktiken utformades så att dessa inflationsförväntningar infriades. Försök att bryta denna utveckling ledde till en ryckighet i den ekonomiska politiken och en negativ utveckling för svensk ekonomi.

Mot denna bakgrund skulle man kunna dra slutsatsen att ett fast penningvärde är en nödvändig – men knappast tillräcklig – förutsättning för ett effektivt och säkert betalningssystem. I kapitel 2 i denna rapport har vi dessutom argumenterat för att finansiell stabilitet är en förutsättning för en hållbar finanspolitik (med en stats-

skuld som inte skenar i väg) och att en hållbar finanspolitik i sin tur är en förutsättning för en hållbar penningpolitik inriktad mot prisstabilitet. Riksbanken (2010b) menar också, om än med en något annorlunda motivering än i vårt kapitel 2, att finansiell stabilitet är en förutsättning för en effektiv penningpolitik.

Det finns alltså flera skäl att hävda att målen om prisstabilitet och finansiell stabilitet är intimt förknippade med varandra. Man skulle rent av kunna hävda att finansiell stabilitet är centralbankens huvuduppgift och att prisstabilitet är en förutsättning för finansiell stabilitet. I så fall skulle rangordningen mellan dessa uppgifter vara den omvända jämfört med hur riksbankslagen tolkas idag.

Målen om prisstabilitet och finansiell stabilitet är intimt förknippade med varandra

Debatten om sambandet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet

I Riksbankens direktion har det under 2010 och 2011 rått olika uppfattningar om hur penningpolitiken borde utformas. En majoritet har, fram till september 2011, velat genomföra gradvisa räntehöjningar. En minoritet har, baserat på de prognoser som lagts och med utgångspunkt från målformuleringen (5.1), menat att reporäntan inte borde höjas. Den som vill fördjupa sig ytterligare i denna diskussion hittar en grundlig genomgång av de olika argument som presenterats i de publicerade protokollen från Riksbankens möten. I korthet kan man säga att majoriteten i direktionen fäst viss vikt vid att det, utöver prognoserna för inflationen och aktivitetsnivån i ekonomin, funnits andra indikatorer som talat för en räntehöjning. Det har till exempel handlat om ökningen i hushållens bostadslån och deras totala skuldsättning.

Svensson (2011) ser dock inte bostadspriserna eller hushållens skuldsättning som ett problem. Han menar dessutom att om de stigande bostadspriserna vore ett problem, så finns det effektivare instrument för att hantera dem. I kapitel 3 i denna rapport argumenterade vi för att de stigande bostadspriserna troligen är resultatet av låga investeringar och för lite byggande snarare än hushållens ökande skuldsättning och att prisuppgången därför är utbudsdriven.

Detta resonemang ger också stöd för uppfattningen att reporäntan inte bör användas till att försöka dämpa bostadsprisutvecklingen.

*Stigande
skuldsättning
gjorde USA:s
och Europas
ekonomier
mycket stör-
ningskänsliga*

Det finns många olika förklaringar till den finansiella kris som drabbade USA och Europa 2007 och 2008 och sedan övergick till en allmän ekonomisk kris med fallande eller svagt stigande produktion och urholkade statsfinanser. Men det råder inget tvivel om att finansiella innovationer, låga räntor, stigande skuldsättning hos både hushåll och stater, och snabbt stigande bostadspriser gjorde USA:s och Europas ekonomier mycket störningskänsliga.²² Både Riksbanken och regeringen har talat allt mer om vikten av finansiell stabilitet, den finansiella oron har påverkat utformningen av både finanspolitiken och penningpolitiken.

Eichengreen med flera (2011) hävdar att åtgärder för den finansiella stabiliteten påverkar den makroekonomiska stabiliteten och att penningpolitiken påverkar den finansiella stabiliteten. Att det finns ett samband åt båda hållen är uppenbart efter de senaste årens utveckling, men vilka slutsatser man ska dra när det gäller behovet av förändrade spelregler för penningpolitiken är inte lika självklart.

Reporäntan betraktas normalt som det huvudsakliga instrumentet för att upprätthålla prisstabilitet. Men eftersom reporäntan och andra riksbanksräntor bestämmer kostnaderna för de privata bankerna när de vill låna (eller sätta in pengar) i Riksbanken, så är det inte orimligt att tänka sig att ränteläget också påverkar hur säkert och effektivt betalningsväsendet är och graden av finansiell stabilitet. Blanchard med flera (2010) och många andra bedömare menar dock att reporäntan är ett alltför trubbigt instrument för att hantera den finansiella stabiliteten och poängterar att det finns andra verktyg som är bättre lämpade för detta ändamål. Möjliga instrument för att hjälpa till att säkra den finansiella stabiliteten på makronivå har på senare tid varit föremål för en snabbt växande litteratur, se exempelvis Galati och Moessner (2011) för en översikt.

*Ränteläget
kan påverka
graden av
finansiell
stabilitet*

22. En relativt tidig varning utfärdades av Rajan (2005). Reinhart och Rogoff (2010) har beskrivit hur liknande krisförlopp sett ut genom århundraden.

Det har tagits flera olika initiativ till utredningar om både Riksbankens faktiska hantering av den finansiella krisen och om hur ansvaret för makrotillsynen av de finansiella marknaderna bör fördelas. Riksdagens finansutskott gav i juni 2010 till Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet uppdraget att utvärdera den svenska penningpolitiken 2005–2010. SNS gav strax därefter Torbjörn Becker, Ralph Bryant och Dale Henderson i uppdrag att granska Riksbankens »okonventionella penningpolitik« under krisen. Dessutom beslutade regeringen i början av 2011 att tillsätta en Finanskriskommitté som ska se över regelverket för hantering av finansiella kriser. Finanspolitiska rådet tog också upp dessa frågor i sin rapport 2011.

