

# PASSA PÅ MED EN STATLIG KONTRING!

**SAMMANFATTNING AV EN OMRÖVNING  
AV FINANSPOLITIKEN I EN ERA AV LÅGA RÄNTOR  
AV JASON FURMAN OCH LAWRENCE SUMMERS**

**PAULA ROTH**

Under de senaste decennierna har vi sett en kraftig nedgång i realräntor runt om i världen, trots stora ökningar av statskulden. Realräntan, som är räntan justerad för inflation, är direkt kopplad till efterfrågan på kapital och tillgångar. Om hushållens och företagens efterfrågan på kapital är låg, och de väljer att spara istället för att investera, kommer tillgången på kapital att öka vilket leder till lägre räntor. Tillgängliga data tyder på att coronakrisen har sänkt realräntorna ytterligare, sannolikt på grund av ökad ojämlikhet, större osäkerhet och lägre investeringar.

I en nyligen publicerad artikel av Furman och Summers, hävdar författarna att fallande realräntor visar på strukturella förändringar i ekonomin som kräver ett nytt synsätt inom finans-

politiken, i likhet med de förändringar som inträffade i kölvattnet av inflationen på 1970-talet.

Analysen börjar med att diskutera den nedåtgående trenden i just realräntor. Med massiva ökningar av budgetunderskott och statsskulder och stora utvidgningar av socialförsäkringen och kraftiga sänkningar av kapitalskattesatserna skulle vi ha förväntat oss ökade realräntor. Detta eftersom sänkta kapitalskatter bör öka efterfrågan på kapital, och på så sätt leda till högre räntor. Istället ser det ut som att ett ökat utbud av sparande, en större osäkerhet och ojämlikhet, tillsammans med en minskad efterfrågan på kapital och lägre privata investeringar drivit ned realräntorna.

I denna sammanfattning diskuteras tre konsekvenser för finanspolitiken som följd av de låga räntorna. För det första, i en värld där penningpolitiken – som Riksbanken styr – har begränsade möjligheter att påverka ekonomiskt tillväxt måste regeringens finanspolitik spela en avgörande roll i stabiliseringspolitiken. Med tanke på att räntorna redan ligger på den nedre nollgränsen (i Sverige har reporäntan legat på noll eller under noll sedan slutet av 2014), och dessa låga räntor visat sig ha svårt att stimulera efterfrågan, verkar det som att det kan vara omöjligt att nå full sysselsättning samtidigt som man driver en restriktiv finanspolitik (full sysselsättning kräver ofta en aktiv finanspolitik vilket står i motsats till finanspolitisk åtstramning). Dessa åsikter representerar ett avsteg från den senaste generationens traditionella syn på makroekonomin (alltså att restriktiv finanspolitik är ett måste för ekonomisk stabilitet). Det öppnar upp för att länder kan vara mindre begränsade av sitt finanspolitiska utrymme

eftersom att en expansiv finanspolitik faktiskt kan förbättra den finansiella stabiliteten genom att höja tillväxten mer än den ökar skuldsättningen och räntekostnaderna.

Det innebär också att beslutsfattare behöver bättre automatiska stabilisatorer (som ökar statens utgifter automatiskt vid en kris, som exempelvis a-kassa när arbetslösheten går upp) och hitta fler sätt att använda finanspolitiken för att öka efterfrågan utan att det leder till större underskott. Detta kan göras genom att föra en mer progressiv finanspolitik, utöka socialförsäkringen, och använda balanserade budgetmultiplikatorer, det vill säga höja skatterna i samma takt som utgifterna.

En ytterligare konsekvens handlar om att ompröva traditionella åsikter om skuldsättning och underskott. Furman och Summers hävdar att skuldkvoten, statsskulden i relation till BNP, är ett vilseledande mått på finanspolitisk stabilitet som inte återspeglar att skuld-kostnaderna har fallit när räntorna sjunkit (bruttonationalprodukten, BNP, är ett mått på den totala ekonomiska aktiviteten i ett land). Istället föreslår de alternativa mått som tar hänsyn till inflation, räntenivå och tillväxt.

En tredje konsekvens handlar om vikten av att värdera en ökning av statsskulden beroende på hur medlen används. Furman och Summers menar att nationer, precis som företag och hushåll, bör låna för att investera i tillgångar vars avkastning är högre än lånekostnaden, vilket ökar kreditvärdigheten och gynnar framtida intressenter.

