



# Samspel för stabilitet

– en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitiken

Kommentarer av

Lars E.O. Svensson

Email: [Leosven@gmail.com](mailto:Leosven@gmail.com)

Web: [larseosvensson.se](http://larseosvensson.se) (**bilder att ladda ner**)

ESO-seminarium 19 September 2022



# Inledning 1

- En imponerande och utförlig genomgång av finans- och penningpolitikens stabiliseringspolitiska roller och möjligheter, hur de bedrivits sedan 1996 samt om ändrade förutsättningar föranleder förändringar av ramverken
- Utförlig, snarast encyklopedisk litteraturgenomgång, lärobok
- Bra diskussion av möjliga förbättringar av ramverken och genomtänkta förslag
- Man skulle mycket väl kunna ha ett seminarium på varje kapitel

# Inledning 2

- Några korta synpunkter på analys och förslag
- Strukturella problem i penningpolitiken
- Gratlunch i finanspolitiken?

# Korta synpunkter på analys och förslag 1

- BNP-gapet problematiskt, i praktiken mekanisk skattning av potentiell BNP (svart låda)
  - Arbetslöshets- och sysselsättningsgap normalt bättre, i varje fall för penningpolitiken (mål: prisstabilitet och full sysselsättning)
  - Debatt och diskussion om lägsta hållbara arbetslöshet, knappast om potentiell BNP. Dessutom stationär variabel.
- Skilja tydligt på och säg mer om normaltillstånd och kris
  - Diskussionen huvudsakligen om normaltillstånd
  - I kris krävs omfattande samarbete och koordinering mellan berörda myndigheter samt krisberoende diskretionära åtgärder
  - Värt att diskutera mer
- Bra förslag att Finanspolitisk rådet också utvärderar penningpolitiken

# Övergripande synpunkter på analys och förslag 2

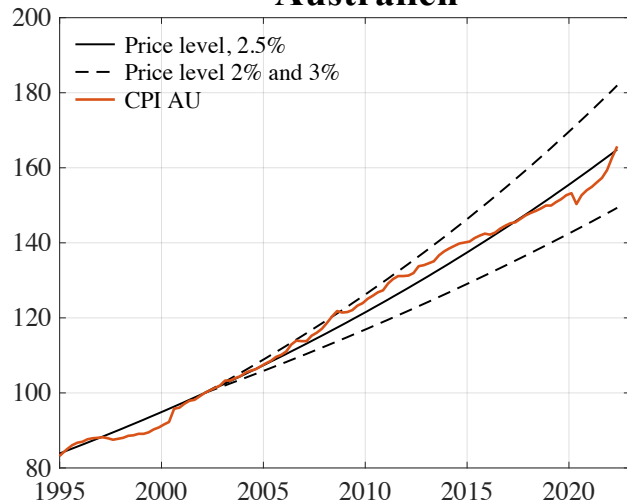
- Höj inflationsmålet?
  - Ej övertygad. Bättre med ”genomsnittligt inflationsmål” (Svensson IJCB februari 2020, om Feds penningpolitiska strategi).
  - Tolkning av ”utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet” (genomsnitt på 3–5 år av inflationen bör ligga nära inflationsmålet)
  - Om genomsnittligt inflationsmål inte fungerar bra, överväg höjning av målet
- Bra förslag om stärkta automatiska stabilisatorer i finanspolitiken
- Goda skäl undvika balansräkningsoperationer
- Bättre att vid behov använda lägre negativ ränta

# Strukturella problem i penningpolitiken 1

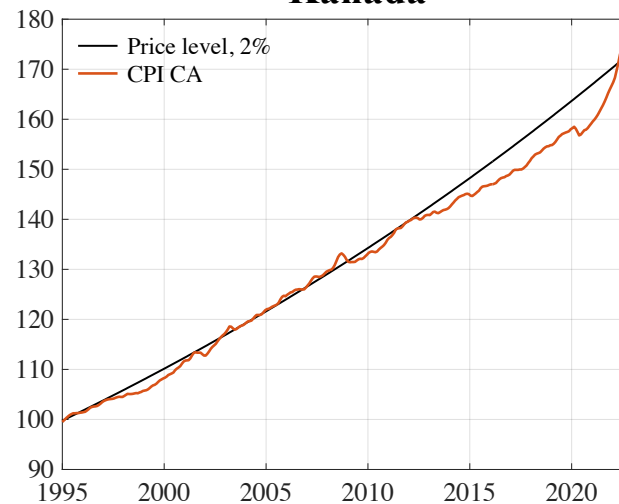
- Har penningpolitiken varit för stram?
- I så fall, har detta haft konsekvenser för arbetslösheten?