Till skillnad från Eichengreen med flera (2011) verkar Goodhart och Rochet (2011) anse att det går att skilja mellan penningpolitikens uppgifter och målet om finansiell stabilitet. Goodharts och Rochets rapport är i alla fall uppdelad i två delar, varav en handlar om penningpolitik och en om att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende (finansiell stabilitet).

När det gäller den finansiella stabiliteten, konstaterar Goodhart och Rochet att Riksbanken och de »tillsynsansvariga myndigheterna var jämförelsevis framgångsrika när det gällde att undvika en finansiell kollaps, trots en relativt undermålig institutionell och rättslig struktur«. Goodhart och Rochet menar att Riksbankens mandat att upprätthålla finansiell stabilitet, enligt riksbankslagen, är otillräckligt. De menar att det krävs »en grundlig översyn av Sveriges nuvarande rättsliga och institutionella struktur för att upprätthålla finansiell stabilitet«. De betonar framför allt att rollfördelningen mellan Riksbanken och Finansinspektionen är oklar, något som riksbankschefen tillsammans med riksbanksfullmäktiges ordförande och vice ordförande också konstaterat (se Gernandt, Pagrotsky och Ingves, 2010).

I likhet med Eichengreen med flera (2011) och många andra, menar Goodhart och Rochet att den senaste ekonomiska krisen visar att det behövs en systematisk »makrotillsyn« av utvecklingen av den finansiella stabiliteten; en löpande bevakning av utvecklingen på de finansiella marknaderna i förebyggande syfte, och en uppsätt-

Rollfördelningen mellan Riksbanken och Finansinspektionen oklar

Ansvaret för den finansiella stabiliteten är delat mellan olika myndigheter

Finansinspektionen förfogar över verktyg som har konsekvenser för makroekonomin

ning åtgärder som kan tas till när problem har identifierats. Problemet – inte bara i Sverige utan även i andra länder – är att ansvaret för den finansiella stabiliteten är delat mellan olika myndigheter samtidigt som det inte alltid finns någon tydlig koppling mellan ansvar och befogenheter. I Sverige bedriver Finansinspektionen »mikrotillsyn«, men förfogar även över verktyg (exempelvis kapitalkrav och utlåningsregler för banker) som har konsekvenser för makroekonomin. Goodhart och Rochet föreslår att riksbankslagen ändras så att det preciseras vilket mandat Riksbanken faktiskt har när det gäller att främja finansiell stabilitet samt vilka verktyg Riksbanken förfogar över för detta ändamål.

Alternativ 1: samordningskommitté

Goodhart och Rochet ser huvudsakligen två alternativ. Antingen delas ansvaret för den finansiella stabiliteten mellan olika myndigheter eller så ges ansvaret till Riksbanken. I det första fallet bör man i så fall skapa en samordningskommitté (en »systemrisknämnd«) med representanter för de olika myndigheterna som delar på ansvaret. Om Riksbanken i stället ska ges ansvaret så krävs det sannolikt att en speciell kommitté för finansiell stabilitet skapas, men då under Riksbankens tak. Goodhart och Rochets synsätt – att det åtminstone under normala omständigheter går att separera penningpolitik och finansiell stabilitet – talar för att man skulle kunna ha separata kommittéer för dessa två områden inom Riksbanken. I stabilitetskommittén tänker sig Goodhart och Rochet att representanter för andra myndigheter ska ingå, även om den fysiskt placeras under Riksbankens tak.

Alternativ 2: Riksbanken får ansvaret för makrotillsynen

Finanspolitiska rådet (2011) presenterar också två alternativ. Det ena är precis som hos Goodhart och Rochet att Riksbanken får ansvaret för den finansiella stabiliteten. Det andra är emellertid inte någon samordningskommitté med olika myndigheter representerade, utan en helt ny myndighet. Det senare alternativet, menar Finanspolitiska rådet, skulle vara ett »finansiellt stabilitetsråd« av oberoende experter, som övervakar den finansiella stabiliteten och lämnar rekommendationer till befintliga myndigheter men inte har befogenheter att fatta beslut. En sådan myndighet skulle likna Finanspolitiska rådet och fungera som en »finansiell vakthund«.

Alternativ 3: finansiella stabilitetsråd som egen myndighet

Bryant, Henderson och Becker (2011) lyfter främst fram Sveriges och svenska bankers stora beroende av den internationella utvecklingen. De menar att det behövs regleringar som minskar störningskänsligheten. När det gäller sambandet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet menar Bryant, Henderson och Becker, i likhet med Eichengreen med flera (2011), att sambandet är starkare än vad ansvariga myndigheter hittills trott när de organiserat sitt arbete. Åtgärder för att säkra den finansiella stabiliteten kan ha effekter på det allmänna ränteläget, konjunkturen och inflationen, samtidigt som Riksbankens räntepolitik påverkar den finansiella stabiliteten. Det starka sambandet mellan finansiell stabilitet och penningpolitik talar för att Riksbanken och Finansinspektionen behöver samordna sina analyser och beslut. Det kan ske antingen genom att myndigheterna slås ihop, eller genom att ett nytt samordnande organ skapas.

