

måndag 29 mars 2021

Nya utmaningar för finanspolitiken

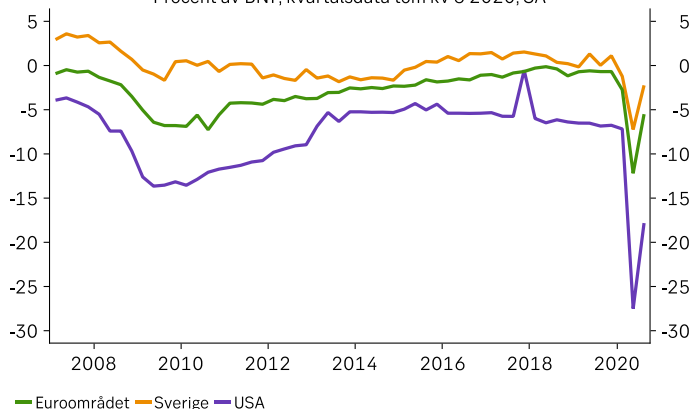
När vaccinet ger hopp om återgång till ett mer normalt läge kommer krispolitiken att avlösas av återhämtningspolitik. Historiskt stora stimulanser har mildrat krisens konsekvenser men också väckt frågor kring hur effektiva de är och hur de ska kunna avvecklas utan att bli ett sänke för tillväxten. Att de offentliga finanserna inte ser ut att försämrats lika mycket som befarat skapar andrum samtidigt som skillnader i finanspolitisk stimulansdos nu bidrar till ökad divergens i BNP-tillväxten. Det senaste USA-paketet bidrar till så stark konjunkturstyrka att vi redan börjar se varningar om överhettningrisker. Detta gör att analysen av verkningssgraden av olika typer av finanspolitiska åtgärder blir allt viktigare. Hittills har centralbankerna kunnat stötta med låga räntor och tillgångsköp. Så länge det finns ledig kapacitet och inflationen är låg väntas inga förändringar på den fronten, men hur länge till kan det fortgå?

Håkan Frisé
Prognoschef
070-763 80 67
hakan.frisen@seb.se

Daniel Bergvall
Ekonom
073-523 52 87
daniel.bergvall@seb.se

Storleken av de finanspolitiska stimulanser som lanserats sedan pandemins utbrott saknar motsvarighet i fredstid. Att finanspolitiken fått ta ett så stort ansvar beror delvis på att centralbankernas ammunition i stor utsträckning redan använts. Därtill kommer att finanspolitiken har större möjligheter att skräddarsy åtgärder för att möta de unika utmaningar som krisen skapat. Det gäller t ex att kompensera hushållen för stora inkomstbortfall eller att konstruera speciallösningar för olika sektorer; något som centralbankernas mer trubbiga verktyg har svårt att hantera. Det är också tydligt att det nu finns en större tolerans för stora budgetunderskott och stigande offentliga skuldsättning vilket minskar riskerna för tidiga åtstramningar av den typ som genomfördes under eurokrisen. Till detta kommer det ökande "samarbetet" mellan finans- och penningpolitik. Att centralbankerna står redo att köpa en stor del av den ökande stocken av statsobligationerna är en viktig förutsättning för att politiken i praktiken ska fungera.

Stora skillnader i offentlig underskott
Procent av BNP, kvartalsdata tom kv 3 2020, SA



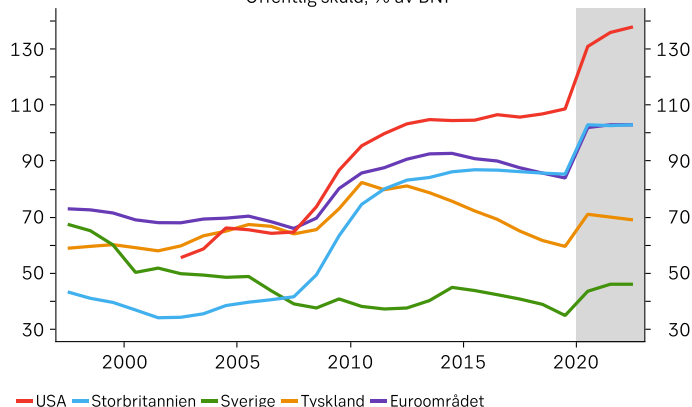
Källa: International Monetary Fund (IMF), Macrobond, SEB