# Hur har inflationsmålet uppfyllts? För lång sikt, se på prisnivåns utveckling

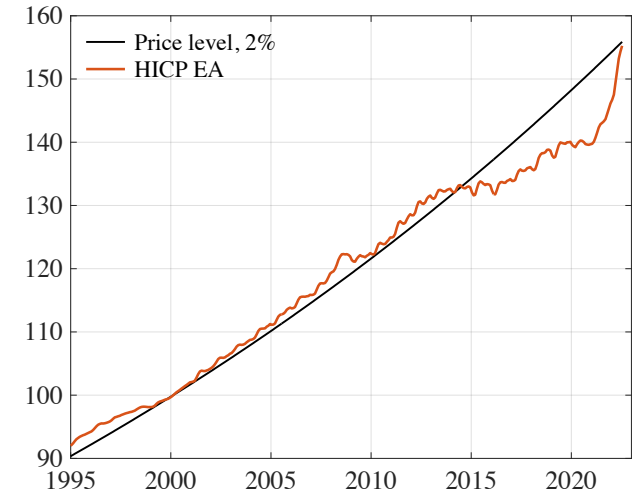
## Australien



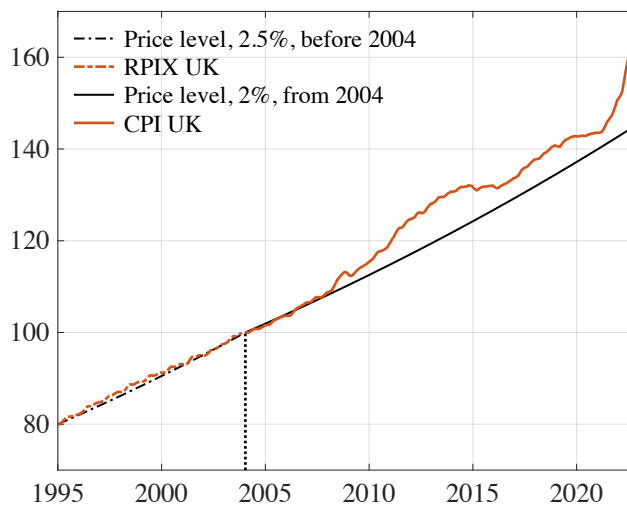
## Kanada



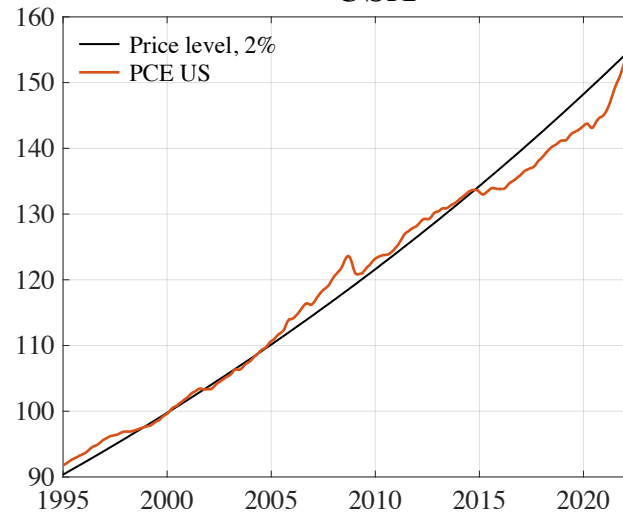
## Euro-området



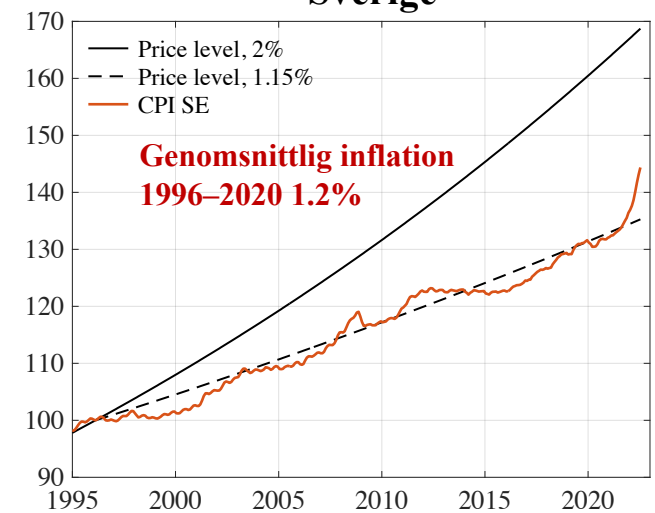
## Storbritannien



## USA



## Sverige



## Konsekvenser för arbetslösheten av genomsnittlig inflation under målet

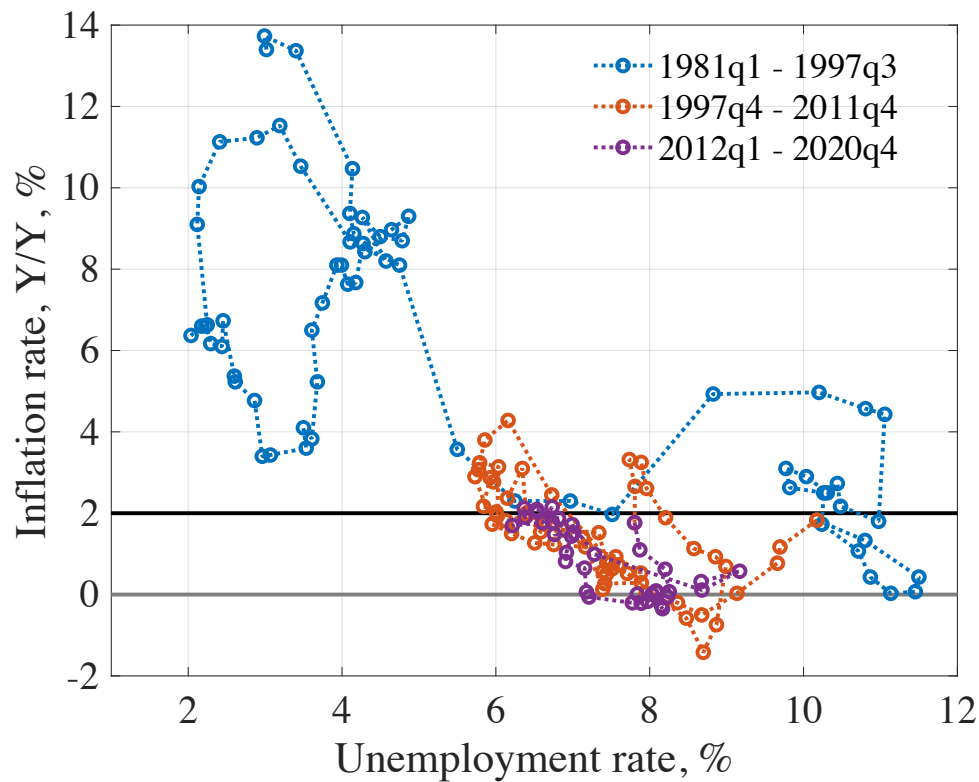
- Om inflationsförväntningarna anpassar sig till faktisk inflation blir den långsiktiga Phillipskurvan vertikal.  
Genomsnittlig arbetslöshet blir oberoende av genomsnittlig inflation
- Om inflationsförväntningarna, som i Sverige, är förankrade vid 2 % och löneförhandlingarna utgår från 2 % lutar den långsiktiga Phillipskurvan negativt
- Lägre genomsnittlig inflation ger då högre genomsnittlig arbetslöshet
- Empirisk skattning i Svensson AEJ:Macro 2015 för **1997-2011**:  
Lutning **0,75**  $\pm 0.35$ . Inflation **0,6** p.e. under målet.  
Arbetslöshet  $0,6/0,75 = \mathbf{0,8}$  p.e. **högre**      95% confidensint. [0.55, 1.55]
- Resultaten **replikerade** av Ramy Oraby,  
*Journal of Comments and Replications in Economics* 2022
- Preliminär uppdaterad skattning för **1997–2019**:  
Lutning **0,8**  $\pm 0.29$  . Inflation **0,8** p.e. under målet.  
Arbetslöshet  $0,8/0,8 = \mathbf{1,0}$  p.e. **högre**      95% confidensint. [0.73, 1.51]