Regeringen beslutade den 3 februari 2011 att tillsätta en kommitté, Finanskriskommittén, som ska göra en översyn av det svenska regelverket för hantering av finansiella kriser. Det handlar både om regler som kan förebygga uppkomsten av finansiella kriser och om regler för hur kriserna ska hanteras när de väl uppstått. Kommittén ska bland annat se över ansvarsfördelningen mellan Riksbanken, Riksgäldskontoret, Finansinspektionen och Finansdepartementet. Den ska även analysera och föreslå förbättringar av Riksbankens hantering av frågor som rör finansiell stabilitet. Finanskriskommittén ska redovisa sina slutsatser senast den 15 augusti 2012. Vi har kunnat konstatera att målen om prisstabilitet och finansiell stabilitet är intimt förknippade med varandra. Därmed skulle man, i linje med Eichengreen med flera (2011), kunna dra slutsatsen att Riksbanken löpande borde beakta den finansiella stabiliteten i räntesättningen. Samtidigt finns det mycket som talar för enkla snarare än komplicerade regler för penningpolitiken. Dessutom finns det instrument som är bättre lämpade att hantera instabilitet på de finansiella marknaderna än reporäntan. En lösning som skulle kunna ta hänsyn till samtliga dessa argument vore att ge Riksbanken ansvaret för makrotillsynen av den finansiella stabiliteten, men

(under normala omständigheter) ge detta uppdrag till en separat stabilitetskommitté inom Riksbanken. På så sätt skulle inflationsmålet fortfarande vara det överordnade målet när direktionen fattar beslut om reporäntan.

Slutsatser

I kapitel 2 presenterade vi de principiella argumenten för stabiliseringspolitiska regler, inklusive argumenten för att ha en självständig centralbank med ett inflationsmål. Vi konstaterade dock redan i det kapitlet att det uppstår en rad svåra avvägningar när politiken ska utformas i praktiken.

I detta kapitel har vi delat upp vår diskussion om penningpolitiken i två delar:

- 1) Finns det anledning att förändra den penningpolitiska strategin med flexibel inflationsmålsstyrning?
- 2) Behövs det mer genomgripande förändringar av det institutionella ramverket? Hur ska ansvaret för den finansiella stabiliteten fördelas?

Vi drar följande slutsatser:

- ☐ Den nuvarande penningpolitiska strategin med ett flexibelt inflationsmål fungerar i allmänhet bra. Även om fördelarna med *enkla regler* talar för ett strikt inflationsmål så är ett flexibelt inflationsmål att föredra i praktiken. Hur flexibelt ett inflationsmål bör vara är en öppen fråga men vi gör bedömningen att Riksbanken även fortsättningsvis bör ta realekonomisk hänsyn.
- ☐ Konjunkturrådet anser dock inte att det finns tillräckligt tunga skäl för att införa ett explicit mål för realekonomisk stabilisering. Den strategi som styr penningpolitiken sedan inflationsmålet infördes har skapat trovärdighet för låg och stabil inflation.
- ☐ Såväl valet av KPI som målvariabel som nivån på inflationsmålet kan ifrågasättas. Men detta handlar om finjusteringar av penningpolitiken som inte bör ha någon hög prioritet. Vi anser inte att det finns tillräckligt övertygande argument för att motivera

en höjning av nivån på inflationsmålet. Vi bedömer att en sådan höjning skulle äventyra inflationsmålets trovärdighet men att det är mycket oklart om en sådan justering skulle förbättra ekonomins funktionssätt eller öka det stabiliseringspolitiska handlingsutrymmet.

- ☛ Däremot finns det skäl för Riksbanken att även i det fortsatta löpande arbetet försöka förtydliga hur man värderar olika mått både på inflationen och på konjunkturläget. Det är viktigt att politiken är så transparent som möjligt och därigenom kan stabilisera allmänhetens förväntningar och underlätta utvärderingar av den förda politiken.
- ☛ Det har under den senaste krisen blivit uppenbart att det krävs en övergripande makrotillsyn av det finansiella systemet. Hur ansvaret för denna tillsyn ska fördelas måste preciseras. I likhet med andra bedömare ser vi tre alternativ: (i) att ge en speciell stabilitetskommitté inom Riksbanken huvudansvaret för den finansiella stabiliteten; (ii) att låta Riksbanken dela ansvaret med andra befintliga myndigheter inom ramen för en systemrisknämnd utanför Riksbanken; eller (iii) att inrätta ett finansiellt råd som fungerar som en finansiell vakthund genom att lämna rekommendationer till befintliga myndigheter men själv saknar instrument.
- ☛ Konjunkturrådet anser inte att det är uppenbart vilket av dessa tre alternativ som är det bästa men konstaterar att mycket talar för en finansiell stabilitetskommitté inom Riksbanken. Såväl de svenska erfarenheterna under den finansiella krisen, utvecklingen i andra länder, historiska erfarenheter och principiella resonemang talar för att det finns mycket starka kopplingar mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. Det är svårt att dra någon tydlig gräns mellan Riksbankens två uppgifter enligt den nuvarande formuleringen av riksbankslagen: att ansvara för prisstabilitet och att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende (den finansiella stabiliteten). Den nära kopplingen mellan den traditionella penningpolitiken och de finansiella marknaderna gör att en lösning inom Riksbanken vore naturlig.

- ¶ För att upprätthålla trovärdigheten för inflationsmålet är det viktigt att ansvaret för den finansiella stabiliteten i så fall delegeras till en separat kommitté inom Riksbanken. Denna kommitté bör få tillgång till ett antal instrument i sitt arbete men reporäntan bör inte vara ett av dem. Reporäntan bör främst användas för att upprätthålla det flexibla inflationsmålet. De två kommittéerna inom Riksbanken bör ha separata mål och agera självständigt från varandra. De bör dock ha en nära kommunikation, särskilt i kristider. Dessa förändringar kräver en förändring av riksbankslagen.
- ¶ Vi menar att Finanskriskommittén bör föreslå att det tillsätts en utredning i syfte att ta fram en ny riksbankslag – i den mån kommittén inte redan i augusti kan presentera ett sådant lagförslag. Därutöver krävs det vidare utredning av vilka instrument som den nya finansiella stabilitetskommittén bör förfoga över.
- ¶ En fråga som bör beaktas i utformandet av den nya riksbankslagen är vilken av Riksbankens uppgifter som bör vara den överordnade: prisstabiliteten eller ett säkert och effektivt betalningsväsende. Det finns argument som talar för att främjandet av ett säkert och effektivt betalningsväsende redan är det överordnade målet eftersom ett fast penningvärde kan betraktas som en förutsättning för ett sådant betalningsväsende.
- ¶ Riksbankens självständighet och inflationsmålet har skapat trovärdighet för låg och stabil inflation. Det finns en risk att en ny lagstiftning rubbar den trovärdigheten. Om ansvaret för den finansiella stabiliteten delegeras till en ny kommitté minskar dock riskerna för sådana trovärdighetsförluster.