Inte lika allvarlig budgetförsvagning som befarat

Stora BNP-fall i kombination med omfattande krisåtgärder har satt hård press på de offentliga finanserna. Men budgetförsvagningen har i många länder blivit betydligt mildare än vad en uppsummering av de annonserade krisprogrammen först indikerade. Det verkar sanno-

likt att regeringar ibland överdrev paketens omfattning för att visa handlingskraft. Att den ekonomiska nedgången inte blev så djup som man först befarade har också mildrat de cykliska påfrestningarna på de offentliga finanserna. Det är också troligt att byråkratiska trögheter och oaptitliga villkor hämmat företagets vilja att utnyttja stödprogrammen. Detta har inte minst varit tydligt i Sverige där budgetunderskottet 2020 stannar vid 3 procent av BNP och där näringslivsorganisationer i vissa avseenden riktat kritik mot "snålhet" i stödprogrammen. När man kan se faktiska budgetsiffror är det också tydligt att stimulanserna varit större i USA än i Västeuropa. Att stora delar av de amerikanska stöden varit direkta utbetalningar till hushållen har naturligt nog bidragit till en hög utnyttjandegrad.

Skulduppgången planar ut när tillväxten tar fart
Offentlig skuld, % av BNP



Källa: IMF, SEB

Vidgade skillnader i offentlig skuldsättning

Inte heller uppgången i offentlig skuldsättning ser ut att bli så dramatisk som man kunde befara men även här har bilden blivit mer spretig. För svensk del ser inte den offentliga skulden ut att nå över 40 procent av BNP. Men man bör då beakta effekterna av hanteringen av valutareserven där Riksbanken nu ersätter upplåning via Riksgälden med att köpa utländsk valuta för nytryckta kronor, vilket minskar den offentliga skuldkvoten med ca 5 procentenheter åren 2020–22. Trots ovanligt offensiva satsningar i Tyskland är man en

bit ifrån de skuldkvotnivåer som uppnåddes under finans- och eurokriserna. I Storbritannien och i euroområdet som helhet ser dock den offentliga skulden ut att passera 100 procent av BNP och i USA drar den iväg upp mot 140 procent. Att skulduppgången planar ut framöver beror delvis på att krispolitiken fasas ut i takt att konjunkturen förbättras. Därtill kommer att nominella BNP (nämnaren i skuldkvoten) vänder upp kraftigt 2021, efter fallen 2020. Tittar man på storleken på de offentliga räntebetalningarna blir bilden än mer lugnande. Trots att skuldkvoten är historiskt hög i de flesta länder är räntekostnaderna som andel av BNP ofta rekordlåga. De svenska siffrorna sticker i detta avseende ut extra mycket. Som en följd av såväl historiskt låg skuld som det exceptionella ränteläget motsvarar de offentliga räntekostnaderna endast 0,3 procent av BNP. I efterdyningarna av 1990-talskrisen låg de en bit över 5 procent av BNP

Offentliga sektorns skuld och räntebörda, brutto

Procent av BNP

	USA	JAP	ITA	TYS	SVE
Skuld 1995	69	96	119	55	69
Räntekostnad 1995	6,2	3,2	11,1	3,5	5,1
Skuld 2020	128	265	160	71	40
Räntekostnad 2020	4,0	1,4	3,5	0,7	0,3