Texten avslutas med att ta fram lämpliga riktlinjer för den framtida finanspolitiken. Furman och Summers förkastar de

traditionella idéerna om en cykliskt balanserad budget (d.v.s. att budgeten måste gå jämnt ut över en period av hög och lågkonjunktur och inte får gå med underskott över perioden) med motiveringen att det sannolikt skulle leda till en allt för låg tillväxt och ökad finansiell instabilitet. Istället menar de att finanspolitikens mål ska vara att främja ekonomisk tillväxt och finansiell stabilitet. För att uppnå detta krävs en förbättring av hur finanspolitiken svarar på konjunkturedgångar och större och mer effektiva offentliga investeringar. Som en ny riktlinje föreslår de att finanspolitiken ska fokusera på att stödja den ekonomiska tillväxten och samtidigt förhindra att de reala skuldkostnaderna stiger över 2 procent av BNP under det kommande decenniet.

### **Den överraskande och sannolikt långvariga nedgången i räntorna**

Sedan början på 2000-talet har vi sett en stor och ihållande nedgång i realräntor världen över. I motsats till vad man hade förväntat sig har ökningen har sammanfallit med en konstant, eller något fallande, inflationstakt (realräntor och inflationstakt verkar därför inte hänga ihop på det sättet ortodoxa och neoklassiska skolor menar).

Om man ser till de faktorer som mest tydligt påverkar realräntor – regeringens finanspolitik, höjd socialförsäkring och förändringar i kapitalets lönsamhet efter skatt – har samtliga agerat för att leda till en räntehöjning, men inte lyckats. Detta tyder på att det har skett betydande förändringar inom den privata sektorn.

Furman och Summers menar att de två främsta förklaringarna bakom nedgången i realräntorna är hushållens ökade sparande och minskade privata investeringar. Sparandet drivs av en höjd förväntad livslängd, en ökad ojämlikhet som gjort att toppinkomsterna ökat och en större ekonomisk osäkerhet. De minskade investeringarna har i sin tur en förklaring i en lägre tillväxt av arbetskraften och en effektivisering av hur kapital används, samt hur den tekniska utvecklingen, främst inom informationsteknologin, minskat behovet av stora investeringar. Ytterligare en förklaring kan vara att företagen känt en ökad press från aktieägarna att betala ut stora utdelningar, vilket minskat utrymmet för investeringar.

Nedgången i räntorna har tre viktiga implikationer:

- (i) Eftersom penningpolitiken begränsas i dess förmåga att stabilisera ekonomin och det finansiella systemet, måste finanspolitiken spela en avgörande roll.
- (ii) Finanspolitikens stabilitet kan inte längre bedömas med traditionella mått som offentlig skuldkvot, utan måste ersättas med nya;
- (iii) många offentliga investeringar är nu helt, eller nästintill självfinansierade, och riskerna med att inte genomföra dessa investeringar är större än risken för ökade underskott (de självfinansierade investeringarna är alltså självfinansierande på sikt). Nedan kommer dessa konsekvenser, och vad de innebär för finanspolitiken framöver, diskuteras mer ingående.

### **Implikation 1:**

#### **Aktiv användning av finanspolitiken blir avgörande för att maximera sysselsättningen och upprätthålla finansiell stabilitet**

Enligt de nationalekonomiska idéer som dominerat under de senaste 50 åren bör penningpolitiken ta huvudansvaret för att stabilisera den aggregerade efterfrågan och säkerställa en låg inflation. Dessa teorier ligger också bakom införandet av självständiga centralbanker med styrmål. Samtidigt har finanspolitiken setts som något som verkar genom automatiska stabilisatorer och stimulans- och åtgärds paket framtagna i krissituationer. Finanspolitikens roll anses ofta handla om mikroekonomisk effektivitet, rättvisa och jämlikhet, och att främja investeringar genom att undvika undanträngningseffekter (att skatter och statliga utgifter tränger undan privata investeringar).

Om penningpolitiken inte längre kan användas för att stabilisera ekonomin eller för att säkerställa att inflationsmålet uppnås, behövs en ny syn på finanspolitiken, där den tillåts vara expansiv (med expansiv finanspolitik menas alltså att tillåta underskott).

#### **UTMANINGARNA ASSOCIERADE MED LÅGA RÄNTOR**

Den tydligaste utmaningen i samband med låga räntor är att de begränsar penningpolitiken. Med tanke på dagens låga räntor finns det knappt något utrymme för räntesänkningar under framtida lågkonjunkturer. Även om räntesänkningar kan förstärkas med hjälp av åtgärder som kvantitativa lättnader (kvan-

titativa lättnader innebär att en centralbank köper upp obligationer från stater eller från privata företag för att stabilisera ekonomin. Det tenderar att blåsa upp priser på tillgångar som till exempel fastigheter och gynna de som äger tillgångar) och kommunikation kring den framtida nivån på styrräntan (ibland kallad forward guidance), har dessa åtgärder visat sig ha marginell effekt på penningpolitikens effektivitet. Om detta inte kompenseras med en mer aktiv finanspolitik riskerar vi att se allt längre och djupare lågkonjunkturer framöver.