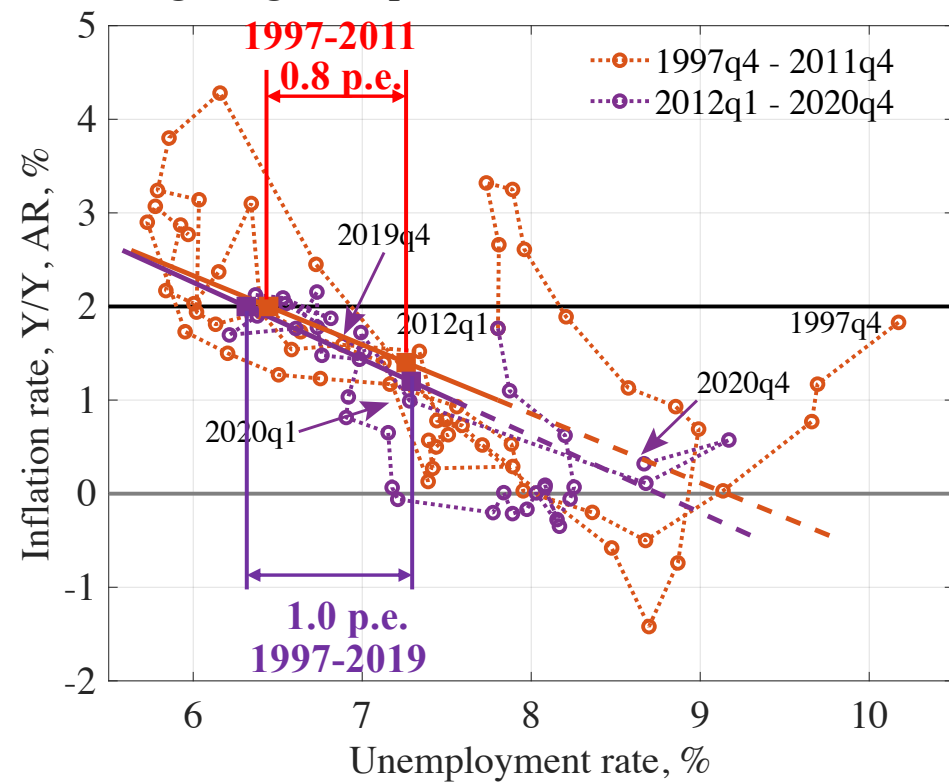
# Genomsnittlig arbetslöshet blir högre vid lägre genomsnittlig inflation

- Genomsnittlig inflation      1997–2011 **1,4 %**, **0.6 p.e.** lägre än målet  
1997–2019 **1,2 %**, **0.8 p.e.** lägre än målet