Källa: Macrobond, SEB

Krispolitiken på väg in i en ny fas

Att dimman nu börjar skingras ökar också möjligheterna att bedöma andra konsekvenser av den förda politiken. Hur ekonomin verkligen svarar på stimulanserna beror i hög grad på pandemins förlopp och i vilken fas vi befinner oss. Lite förenklat kan man dela in finanspolitiken i tre olika faser; *krispolitik*, *återstartspolitik* och *exitpolitik*. Krispolitiken uppgift är att mildra de direkta konsekvenserna för hushåll och företag på ett sätt som bidrar till social stabilitet och minimerar de långsiktiga skadeverkningarna på ekonomin. I en situation där nedstängningar och restriktioner blockerar såväl konsumtions- som produktionsmöjligheter är det ofrånkomligt att politikens verkningsgrad försvagas. Det utdragna pandemiförloppet gör att vi delvis är kvar i denna fas även om vaccinationsprocessen och en allt större förmåga att hålla igång ekonomin även med restriktioner gör att återstartspolitiken snart kommer i fokus.

Återstartspolitik med extra kraft

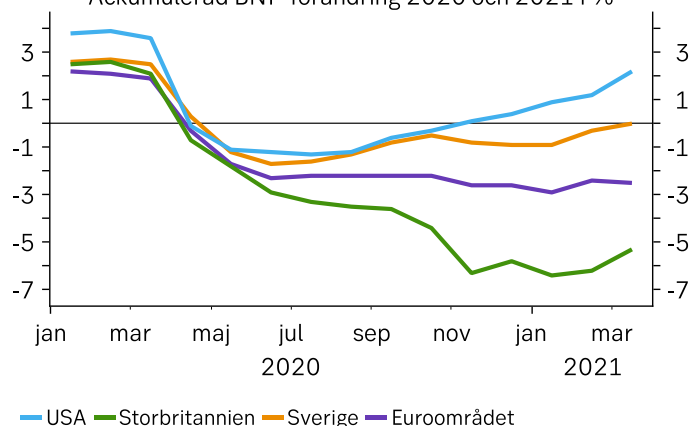
Mycket talar för att finanspolitikens verkningsgrad blir hög i nästa fas. Några faktorer som hämmar effektiviteten brukar ofta lyftas fram t ex att hushåll fruktar att offentliga underskott i slutändan kommer att leda till åtstramningar i form av sänkta bidrag eller höjda skatter. Resultatet blir då ökat sparande för att förbereda sig för bistrare tider (teorin om Richardiansk ekvivalens). En annan mekanism är att finanspolitiska stimulanser driver upp ränteläget på ett sätt som tränger ut ("crowding out") privata investeringar och i viss mån konsumtion. När vi nu ser att uppgången i statsskuld inte blir så dramatisk som befarat minskar riskerna för att ökat försiktighets-sparande ska hämma konsumtionen framöver. Därtill signalerar såväl regeringar som internationella organisationer att misstag från t ex eurokrisen, med tidiga budgetkonsoliderande åtgärder, ska undvikas. I praktiken är det därför troligt att man tillåter avvikelser från finanspolitiska regelverk en tid framöver vilket vi i praktiken ser genom att Bryssel satt stabilitetspaktens krav ur spel under pandemin och att en diskussion pågår om framtida revideringar. Centralbankerna å sin sida visar fortsatt beredskap att bibehålla exceptionellt låga styrräntor och därtill hjälpa till att hålla nere ränteläget generellt med tillgångsköp.

Gröna inslag motiverar offensiva satsningar

Fortsatt offensiv finanspolitik och avvikelser från gällande ramverk ges nu också legitimitet på andra sätt. Man betonar att de är strukturellt viktiga och förbättrar ekonomins utbudssida och därtill har gröna inslag som bidrar till ökad hållbarhet. I USA kommer Biden-administrationens nästa paket att ha fokus på investeringar i infrastruktur, miljö och digitalisering men även på åtgärder som administrationen hoppas kunna förbättra utnyttjandet av humankapitalet så som satsningar på utbildning och utbyggnad av barnomsorg. Det paket som EU klubbade igenom förra året, Next Generation EU (NGEU), har ett liknande fokus. NGEU ska inte främst täcka Covid-relaterade kostnader utan gå till investeringar för framtiden inom strukturellt viktiga områden som miljö, digitalisering, jobbskapande och tillväxt; områden som lätt kan komma i kläm i nationella krisfokuserade budgetar. Paketet omfattar 750 miljarder euro (drygt 6 procent av euroområdets BNP) varav 360 miljarder är lån och 390 är bidrag. Det innehåller också omfördelade mekanismer som ger en viss tonvikt mot länder som drabbats värst av pandemikrisen. Italien t ex får över 10 procent av BNP i tilldelning om låneramarna utnyttjas fullt ut.