En annan utmaning handlar om finansiell stabilitet. Låga räntor leder till att investerare söker sig till investeringar med högre risk och större hävstångseffekt i jakt på en högre avkastning, vilket på sikt kan leda till finansiella bubblor.

Slutligen, det är också möjligt att vi just nu befinner oss i en situation med en kroniskt låg efterfrågan, som skulle göra det svårt för ekonomin att växa även i en högkonjunktur. Att räntorna sänkts och varit låga under längre period utan att det haft någon effekt på varken hushållens eller företagens investeringar tyder på att vi befinner oss i en likviditetsfälla (brist på pengar för konsumtion) som blir svår för penningpolitiken att lösa när räntorna redan ligger runt nollgränsen (med högre räntor hade man kunnat sänka räntorna i en lågkonjunktur för att göra det billigare att investera, men nu är det kortet utspelat).

#### LÅGA RÄNTOR INNEBÄR ATT LÄNDER INTE HAR RÅD ATT FORTSÄTTA MED EN STRAM FINANSPOLITIK

Den huvudsakliga oron kring att utöva en expansiv finanspolitik i en lågkonjunktur handlar om risken för att det ska leda till allt

för stora offentliga skulder, särskilt idag då många länder redan har höga skuldnivåer. Furman och Summers menar att denna oro är inte är berättigad. Den viktigaste anledningen är att en expansiv finanspolitik i sig kan förbättra den finansiella hållbarheten genom att öka tillväxten mer än det ökar skuldsättning, vilket i sin tur leder till lägre skuld i relation till BNP. Detta stöds också av forskningen, där flertal studier visat att en finansiell expansion kan minska skuldsättningen i relation till BNP.<sup>1</sup>

#### AGGREGERAD EFTERFRÅGAN KAN ÖKAS YTTERLIGARE PÅ ETT BUDGETNEUTRALT SÄTT

En oro som diskuterades ovan är ett en expansiv finanspolitik kan leda till ohållbart höga skuldsättningsnivåer. Men det finns också sätt för finanspolitiken att öka efterfrågan utan att vare sig höja statsskulden eller underskotten. Man kan till exempel använda sig av skattehöjningar för att öka investeringarna. Forskning har visat att offentliga investeringar som finansierats av skatter ökar efterfrågan mer än investeringar som finansierats med belåning. Detta gäller främst om investeringarna kommer från progressiva skatter, där skatteintäkterna till stor del kommer från pengar som annars skulle sparats.<sup>2</sup>

Finanspolitiken kan också skiftas och få en mer progressiv inriktning. En anledning till de låga räntorna är att vi sett en stor ökning av inkomstskillnader, vilket resulterat i stora inkomstökningar för höginkomsttagare – pengar som till stor del placeras i sparande. Att minska ökningen i inkomstskillnader skulle minska det nationella sparandet, något som i vanliga fall skulle



ses som något negativt, men som under rådande omständigheter är välkommet.

Ytterligare en anledning till att sparandet ökat är den ökade livslängden och en större osäkerhet. Större offentliga investeringar i pensionssystem, utbildning och sjukvård kan därför minska behovet av individuellt sparande och öka hushållens konsumtion.

## **Implikation 2:**

### **Lägre räntor kräver nya mått på länders finansiella ställning**

Den offentliga skuldkvoten, det vill säga statsskulden i relation till BNP, är det vanligaste måttet på ett lands finansiella ställning. Det används av politiker, beslutsfattare och är inbäddat i regelverket som styr finanspolitiken. Under senare år har skuldkvoten i flertal utvecklade länder stigit till vad många tycker är alarmerande nivåer, och är nu på över 100 procent i majoriteten av G7-ekonomierna (i Sverige låg statsskulden på 25,9 procent i slutet av 2020).