Inflation och arbetslöshet 1981–2020



Långsiktig Phillips kurva 1997–2011, 1997-2019



## Strukturella problem i penningpolitiken 2

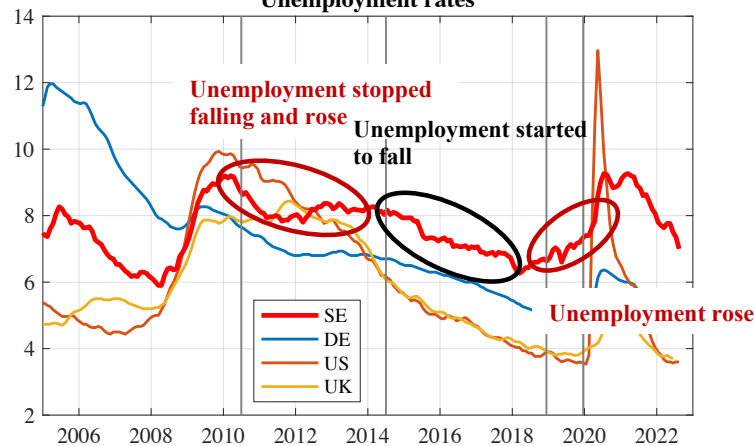
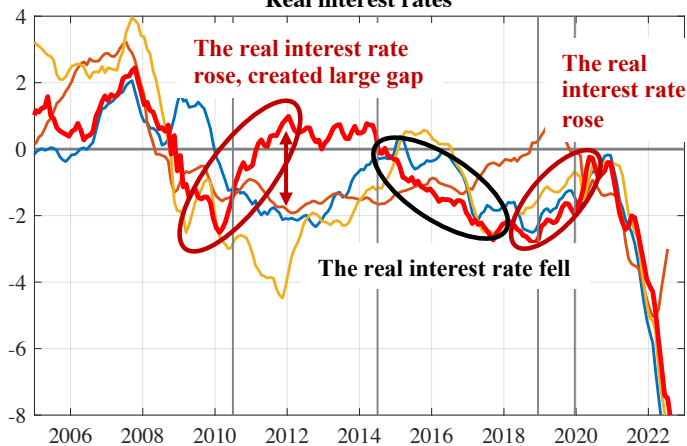
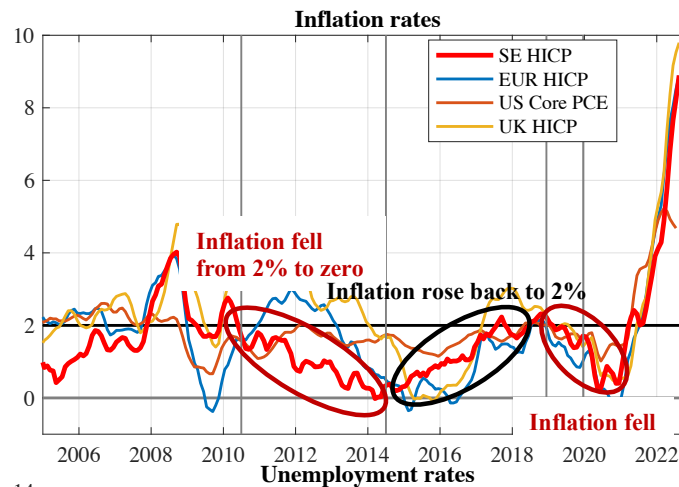
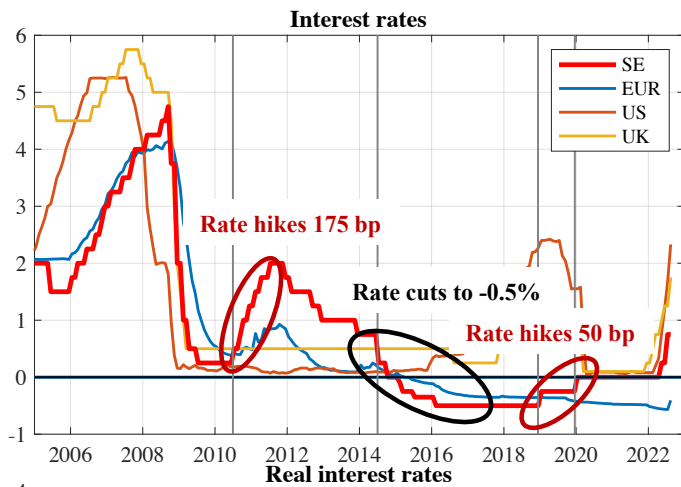
- Räntehöjningen 2010–2011: Tydligt exempel på misslyckad penningpolitik
- Följdes av självförvållad låg inflation och högre arbetslöshet. För att hantera detta använde Riksbanken negativ ränta och balansräkningsoperationer
- Räntehöjningen kan ses som ett exempel på att ”luta sig mot vinden”, stramare penningpolitik p.g.a. oro för bostadspriser, hushållsskulder och finansiell stabilitet
- Men att luta sig mot vinden klarar inte en nyttokostnadskalkyl (Svensson JME 2017 Sverige, Kockerols och Kok IJCB 2021 Euroområdet).
- Kostnaden > nyttan, med stor marginal