Till sist: vad innebär dessa resonemang om den penningpolitiska strategin och vikten av finansiell stabilitet för Riksbankens penningpolitik den närmaste tiden? Mot bakgrund av den starka kopplingen mellan penningpolitik och finansiell stabilitet är det inte principiellt fel att de beslut som Riksbanken fattar beaktar både målet om finansiell stabilitet och prisstabilitet. För inflationsmålets trovärdighet kan det vara önskvärt att de båda målen hålls se-

parerade och hanteras med olika verktyg under normala omständigheter, så långt detta är möjligt. I krissituationer blir målen dock ännu starkare kopplade än vanligt och penningpolitiken måste då ta hänsyn till båda målen samtidigt. Vår bedömning är att detta också skedde både när reporäntan sänktes samtidigt som mer »okonventionella« åtgärder också vidtogs 2008–2009, och när reporäntan höjdes 2010–2011. Det är inte bara inflationsmålet som styrt Riksbankens agerande under dessa år. Skulle den ekonomiska och politiska krisen i Europa förvärras och konjunkturen försvagas ytterligare, kan Riksbanken även inom ramen för nuvarande lagstiftning och strategi vidta liknande åtgärder som man gjorde 2008–2009. För tillfället verkar det som om sådana åtgärder inte behöver komma i konflikt med inflationsmålet. Men om så skulle vara fallet – en situation som en del andra länder nu befinner sig i – vore det motiverat att under en begränsad tid och under dessa ovanligt svåra omständigheter, acceptera högre inflation än normalt. Både de mer principiella argument vi framförde i kapitel 2 och den mer detaljerade diskussionen om penningpolitiken i detta kapitel talar för det. En lägre reporänta och mer »okonventionella« åtgärder till stöd för kreditmarknadernas funktionssätt skulle visserligen kunna leda till att tillväxten i krediter till hushållen, och därmed deras skuldsättning, ökar igen. Det finns onekligen risker med en sådan utveckling, men vår diskussion av sparande och investeringar i kapitel 3 talar för att sparandet i svensk ekonomi överlag är högt och att riskerna med stigande skuldsättning, höjda bostadspriser och så vidare är mindre än i andra länder.

Referenser

- Abel, A., G. Mankiw, L. Summers och R. Zeckhauser (1989), »Assessing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence«, *Review of Economic Studies* 56(1), s. 1–19.
- Aiyagari, S. R., A. Marcat, T. J. Sargent och J. Seppala (2002), »Optimal Taxation without State-Contingent Debt«, *Journal of Political Economy*, vol. 110 (6), s. 1220–1254.
- Aiyagari, S. R. och E. McGrattan (1998), »The Optimum Quantity of Debt«, *Journal of Monetary Economics* 42, s. 447–469.
- Aizenman, J. och G. K. Pasricha (2011), »Net Fiscal Stimulus During the Great Recession«, NBER Working Paper 16779.
- Akerlof, G.A., T.W. Dickens och G.L. Perry, (2000), »Near-Rational Wage and Price Setting and the Long-Run Phillips Curve«, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2000, nr 1, s. 1–60.
- Andersen, T. (2008), »Fiscal Sustainability and Demographics – Should We Save or Work More?«, CEPR Working Paper 7044.
- Apel, M. och A. Vredin, (2007), »Monetary Policy Communication – The Experience of the Swedish Riksbank«, *Czech Journal of Economics and Finance*, 57, nr 11–12, s. 499–520.
- Assarsson, B. (2011), »Riksbanken måste ta sitt arbete på större allvar«, *Dagens Nyheter* Debatt, 2 maj 2011.
- Assarsson, B. (2011), »Kommunernas ekonomi i konjunkturcykeln«, Bilaga 6 till SOU 2011:59.
- Ball, L. och N. Sheridan (2003), »Does Inflation Targeting Matter?«, NBER, Working Paper nr 9577.
- Ball, L., D. Elmendorf och G. Mankiw (1998), »The Deficit Gamble«, *Journal of Money, Credit and Banking* 30(4), s. 699–720.
- Barbie, M., M. Hagedorn och A. Kaul (2004), »Assessing Aggregate Tests of Efficiency for Dynamic Economies«, *Topics in Macroeconomics* 4(1), Article 16.
- Barro, R.J. (1979), »On the Determination of Public Debt«, *Journal of Political Economy*, vol. 87 (5), s. 940–971.
- Barro, R. och R. Gordon (1983), »Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary policy«, *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, nr 1, s. 101–112.
- Bénétrix, A.S. och P.R. Lane, (2011), »Financial Cycles and Fiscal Cycles«, paper prepared for the EUI-IMF conference »Fiscal Policy, Stabilization and Sustainability«, Florens.
- Benhabib, J., S. Schmitt-Grohe och M. Uribe (2002), »Avoiding Liquid-