Konsensusprognos vid olika tidpunkter

Akkumulerad BNP-förändring 2020 och 2021 i %



Källa: Macrobond, SEB

Snabb återhämtning i USA förändrar spelplanen

Under krisens mest akuta faser har de flesta länder vidtagit åtgärder som ansetts nödvändiga oavsett offentlig-finansiell ställning. När det gäller återstartspolitiken framöver lär vi få se större skillnader. Tyskland och de nordiska länderna med starkare balansräkningar har t ex betydande utrymme att stötta mer och längre. Trots att USA nu är på väg upp mot offentliga skuldnivåer som är höga både i ett historiskt och internationellt perspektiv innebär dollarns särställning fortsatt stora frihetsgrader. Men även om USA inte har några direkta statsfinansiella begränsningar börjar nu de cykliska frågorna bli relevanta för vad som är en lämplig utformning av finanspolitiken. USA-ekonomin har den senaste tiden utvecklats oväntat starkt, inte minst mot bakgrund av den fortsatt omfattande smittspridningen. Därtill har president Bidens nya paket, som totalt motsvarar drygt 8 procent av BNP för 2021, nu gått igenom kongressen. Sannantaget har detta bidragit till att prognoserna för amerikansk BNP justerats upp betydligt den senaste tiden. SEB:s prognos är nu att BNP växer med 6,5 procent i år och 4,0 procent 2022. I senaste Nordic Outlook var motsvarande bedömning 4,5 resp. 3,5 procent. Den nya prognosen innebär att BNP-nivån för helåret 2022 väntas ligga 7 procent över förkrisnivån 2019, vilket till och med är något högre än den tidigare trenden. Även om vår grundsyn är att detta inte behöver leda till något allvarigare inflationstryck är det tydligt att exitpolitiken nu börjar se tydligt annorlunda ut och att skillnaderna mellan USA och Västeuropa blir allt större.

Stora men hanterbara stimulanser

I senaste Nordic Outlook diskuterade vi olika sätt att mäta finanspolitiska stimulanser. I början på pandemin gällde det att snabbt försöka summera alla de åtgärder som regeringar och centralbanker annonserade. När vi börjar se vilka budgeteffekter åtgärderna verkligen får riktas fokus i högre grad mot etablerade mått på finanspolitikens inriktning. Förändringen av det konjunkturjusterade finansiella sparandet är den vanligaste "top-down-ansatsen". Tanken med den ansatsen är att den budgetförändring som inte beror på förändringar i ekonomisk aktivitet ska definieras som politikbestämd. På så sätt blir man inte beroende av att tolka svårgenomträngliga åtgärdslistor från olika länder. Å andra sidan bygger metoden på osäkra skattningar av BNP-gap och offentliga finansers konjunkturkänslighet. Mått på detta sätt uppgick stimulanserna för 2020 till 5 procent av BNP i OECD-området som helhet. Eftersom man mäter en förändring mellan åren är det naturligt att länder med allra störst stimulanser 2020 får svårt att undvika åtstramningar framöver. För USA:s del blir politiken svagt expansiv i år eftersom det stora paketet för 2021 var i paritet med de omfattande krisåtgärder som genomfördes under 2020. Den förhållandevis försiktiga krispolitiken i Sverige 2020 bidrar å andra sidan till att en stimulans effekt ser ut att registreras också 2021. Totalt sett ser finanspolitiken i OECD-området ut att bli tämligen neutral under 2021 medan en åtstramning verkar ofrånkomlig år 2022