# Räntehöjningen 2010–2011 skapade problem

1 Räntehöjningen 2010-2011

2 Räntesänkning 2014-2016

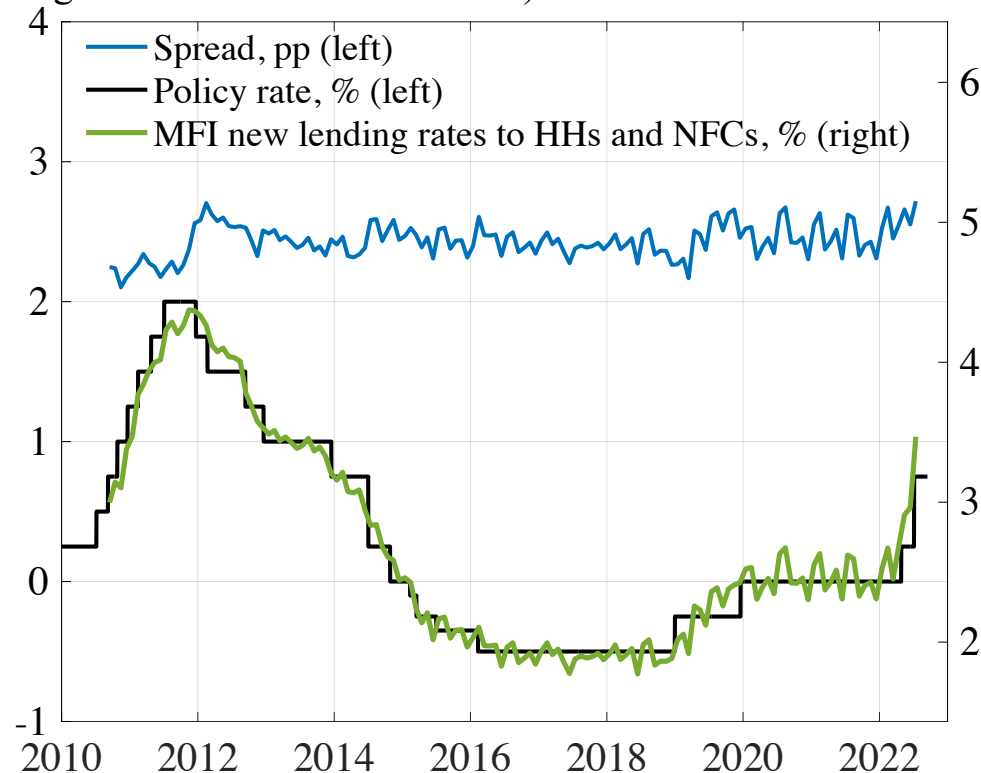
3 Räntehöjning 2018-2019



- Penningpolitiken fungerade enligt läroboken
- Utan räntehöjningen hade läget 2015 varit mycket bättre, inflationen närmare målet, rimligtvis högre ränta
- Räntesänkning och negativ ränta 2016–2018 var effektiv
- Inget skäl för räntehöjningen 2018-2019
- Irrationell rädsla för negativ ränta

# Styrräntans genomslag på bankernas utlåningsräntor

Styrränta, spread (vänster axel), utlåningsränta nya lån (höger axel)  
(uppdatering av Eriksson & Vestin 2021)



- Styrräntans genomslag på bankernas utlåningsräntor för nya lån till hushåll och företag **1:1**, även vid negativ ränta (Eriksson & Vestin 2021)
- Spread ca 2,5 %
- Förmodligen möjligt sänka räntan utan problem till minus 1 %
- Således inte utesluta negativ ränta
- Använd negativ ränta först, undvik balansräkningsoperationer och ränterisk
- Balansräkningsoperationer bara om negativ ränta inte tillräckligt

# Hur undvika strukturella problem och misstag i penningpolitiken?

- Skarpare utvärdering av och ansvarsutkrävande för penningpolitiken
- Låt ”Finans- och penningpolitiska rådet” löpande utvärdera penningpolitiken (rapporten, Svensson ED 4/2014)
  - Utvärderingar med långa mellanrum av utländska utvärderare har inte fungerat bra (Goodhart-Rochet, Goodfriend-King)
- [Makrotillsynen och FI behöver reformeras (amorteringskrav utan påvisbar samhällsnytta, för lågt bolånetak)
  - Tydligt mandat
  - Expertkommitté
  - Ansvarsutkrävande, regelbunden utvärdering av oberoende råd
  - Riksbanken hålls på avstånd]

# En gratislunch i finanspolitiken? (Blanchard AER 2019, 2022)

- Skuldkvot:  $d = \text{Skuld}/\text{BNP}$
- Antag att regeringen lånar till räntan på statsskulden: Skulden (täljaren) ökar med  $i$  %
- Primärt finansiellt sparande  $S = T - G = 0$
- BNP (nämnaren) växer med  $\rho$  %
- Antag  $i < \rho$ . Täljaren ökar långsammare än nämnaren: Skuldkvoten faller
- För att hålla skuldkvoten konstant måste staten låna mer, dvs. ha ett **negativt primärt sparande**
- $s = (T - G)/\text{BNP} = (i - \rho) d < 0$ ,  $G > T$
- **Ju större skuldkvot, ju större negativt primärt sparande**
- En gratislunch! Värt att diskutera mer.