- ity Traps», *Journal of Political Economy*, 110, s. 163–185.
- Benigno, P. och L.A. Ricci (2011), »The Inflation-Output Trade-Off with Downward Wage Rigidities«, *American Economic Review*, vol. 101, s. 1436–1466.
- Bergström, C. (2009), »Finanskrisen och den svenska krishantering under hösten 2008 och vintern 2009«, *Studier i finanspolitik 2009/1*, underlagsrapport till Finanspolitiska rådet.
- Blanchard, O. och G.M. Milesi-Ferretti (2011), »(Why) Should Current Account Balances Be Reduced?«, IMF Staff Discussion Note SDN/11/03.
- Blanchard, O. och P. Weil (2001), »Dynamic Efficiency, the Riskless Rate, and Debt Ponzi Games under Uncertainty«, *Advances in Macroeconomics* 1(2), Article 3.
- Blanchard, O. och J. Galí (2007), »Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model«, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39, nr 2, s. 35–65.
- Blanchard, O., G. Dell’Ariccia och P. Mauro (2010), »Rethinking Macroeconomic Policy«, IMF Staff Position Note 10/03.
- Bluedorn, J. och D. Leigh (2011), »Revisiting the Twin Deficits Hypothesis: The Effect of Fiscal Consolidation on the Current Account«, mimeo, IMF.
- Bohn, H. (1999), »Fiscal Policy and the Mehra-Prescott Puzzle: On the Welfare Implications of Budget Deficits When Real Interest Rates are Low«, *Journal of Money, Credit and Banking*, 31, s. 1–13
- Bryant, R.C., D.W. Henderson och T. Becker (2011), *Maintaining Financial Stability in an Open Economy. Sweden in the Global Crisis and Beyond*, SNS Förlag.
- Buiter, W.H. (2010), »Don’t Raise the Inflation Target, Remove the Zero Bound on Nominal Interest Rates Instead«, *Global Macro View*, March 5 2010, Citigroup Global Markets.
- Bäckström, U. (2007), »Regeringens sparande hotar sysselsättningen i Sverige«, *Dagens Nyheter* Debatt, 21 januari 2007.
- Calmfors, L. (2010), »The Swedish Fiscal Policy Council – Experiences and Lessons«, mimeo, Stockholms universitet.
- Calvo, G. (1988), »Serving the Public Debt: The Role of Expectations«, *American Economic Review*, 78, s. 647–661.
- Canova, F. och I. Pappa (2006), »The Elusive Costs and the Immaterial Gains of Fiscal Constraints« *Journal of Public Economics*, vol. 90(8–9), s. 1391–1414.
- Chinn, M. och E. Prasad (2003), »Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration«, *Journal of International Economics*, 59, s. 47–76.
- Chow, J. och J. Surti (2011), »Making Banks Suffer: Can Volcker and Vickers Do It?«, IMF Working Paper 11/236.

- Christiano, L.J., M. Eichenbaum och S. T. Rebelo (2010), »When is the Government Spending Multiplier Large?«, manuskript, Northwestern University.
- Clarida, R., J. Galí och M. Gertler (1999), »The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective«, *Journal of Economic Literature*, vol. 37, nr 4, s. 1661–1707.
- Coibion, O. och Y. Gorodnichenko (2011), »Monetary Policy, Trend Inflation, and the Great Moderation: An Alternative Interpretation«, *American Economic Review*, vol. 101, s. 341–370.
- Cole, H. och T. Kehoe (2000), »Self-Fulfilling Debt Crises«, *Review of Economic Studies* 67, s. 91–116.
- Dagens industri (2009). [Elektronisk] »Anders Borg håller hårt i plånboken«, 2 april. Tillgänglig: http://di.se/Templates/Public/Pages/ArticlePrint.aspx?pl=12861__ArticlePageProvider
- Dagens industri (2011). [Elektroniskt] »SEB och Swedbank var nära att gå omkull«, 20 januari. Tillgänglig: <http://di.se/Artiklar/2011/1/19/225018/Swedbank-och-SEB-var-nara-krasch/>
- Dagens Nyheter (2011). [Elektroniskt] »Lars Calmfors: Hög inflationsmålen«, 5 september. Tillgänglig: <http://www.dn.se/ekonomi/lars-calmfors-hoj-inflationsmalen>
- Devries, P., J. Guajardo, D. Leigh och A. Pescatori (2011), »A New Action-Based Dataset of Fiscal Consolidation«, IMF *Working Paper* WP/11/28.
- Domeij, D. och M. Flodén (2006), »Population Aging and International Capital Flows«, *International Economic Review* 47(3), s. 1013–1032.
- Ds 1997:50, *Riksbankens ställning*, Finansdepartementet.
- Edvinsson, R. (2005), *Growth, Accumulation, Crisis: With New Macroeconomic Data for Sweden 1800–2000*, Almqvist och Wiksell.
- Edvinsson, R., T. Jacobson och D. Waldenström (red.) (2010), *Exchange Rates, Prices, and Wages, 1277–2008*, Sveriges riksbank/Ekerlids Förlag.
- Eggertsson, G. (2011), »What Fiscal Policy is Effective at Zero Interest Rates?«, NBER Macroeconomics Annual, 2010.
- Eggertsson, G. och M. Woodford (2003), »The Zero Interest-Rate Bound and Optimal Monetary Policy«, *Brookings Papers on Economic Activity* 1, s. 139–211.
- Eichengreen, B. m.fl. (2011), »Rethinking Central Banking« *The Committee on International Economic and Policy Reform*, Brookings, Washington D.C.
- Englund, P. (2011), »Svenska huspriser i ett internationellt perspektiv«, i Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden.
- Eriksson, J., K. Svensson Smith och M. Andersson (2011), »Regeringen bör satsa överskottet på järnvägar«, *Svenska Dagbladet*, Brännpunkt, 12 maj.
- Europeiska kommissionen (2010), »Enhancing economic policy