Finanspolitisk impuls

Förändring av strukturellt budgetunderskott, % av BNP.
Positivt tal innebär stimulans effekt och tvärtom

	2020	2021	2022	2020-22
OECD	5,0	-0,5	-2,0	2,5
USA	6,0	0,5	-3,0	3,5
Japan	5,5	-3,0	-1,5	1,0
Euroområdet	3,0	0,5	-1,5	2,0
Tyskland	4,5	-1,0	-1,0	2,5
Storbritannien	7,0	-3,0	-2,0	2,0
Sverige	2,0	0,5	-0,5	2,0

Källa: OECD, SEB

Policymixen viktig för verkningsgraden

Det kan också vara viktigt att specificera hur olika åtgärder påverkar den ekonomiska aktiviteten. Ett sätt är att estimera sk implicita multiplikatorer för olika typer av åtgärder. En multiplikator som är större än 1 innebär att den faktiska påverkan på ekonomin är större än den initiala budgetbelastningen, vilket oftast beror på att åtgärden drar igång en kedja av ekonomiska aktiviteter. En låg multiplikator kan t ex bero på att effekten försvagas av ökat sparande eller stigande import. För små ekonomier med stor utrikeshandel som t ex Sverige är frågan om importläckage särskilt viktig medan sparläckagets storlek är mer central för t ex amerikanska förhållanden. Skattesänkningar till höginkomsttagare är ett typiskt exempel där multiplikatorn försvagas av ökat sparande. Däremot har åtgärder som leder till ökad köpkraft för låginkomsttagare eller satsningar på offentliga investeringar och kärnverksamhet en hög multiplikator. Om man vill uppnå en hög kortsiktig tillväxteffekten är således denna analys ett viktigt redskap när man utformar policymixen. Multiplikatorerna är dock också beroende av makroförhållanden som konjunkturläge och allmän framtidstro. Därtill påverkas den av hållbarheten i de offentliga finanserna samt samspelet med penningpolitiken (i linje med diskussionen tidigare), vilket gör att estimaten blir osäkra.

USA-stimulanser gynnar också omvärlden

Med tanke på de stora stimulanserna och snabbt krympande BNP-gap är multiplikatoranalysen mest intressant för USA. IMF:s förre chefsekonom Olivier Blanchard lyfte nyligen fram riskerna för en överhettning med utgångspunkt från multiplikatorernas storlek. Blanchard utgår från tidigare studier som visar på mycket stora osäkerhetsintervall. Men eftersom förutsättningarna nu är gynn-samma drar han slutsats att det är mer sannolikt att vi hamnar i den högre delen av skattningsintervallen vilket ökar riskerna för överhettning. Det är i detta sammanhang intressant att beakta spridningseffekter mellan olika ekonomier. En OECD-beräkning indikerar att det amerikanska stimulanspaketet på drygt 8 procent av BNP lyfter USA-tillväxten med 3 till 4 procent det närmaste året. Förutom att ett ökat sparande dämpar effekten sker också ett importläckage som gynnar tillväxten i andra länder, t ex får Kanada en tillväxtskjuts på ca 1 procent och euroområdet på ca 0,5 procent. Diskussionen om importläckage accentuerar således också poängen med samordnade insatser som kan minska risken för att någon åker snålskjuts.

Exitpolitikens risker och möjligheter

För att undvika att oroa ekonomins aktörer har regeringar och centralbanker avvaktat med att diskutera utformningen av den normalisering av politiken som förr eller senare måste komma. Men det är snart dags att ta budgetpolitiska beslut för 2022 som blir ett avgörande år för exitstrategierna. Det är svårt att komma ifrån att finanspolitiken då generellt kommer att få en åtstramande inriktning. Exempelvis har Storbritannien redan annonserat skattechöjningar för att återupprätta de offentliga finanserna. Dock startar de aktiva åtstramningsåtgärderna först från 2023. Vår bedömning är dock att åtstramningsdosen stannar vid 2 procent av BNP i OECD-området som helhet, vilket alltså följer på en 5-procentig stimulans 2020 och en neutral inriktning 2021. Det är naturligt att stimulanserna inte upprätthålls på samma nivå 2022 när den privata inkomstbildningen börjar ta fart. I vissa länder, t ex inom euroområdet, tvingar bristande finanspolitiskt manöverutrymme också fram en stramare politik. I USA finns istället tydliga cykliska motiv att gå i denna riktning med tanke på att ekonomin då kommer att ha ett högt resursutnyttjande.