Skuldnivån har länge varit det ledande styrmåttet för finanspolitiken, men de låga räntenivåerna har visat hur problematiskt detta mått faktiskt är. I Maastrichtfördraget 1992, ett av grundfördraget för Europeiska unionen, sattes gränsnivån för den offentliga skuldkvoten till 60 procent för eurozonens medlemmar. När fördraget skrevs under låg den nominella räntan på långsiktiga Tyska statsobligationer på 7,8 procent. År 2019 låg

samma ränta på  $-0,2$  procent. Under de ränteförhållanden som gällde 1992 betalade ett land som hade en skuldkvot på 60 procent ungefär 5 procent av BNP i ränta. Idag betalar Japan, som har en offentlig skuldkvot på 177 procent,  $0,2$  procent av BNP i ränta, och USA som har en offentlig skuldkvot på 107 procent förväntas betala 2 procent av BNP i ränta, där realräntan efter inräknad inflation ligger runt noll eller är negativ i båda länderna. Detta visar att om en gräns på 60 procent var rimlig år 1992, skulle vi kunna ha mycket högre nivåer idag, när räntorna är låga. Detta visar också att själva skuldkvotsmättet är bristfälligt och borde ersättas med ett annat mått som tar hänsyn till ränteläget och bättre visar ett lands finansiella ställning. Med andra typer av mått kan vi se att de flesta länders finansiella ställning faktiskt är bättre idag än vad de var för några decennier sedan eftersom de låga räntorna minskat kostnaden för skulden.

**DEN OFFENTLIGA SKULDKVOTEN HAR TRE STORA BRISTER  
VILKA GÖR DET TILL ETT MISSVISANDE MÅTT PÅ ETT LANDS  
FINANSIELLA STÄLLNING:**

- (i) Det bortser från det faktum att skuld kan återbetalas över tid. Skuld är en stock (en nivå som mäts vid en viss tidpunkt), medan BNP är ett flöde (som mäts över en diskret tidsperiod). Om man istället skulle ha ett mått som jämför skuldstocken med BNP-stocken skulle det innebära att man måste mäta nuvärdet av BNP över en obestämmd framtid. Om räntorna är låga så är nuvärdet av BNP högre, medan skulden blir mindre kostsam över tid.

- (ii) Det bortser från räntor. När räntorna är låga är också skulden mindre kostsam. Stockperspektivet berör problematiken kring ett stockperspektiv på skulder. Under perioden som räntorna fallit dramatiskt, har tillväxten minskat i mycket lägre takt. Det innebär att skillnaden mellan tillväxttakt och ränta har ökat i alla G7-länder över de senaste tre decennierna och ligger nu mellan 1,1 i Italien och 3,7 i Tyskland. När tillväxttakten är större än räntan så är nuvärdet av BNP oändligt stort, vilket betyder att över tid så kommer länderna växa ifrån sin skuld och dess räntekostnader, så att skuldnivån kommer att bli obefintlig i relation till ekonomins storlek. På 1990-talet var situation den omvända, med räntor som var betydligt högre än tillväxten. Stockperspektivet på skuld och BNP innebär att man måste använda ett väldigt spekulativt mått på nuvärdet av BNP – ett mått där man måste ta hänsyn till framtida räntor och tillväxttakt. Om man istället skulle använda flödesmått tittar man på hur mycket skulden kostar idag i form av räntekostnader och jämför det med intäkterna, vilket ger en känsla för landets möjligheter att återbetala skulden.
- (iii) Det är ett bakåtblickande koncept. Statsskulden kan ses som summan av ett lands samtliga underskott. Den visar inte på framtida utbetalningar, som pensioner eller framtida oväntade kostnader. Den tar inte heller hänsyn till ett lands framtida möjligheter att öka intäkterna genom skattehöjningar eller utgiftsminskningar för att återbetala skulden.

### **Implikation 3:**

#### **Omfattningen och behovet av offentliga investeringar har ökat kraftigt**

Ett av huvudargumenten för en restriktiv finanspolitik är att man vill undvika att belasta framtida generationer med stora skulder eller göra dem fattigare genom att undantränga privata investeringar. Men med tanke på att framtida generationer troligtvis kommer att vara rikare än vad vi är idag är detta argumentet inte hållbart. Även om man skulle acceptera premissen om intergenerationell jämlikhet så är det inte uppenbart att en minskning av underskotten idag skulle göra framtida generationer rikare – det skulle till och med kunna göra dem fattigare. Ett enkelt exempel är fallet där minskade utgifter innebär att man skjuter upp nödvändigt underhåll. Investeringar i till exempel infrastruktur ökar skulderna, men gör också att statens framtida ekonomiska förpliktelser minskar.