- coordination for stability, growth and jobs – Tools for stronger EU economic governance«, COM(2010) 367/2.
- Europeiska kommissionen (2010), »EPC-SPC Joint Report on Pensions Country Profiles«, ECOFIN 684, Bryssel.
- Europeiska kommissionen (2009), »Numerical Fiscal Rules in the 25 EU Member Countries«, kapitel 3 i: Public Finances in EMU 2006.
- Eurostat (2011), Government finance statistics: Supplementary tables on financial turmoil, databas. Tillgänglig: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/excessive_deficit/supplementary_tables_financial_turmoil
- Fatas, A. och I. Mihov (2003), »The Case for Restricting Fiscal Policy Discretion«, *Quarterly Journal of Economics* 118 (4), s. 1419–1447.
- Fatas, A. och I. Mihov (2006), »The Macroeconomic Effects of Fiscal Rules in US States«, *Journal of Public Economics* 90, s. 101–117.
- Finansdepartementet (2010), »Utvärdering av överskottsmålet«, Ds 2010:4.
- Finansdepartementet (2011), Budgetpropositionen för 2012, Regeringens proposition 2011/12:1.
- Finansinspektionen (2010), *Budgetunderlag för Finansinspektionen 2011–2013*.
- Finanspolitiska rådet (2008), »Svensk finanspolitik: Finanspolitiska rådets rapport 2008«.
- Finanspolitiska rådet (2009), »Svensk finanspolitik: Finanspolitiska rådets rapport 2009«.
- Finanspolitiska rådet (2010), »Skrivelse till regeringen«, pressmeddelande 8 november.
- Finanspolitiska rådet (2011), »Svensk finanspolitik: Finanspolitiska rådets rapport 2011«.
- Flodén, M. (2009), »Automatic Fiscal Stabilizers in Sweden 1998–2009«, Studier i Finanspolitik 2009/2, Rapport till Finanspolitiska rådet.
- Flodén, M. (2001), »The Effectiveness of Government Debt and Transfers as Insurance«, *Journal of Monetary Economics* 48, s. 81–108.
- Flodén, M. (2003), »Public Saving and Policy Coordination in Aging Economies«, *Scandinavian Journal of Economics* 105(3), s. 379–400.
- Flodén, M. och L. Calmfors (2009), »Hellre undantag än godtycke för utgiftstaket«, Dagens Industri, 2 juni.
- Forbes, K. (2010), »Why do Foreigners Invest in the United States?«, *Journal of International Economics* 80(1), s. 3–21.
- Frycklund, J. (2011), »Stabilisering av nettoförmögenheten«, *Ekonomisk Debatt* nr 6.
- Frydl, E. J. (1999), »The Length and Cost of Banking Crises«, IMF Working Paper No. 99/30, International Monetary Fund, Washington.
- Galati, G. och Moessler, R. (2011), »Macroproudenential Policy – A Literatur Review«, Bank for

- International Settlements Working Paper Nr 337.
- Gernandt, J., L. Pagrotsky och S. Ingves (2010), »Nya finansiella regelverk och verktyg brådskar«, Ekonomiska kommentarer, nr. 1, 2010, Sveriges riksbank. http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Ekonomiska%20kommentarer/2010/ek_kom_nr1_10sv.pdf.
- Gnocchi, S. (2009), »Non-Atomistic Wage Setters and Monetary Policy in a New-Keynesian Framework«, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 41, nr 8, s. 1613–1630.
- Goodfriend, M. (2007), »How the World Achieved Consensus on Monetary Policy«, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, nr 4, s. 47–68.
- Goodfriend, M. och R.G. King (1997), »The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy«, i *NBER Macroeconomics Annual: 1997*, Bernanke, B.S. och J.J. Rotemberg (red.), Cambridge University Press, s. 231–283.
- Goodhart, C., F. Capie och N. Schnadt (1994), »The development of central banking« i Capie, F., C. Goodhart, S. Fischer och N. Schmidt, *The Future of central banking*, Cambridge University Press.
- Goodhart, C. och J.C. Rochet (2011), *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010*, Rapporter från riksdagen 1010/11: RFR5, Finansutskottet.
- Hall, G.J. och Sargent, T.J. (2010), »Interest Rate Risk and Other Determinants of Post-w11 U.S. Government Debt/GDP Dynamics«, *NBER Working Paper 15702*.
- Hallerberg, M., R. Strauch och J. von Hagen (2004), »The Design of Fiscal Rules and Forms of Governance in European Union Countries«, arbetsdokument nr 419, Europeiska centralbanken.
- Heikensten, L. (1999), »Riksbankens inflationsmål – förtydligande och utvärdering«, *Penning- och valutapolitik 1999:1*, Sveriges riksbank, s. 5–17.
- Heikensten, L. och A. Vredin (1998), »Inflationsmålet och den svenska penningpolitiken, erfarenheter och problem«, *Ekonomisk Debatt*, årg. 26, nr 8, s. 573–593.
- Heikensten, L. och A. Vredin (2002), »The Art of Targeting Inflation«, *Penning- och valutapolitik 2002:4*, Sveriges riksbank, s. 5–34.
- Holden, S. (2004), »The Costs of Price Stability: Downward Nominal Wage Rigidity in Europe«, *Economica*, vol. 71, s. 183–208.
- Internationella valutafonden (2009), »Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances«, finanspolitiska avdelningen.
- Internationella valutafonden (2011), »Germany: 2011 Article IV Consultation«, Washington.
- Jakobsson, U., J. Herin och A. Rydeman, (2007), »'Samla i ladorna'