Dramatisk uppgång i amerikanskt hushållssparande

Hur ekonomin verkligen påverkas beror också på tidigare stimulanser. I många länder är hushållens sparandet nu högt uppdrivet när man fått inkomstförstärkningar via finanspolitiken samtidigt som konsumtionsmöjligheterna varit kringskurna på vissa områden. USA sticker ut i detta avseende. År 2020 ser hushållens reala köpkraft ut att ha ökat med 6 procent samtidigt som konsumtionen minskade med 4 procent. Sammantaget gjorde det att sparandet rusade från 7,5 till drygt 16 procent av inkomsterna. I år fortsätter inkomsterna att öka i nästan samma takt när nya stimulanser av samma storleksordning som 2020 kombineras med en stark underliggande tillväxt av löner och sysselsättning. Vår bedömning är att konsumtionen 2021 ökar något snabbare än inkomsterna, vilket gör att sparandet ligger kvar på en uppdriven nivå. Det i sin tur ger motståndskraft inför 2022. Även om det lär komma ytterligare USA-stimulanser för 2022 är det inte sannolikt att man kan undvika en viss nedgång i hushållens köpkraft efter den exceptionella uppgången 2020 och 2021. Detta beror dock delvis på att skattechöjningar för både företag och höginkomsttagare ska finansiera offensiva investeringssatsningar. Att dessa vad gäller hushållen har en låg multiplikator enligt tidigare resonemang mildrar den dämpande effekten på konsumtionen som vi tror kommer att stiga på ett robust sätt också 2022.

Stort finanspolitiskt utrymme i Sverige

Situationen i Sverige kontrasterar delvis mot den amerikanska. Det direkta stödet till hushållen har varit begränsat under krisen, bl a beroende på att välfärdssystemet ger en större grundtrygghet även utan aktiva åtgärder. Sammantaget föll dock köpkraften något år

2020. Att konsumtionsnedgången ändå var i samma storleksordning som den amerikanska ledde till en långsammare uppgång i sparandet. År 2021 tror vi att sparandet fortsätter upp när en kraftig inkomstökning kombineras med en ganska modest konsumtionsuppgång eftersom restriktioner fortsätter att blockera många aktiviteter under en relativt stor del av året. Mätt som helårsnitt är det därför sannolikt att den stora konsumtionsuppgången kommer att registreras först 2022 och det är också då BNP-tillväxten väntas kulminera nära 5 procent. Relativt modesta stimulanserna 2020 i kombination med låg offentlig skuld gör att Sverige har ovanligt stora frihetsgrader att utforma sin exitpolitik. Den förhållandevis höga arbetslösheten och långa löneavtal på ganska låga nivåer innebär att det också finns cykliskt utrymme. Man kan också notera en växande kritik mot att regeringen gör för lite på klimatområdet. Även om gällande ramverk formellt inte innebär några begränsningar under själva krisen har det nog ändå bidragit till en försiktigare finanspolitik än i omvärlden. Krisen har dock uppenbarligen brister runt om i samhället och det skulle nog inte vara svårt att skapa politisk majoritet för stora satsningar på t ex hälso- och sjukvård, krisberedskap, digitalisering och gröna investeringar även om det skulle innebära att budgetmålet inte uppfyllts. Några formella ändringar i det finanspolitiska ramverket lär dock inte bli aktuella förrän 2026 när nästa avstämning ska göras enligt överenskommelsen. Då finns möjligheten att skapa extra finanspolitiskt manöverutrymme genom att lägga mer fokus på det skuldankaret istället för budgetmålet.