Från ett utbudsperspektiv så kan också offentliga investeringar återbetala sig om avkastningen är tillräckligt hög. Forskning har visat att flertal offentliga investeringar betalar för sig själva genom att öka framtida löner och minska framtida transfereringar (Hendren och Sprung-Keyser, 2020). Det har också visats att ökade offentliga investeringar leder till en högre ekonomisk tillväxt, särskilt om ekonomin befinner sig i en lågkonjunktur.<sup>3</sup> Detta beror dock mycket på vad den ökade skuldsättningen används till. Om den används till att finansiera effektiva program med hög avkastning, som forskning, infrastruktur och

utbildning är det troligt att fördelarna kommer överväga kostnaderna, medan det motsatta gäller om projekten är icke-effektiva och har låg avkastning.

Slutsatsen är att med dagens låga räntor är det mer troligt att det är ett misstag att minska utgifterna för att sänka skuldkvoten – vilket leder till uppskjutna underhållskostnader och förlorade investeringsmöjligheter – snarare än att man skulle göra motsatsen och investera för mycket.

### **Nästa steg: Nya mål, riktmärken och riktlinjer**

För tillfället är det största problemet för många länder att det görs för lite för att höja den offentliga skuldsättningen, inte att det görs för mycket. Låga räntor skapar ett utrymme och ett behov för en expansiv finanspolitik och ett tillfälle att omvärdera synen på vad som är en finansiellt hållbar statsskuld. För att förstå hur vi ska hantera utmaningarna med låga räntor och låg efterfrågan krävs det att vi sätter nya mål för finanspolitiken och hittar nya sätt att utvärdera finansiell stabilitet.

Finanspolitik ska innehålla en kombination av tydlighet, genomförbarhet och optimala tillvägagångssätt. Furman och Summers föreslår en strategi som de anser vara både tydlig och genomförbar samtidigt som den främjar en stark ekonomisk tillväxt och finansiell stabilitet och ger bättre möjligheter att hantera en lågkonjunktur.

## **Finanspolitikens syfte**

Finanspolitikens syfte bör vara att främja tillväxten och den finansiella stabiliteten, vilket inkluderar att man vill undvika lågkonjunkturer. Detta kräver en mer expansiv finanspolitik på kort sikt för att motverka den nuvarande recessionen, men också på lång sikt för att fortsätta hålla efterfrågan på en hög nivå. Detta innebär även att man under perioder behöver öka underskotten och skuldsättningen, men också att man måste genomföra skattehöjningar, motverka ojämlikhet och höja socialförsäkringarna.

## **Ett nytt riktmärke för finanspolitiken: håll de reala räntebetalningarna under 2 procent av BNP.**

Utrymmet för en expansiv finanspolitik är dock inte obegränsat, och beslutsfattare behöver ett riktmärke för att utvärdera den finanspolitiska stabiliteten.

När tillväxttakten är betydligt högre än styrräntan finns det större utrymme att höja underskotten utan att det leder till en exponentiell ökning av skuldsättningen. Med stora underskott kan skulden dock bli stor, och då tillräckligt stor för att det ökade räntetrycket ska leda till minskad tillväxt.

Furman och Summers föreslår därför en begränsning av reala räntebetalningar på under 2 procent av BNP. Ser det ut som att räntebetalningar kommer att öka över denna nivå är det lämpligt att vidta åtgärder för att minska den offentliga skuldkvoten. Författarna menar att det är en fördel att strategin inte ger några

exakta riktlinjer för nivån på skuldkvoten, utan att skuldkvotens stabilitet får avgöras beroende på de aktuella räntorna och tillväxtnivån.

## Sammanfattning

För sex år sedan återintroducerade Lawrence Summers begreppet ”sekulär stagnation” för att beskriva den då aktuella situationen med låga räntor och låg efterfrågan. Han argumenterade för att detta var en konsekvens av ett allt för stort sparande och en minskad efterfrågan på investeringar som pressat ner räntorna, och att detta kanske förvärras av nollräntegränsen som hindrar att marknaderna hamnar i jämvikt.

Vilka konsekvenser de låga räntorna får för vår framtida ekonomi beror på de val vi gör idag. Låga räntor skapar problem för ekonomin och särskilt för penningpolitikens möjligheter att hantera recessioner. Men låga räntor skapar också möjligheter. De ökar möjligheterna för driva en expansiv finanspolitik, de gör statsskulden mer hanterbar och ökar omfattningen för självfinansiering av offentliga investeringar. Huruvida perioden med låga räntor blir en tid med längre och djupare lågkonjunkturer och större finansmarknadsbubblor eller blir en möjlighet för offentliga investeringar och en starkare ekonomisk tillväxt beror på vilka politiska beslut som fattas idag. En korrekt diagnos av vår situation är utgångspunkten för en bättre makroekonomisk politik framöver.

*Sammanfattning och översättning av Paula Roth, parenteserna är redaktörens anmärkningar.*