- fel recept att möta framtidens ekonomiska utmaningar«, Svenskt Näringsliv.
- Jennergren, P. och B. Näslund (1998), »Efter bankkrisen: vad blev notan för skattebetalarna?«, *Ekonomisk debatt*, årg. 26, nr 1, s. 69–76.
- Jonung, L. (1989), »The Economics of Private Banking: Private Bank Notes in Sweden 1831–1902«, *EFI Research Paper* Nr 282.
- Josefson, R. (2011), »Hög tid att agera för att få fart på sparandet«, *Dagens industri*, Debatt, 14 juli.
- Kydland, F.E. och E.C. Prescott (1977), »Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans«, *Journal of Political Economy*, vol. 85, s. 473–491.
- Lane, Philip R. (2011), »The Irish Crisis«, *1118 Discussion Paper* No. 356.
- Lane, P.R. (2010), »A New Fiscal Framework for Ireland«, presentation på SSI1.
- Lane, P.R. (2010), »A European Perspective on External Imbalances«, *Swedish Institute for European Policy Studies* 2010:5
- Lane, P.R. och G.M. Milesi-Ferretti (2011), »External Adjustment and the Global Crisis«, *NBER Working Paper* 17352.
- Leeper, E.M (1991), »Equilibria under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies«, *Journal of Monetary Economics*, 27 (1), s. 129–147.
- Leeper, E.M., N. Traum och T.B. Walker (2011), »Clearing up the Fiscal Multiplier Morass«, *NBER Working Paper*, Nr. 17444.
- Lind, H. (2003), »Bostadsbyggandets hinderbana – en ESO-rapport om utvecklingen 1995–2001«, *DS* 2003:6.
- Lindbeck, A. (2008), »Slopa över-skottsmålet och använd pengarna nu«, *Dagens Nyheter*, Debatt, 20 januari.
- Lindbeck, A. (2011), »Så kan Sverige få fram pengar till ny infrastruktur«, *Dagens Nyheter*, Debatt, 8 september.
- Ljungman, G. (2009), »Top-Down Budgeting – An Instrument to Strengthen Budget Management«, *IMF Working Paper* WP/09/243.
- Lucas, R. (1990), »Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?«, *American Economic Review* 80, s. 92–96.
- Lucas, R. och N. Stokey (1983), »Optimal Fiscal and Monetary Policy in an Economy without Capital«, *Journal of Monetary Economics* 12, s. 55–93.
- Lundborg, P. och H. Sacklén (2002), »Inflationsmålet, sysselsättningen och EMU-medlemskapet«, *Ekonomisk Debatt*, årg. 30, nr 3, s. 197–207.
- Lundborg, P. och H. Sacklén (2006), »Low-inflation Targeting and Long-run Unemployment«, *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 108, nr 3, s. 397–418.
- Manasse, P. och N. Roubini (2005), »Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises«, *IMF Working Paper* WP/05/42.

- McCallum, B.T. (2011), »Should Central Banks Raise their Inflation Targets? Some Relevant Issues«, NBER Working Paper Nr 17005.
- Mertens, K. och M.O. Ravn (2010), »Fiscal Policy in an Expectations Driven Liquidity Trap«, CEPR, diskussionspapper 7931.
- Molander, P. (2001), »Budgeting Procedures and Democratic Ideals: An Evaluation of Swedish Reforms«, *Journal of Public Policy* 21, s. 23–53.
- Molander, P. och G. Paulsson (2008), »Vidareutveckling av det finanspolitiska regelverket«, Studier i finanspolitik 2008/5.
- Møller, M. och N. Christian Nielsen (2011), *Framtidens tjänstepensioner*, SNS Förlag.
- Nilsson, J-E., R. Pyddoke, M. Andersson, F. Hansen, G. Isacson, G. Lindberg och L. Nehagen (2009), »Infrastrukturpolitik på samhälls-ekonomisk grund«, VTI rapport 654.
- Norges Bank (2004), »The Norwegian Banking Crisis«, Moe, T.G., J.A. Solheim och B. Vale (red.), Norges Bank Occasional Paper No. 33, Oslo.
- Norman, P. (2011), »Regeringen inleder försäljning av aktier i Nordea«, Finansdepartementet, pressmeddelande, 3 februari.
- Obstfeld, M. (2005), »America's Deficit, the World's Problem«, *Monetary and Economic Studies* 23, Bank of Japan, s. 25–35.
- Obstfeld, M. och K. Rogoff (2010), »Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes«, i Glick, R. och M. M. Spiegel (red.), *Asia and the Global Financial Crisis*, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Orphanides, O. (2009), »Reflections on Inflation Targeting«, Speech at the 6th Norges Bank Monetary Policy Conference on Inflation Targeting Twenty Years On, Oslo, June.
- Orphanides, O. och J.C. Williams (2006), »Inflation Targeting under Imperfect Knowledge«, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, s. 1–23.
- Palmqvist, S. (2007), »Flexibel inflationsmålspolitik, hur ska centralbanker ta realekonomisk hänsyn?«, Penning och valutapolitik 2/2007, Sveriges riksbank.
- Parker, J. (2011), »On Measuring the Effects of Fiscal Policy in Recessions«, *Journal of Economic Literature*, 49, 703–718.
- Posen, A. (2011), »The Euro Payoff«, IP Global, IP/GE March/April 2011
- Pålsson, A-M. (2011) *Överskott till överdrift?*, Timbro.
- Ramey, V. (2011), »Can Government Purchases Stimulate the Economy?«, *Journal of Economic Literature* 49, s. 673–685.
- Rajan, R.R. (2005), »Has Financial Development Made the World Riskier?«, i *The Greenspan Era – Lessons for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City, s. 313–369. <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2005/pdf/Rajan2005.pdf>