Centralbankerna fortsätter att bistå...

Det konstruktiva samspelet mellan finans- och penningpolitik har bidragit till krispolitikens framgångar. Att stora offentliga underskott och ökade skulder inte skapat större oro beror på centralbankernas tydliga signaler om att man är beredda att stötta med låga räntor och tillgångsköp (QE) under överskådlig tid. Det gynnsamma läget beror på att centralbankerna inser att finanspolitiken har bättre verktyg att hantera krisen men kanske framför allt på centralbankerna verkligen har ett stort utrymme att hjälpa till. Den långa perioden med svårigheter att nå upp till inflationsmålen har skapat ett trovärdighetsproblem som man måste anstränga sig för att eliminera. Detta är en viktig förklaring till att Fed nu är beredda att tillåta en inflation en bit över målet en tid och därmed verkligen testa hur långt ned arbetslösheten kan pressas. De inflationsimpulser som nu är på väg från stigande råvarupriser och problem på ekonomins utbudssida t ex när det gäller transporter är knappast tillräckligt för att ändra förväntningsbilden eller för att få centralbankerna på andra tankar. Vi tror inte heller att avigsidor från den lätta penningpolitiken i form av ökande klyftor kommer att göra centralbankerna mer försiktiga i närtid.

...men stödet har trots allt begränsningar

I grunden har centralbankerna definitivt inte släppt sitt uppdrag att garantera ett stabilt penningvärde. Ibland kan man få intrycket av att tendenser till "sedelpressfinansiering av offentliga underskott" skulle tyda på ett underliggande minskat oberoende för centralbankerna och att de skulle gå i regeringarnas ledband. Om inflationsförväntningarna verkligen skulle dra iväg på ett sätt som gör att de inte längre är väl förankrade ("deanchored") i inflationsmålet skulle vi hamna i allvarliga problem hur än centralbankerna hanterar en sådan situation. Även om vår huvudvy är att det finns starka disinflationistiska krafter också i ett medelfristigt perspektiv och att sannolikheten för urspårade inflationsförväntningar därmed är ganska liten kan man inte bortse från riskerna med centralbankernas "lek med inflationselden". Det är svårt att säga när detta kommer att påverka penningpolitiken, men i takt med att återhämtningen kommer upp på fastare mark och resursutnyttjandet normaliseras förändras balansen mellan fördelar och nackdelar av att stå fast vid en ultralätt signalering. Tendenser till en uppväxling av pris- och löneökningar måste då tas på betydligt större allvar än de prematura inflationsimpulser vi ser i närtid. Det blir då allt viktigare för central-

bankerna att markera oberoende och det grundläggande uppdraget att bevara prisstabilitet. Skillnaderna i konjunkturläge mellan USA och Västeuropa är naturligtvis stor betydelse. I USA kan vi se att Fed nu tolererar en viss åtstramning från obligationsräntorna samtidigt som tongivande ekonomer börjar varna för att den sammanlagda policystimulansen håller på att bli för stark. I euroområdet måste ECB sannolikt under ganska lång tid finnas till hands för att stötta en trevande återhämtning. Det gäller också att hantera skilda förutsättningar och hittills har man lyckats undvika att ränteskillnaderna mellan länderna i euroområdet stuckit iväg, vilket tidigare varit ett tydligt tecken på systemstress. Den finns skäl att hoppas att den flexibla inställningen till euroländernas regelverk som präglade krisen kommer att sätta bestående avtryck. Men samtidigt vore det naivt att tro att underliggande spänningar försvunnit. Bundesbankschefen Jens Weidmanns utspel nyligen om att de extraordinära åtgärder och tillämpningar som krisen tvingat fram måste avvecklas när vi går mot normalare tider är ett tydligt exempel på detta. ECB lär även framöver tvingas kämpa med interna konflikter när det gäller att hitta rätt balans mellan att mildra stresssymptom men samtidigt behålla restriktioner och drivkrafter som uppmuntrar finanspolitiskt ansvar på nationell nivå.