- Reinhart, C.M. och K.S. Rogoff (2010), *Annorlunda nu*, SNS Förlag.
- Reinhart, C.M. och K.S. Rogoff (2011), »A Decade of Debt«, NBER Working Paper 16827.
- Reinhart C.M. och K.S. Rogoff (2009), *This time is different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Riksbanken (2010a), *Penningpolitiken i Sverige*, Sveriges Riksbank 2010.
- Riksbanken (2010b), *Riksbanken och finansiell stabilitet*, Sveriges riksbank, 2010.
- Riksbanken (2010), »Krisen i Baltikum – Riksbankens åtgärder, bedömningar och lärdomar«, Anförande av Stefan Ingves, Finansutskottet, Stockholm.
- Riksbanken (2011), »Krisen i Irland – likheter med och skillnader mot den svenska bankkrisen«, Finansiell stabilitet 1/2011.
- Riksgälden (2011), »Statsskuldens förvaltning: Förslag till riktlinjer 2012–2014«, Dnr 2011/1692, 29 september.
- Rogerson, R. (1997), »Theory Ahead of Language in the Economics of Unemployment«, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, nr 1, s. 73–92.
- Rogoff, K. (1985), »The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target«, *Quarterly Journal of Economics* 100, s. 1169–1190.
- Rogoff, K. (2008), »Inflation is Now the Lesser Evil«, <http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff51/English>.
- Rogoff, K. (2011), »The Second great Contraction«, <http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff83/English>.
- Sargent, T. och N. Wallace (1981), »Some Unpleasant Monetarist Arithmetic«, *Quarterly Review* (Fall), Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- SCB (1996), *Statistisk Årsbok för Sverige 1996*.
- Schmitt-Grohé, S. och M. Uribe (2006), »Optimal, Simple, and Implementable Monetary and Fiscal Rules«, *Journal of Monetary Economics*, 54, s. 1702–1725.
- Schmitt-Grohé, S. och M. Uribe (2010), »The Optimal Rate of Inflation«, *Handbook of Monetary Economics* (B.M. Friedman och M. Woodford, red.), vol. 3.
- Schmitt-Grohé, S. och M. Uribe (2007), »Optimal Simple and Implementable Monetary and Fiscal Rules«, *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, s. 1702–1725.
- Soskice, D. och T. Iversen (2000) »The nonneutrality of Monetary Policy with Large Price or Wage Setters«, *Quarterly Journal of Economics*, CXV.
- SOU 1993:20, *Riksbanken och prisstabiliteten*, Betänkande av Riksbanksutredningen, Finansdepartementet.
- SOU 2011:59, *Spara i goda tider för en stabil kommunal verksamhet*, Betänkande av utredningen om kommunsektorn och konjunkturen

- Svensson, L.E.O. (1999), »Inflation Targeting: Some Extensions«, *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 101, nr 3, s. 337–361.
- Svensson, L.E.O. (1998), »Inflationsmål i en öppen ekonomi: Strikt eller flexibelt inflationsmål?, *Ekonomisk Debatt*, vol. 26, nr 6, s. 431–439.
- Svensson, L.E.O. (2000), »Open-Economy Inflation Targeting«, *Journal of International Economics*, vol. 50, nr 1, s. 155–183.
- Svensson, L.E.O. (2011), »För en bättre penningpolitik: fokusera på inflation och arbetslöshet«, *Anförande vid Luleå tekniska universitet*, 8 mars.
- Svensson, L.E.O., vice riksbankschef, *anförande vid Fastighetsvärdens konferens »Fastighetsmarknaden 2011« 24 november 2011.*
- Taylor, J.B. (1993), »Discretion versus Policy Rules in Practise«, *Carnegie-Rochester Conferences Series on Public Policy* 39, s. 195–214.
- Taylor, J.B. (2011), »An Empirical Analysis of the Revival of Fiscal Activism in the 2000s«, *Journal of Economic Literature*, 49, s. 686–702.
- Velasco, A. (1999), »A model of endogenous fiscal deficits and delayed fiscal reforms«, i J. Poterba, J. von Hagen, utg., *Budget Institutions and Fiscal Performance*, University of Chicago Press för NBER, Chicago.
- Weil, P. (2008), »Overlapping Generations: The First Jubilee«, *Journal of Economic Perspectives* 22(4), s. 115–134.
- Werin, L. (1993), »Det finansiella systemet i omvandling«, i Werin, L. (red.) *Från räntereglering till inflationsnorm*, SNS Förlag.
- Wetterberg, G. (2009), *Pengarna & Makten*, Sveriges riksbank/Atlantis.
- Williams, J.C. (2009), »Heeding Daedalus: Optimal Inflation and the Zero Lower Bound«, *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2009, s. 1–37.
- Woodford, M. (1990), »Public Debt as Private Liquidity«, *American Economic Review* 80, s. 382–388.
- Woodford, M. (2011), »Simple analytics of the government expenditure multiplier«, *American Economic Journal: Macroeconomics* 3(1), s. 1–35.
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.

Författarna

MARTIN FLODÉN är professor i nationalekonomi vid Stockholms universitet och knuten som Research Fellow till det europeiska forskningsnätverket CEPR. Han forskar och undervisar om makroekonomi och har tidigare varit ledamot i Ekonomiska rådet och Finanspolitiska rådet.

ANNA LARSSON är filosofie doktor i nationalekonomi och forskare vid Stockholms universitet. Hennes forskning är främst inriktad på makroekonomi och politisk ekonomi. Hon har bland annat forskat om hur finans- och penningpolitik påverkar den reala ekonomin, i synnerhet arbetsmarknaden.

MORTEN O. RAVN är professor i nationalekonomi vid University College London och knuten som Research Fellow till det europeiska forskningsnätverket CEPR. Han forskar allmänt inom makroekonomi och bland annat om internationell makroekonomi och om finanspolitik.

ANDERS VREDIN är docent i nationalekonomi och har varit vd för SNS 2010–2011. Han har tidigare varit chef för Riksbankens penningpolitiska avdelning och dessförinnan forskningschef på Riksbanken.