

No:77

Myten om det farliga budget- underskottet

**ORTODOXA BUDGETREGLER
KONTRA KLIMATPOLITIK**

Peter Bofinger



KATALYS.

**FRIEDRICH
EBERT
STIFTUNG**

Om författaren

Peter Bofinger är professor i monetär och internationell ekonomi vid universitetet i Würzburg och var fram till och med 2019 en av fem medlemmar i det tyska ekonomiska expertrådet för den tyska federala regeringen (German Council of Economic Experts).

Katalys – Institut för facklig idéutveckling

Katalys är ett oberoende fackligt idéinstitut som bedriver utredningsverksamhet och opinionsbildning. Våra verksamhetsområden är välfärd, samhällsekonomi, arbetsmarknad och fördelningsfrågor. Vår uppgift är att generera kunskap och perspektiv som kommer såväl den politiska debatten som fackföreningsrörelsen och dess företrädare på lokal, regional och central nivå till gagn. Men vår uppgift är även att driva den politiska debatten framåt i dessa frågor, med egna analyser och förslag grundade i fackliga perspektiv. Vi står på två ben – idéutveckling och politisk påverkan. Värderingsmässigt står vi på LO-medlemmarnas sida.

Katalys tror inte att ökade samhällsklyftor är en naturlig eller opåverkbar följd av en globaliserad värld. Vi ställer inte upp på resonemang om att bara för att det går att skapa en marknad av något som vi äger gemensamt, så ska den marknaden skapas. Vi ser att det finns konstruktiva vägar framåt för den svenska arbetsmarknaden och att de principer som en gång formade arbetsmarknaden är relevanta även i framtiden. Vi vill bidra till att den generella välfärden och trygghetssystem säkras och utvecklas. Katalys – Institut för facklig idéutveckling startades på initiativ av 6F – fackförbund i samverkan. 6F utgörs av LO-förbunden Byggnads, Elektrikerna, Fastighets, Målarna och Seko.

Besök vår hemsida: www.katalys.org

Friedrich-Ebert-Stiftung (FES)

Friedrich-Ebert-Stiftung (FES) är en tysk stiftelse som står nära socialdemokratin och fackföreningsrörelsen. FES Nordic Countries är det regionala kontoret som har sin bas i Stockholm och grundades 2006 med målet att främja tysk-nordiskt samarbete. Kontoret bevakar och arbetar med projekt i Sverige, Danmark, Finland, Island och Norge.

Med sin kombination av social trygghet och ekonomiska framgång inspirerar den nordiska modellen fortfarande i stora delar av Europa. Jämställdhet, social trygghet, ekonomisk tillväxt och social integration verkar fungera bättre i Norden än i andra delar av världen.

Vilka är den nordiska välfärdsmodellens styrkor och vilka utmaningar står den inför idag? Vad kan de nordiska länderna och Tyskland lära sig av varandra för att stärka ta sig an gemensamma utmaningar? Dessa frågor formar FES-arbetet i de nordiska länderna.

www.fes.de www.fesnord.se

Grafisk formgivning: Jesper Weithz.

Omslagsbild: Aliaksandr/Adobe Stock.

Tryck: Universitetsservice US-AB, 2020.

Förord

Finanspolitiskt finns det många likheter mellan Sverige och Tyskland. Framförallt har det i båda länderna under flera decennier nu förts en mycket stram finanspolitik. I bägge länderna har denna finanspolitik sedan 1990-talet byggts kring en politisk konsensus från höger till vänster om sparsamhetens dygder. I Tyskland mellan de två statsbärande partierna SPD och CDU, i Sverige mellan Socialdemokraterna och Moderaterna.

Sedan slutet av 1990-talet finns också en rad regelverk i Sverige som inte sällan har inspirerats av tyska ramverk för budgetbalans, utgiftstak och överskottsmål. Tyskland har ofta fungerat som en förebild för den svenska finanspolitiken. I båda länder har man närmast tävlat om att vara bäst i klassen på att betala av statsskulden och föra en stram finanspolitik.

Den senaste tiden har dock den strama finanspolitikens negativa konsekvenser allt oftare lyfts fram i den ekonomiska och politiska debatten. Kritik har framförts från både vänster och höger mot dessa rigida regler som gör att två rika och exportberoende länder hållit arbetslösheten på onödigt höga nivåer och framförallt byggt upp stora investeringsunderskott.

Det är tydligt att det hänt något i debatten de senaste åren. Den finanspolitiska konsensus som rätt har börjat luckras upp. Omprövningens tid verkar kommen.

I Tyskland har denna rapport författare Peter Bofinger varit en av få inflytelserika och respekterade ekonomer som under en längre tid envist motsatt sig de ortodoxa budgetregler som väglett tysk finanspolitik. På senare tid har Bofinger fått allt mer sällskap i sin kritik av den orimligt strama tyska finanspolitiken där framförallt de negativa politiska och ekonomiska konsekvenserna av ”den svarta nollan” hamnat i fokus.

I Sverige har framförallt fackförenings-ekonomer sedan 1990-talet varit kritiska till den strama svenska finanspolitiken som både

socialdemokratiska regeringar och högerregeringar har fört.

Idag hörs kritiken allt högre både från vänsterekonomer och från den finansiella sektorns ekonomer. I slutet av 2019 gick den socialdemokratiska finansminister Magdalena Andersson ut tydligt och markerade att överskottsmålet helt borde överges.

Med en kommande lågkonjunktur runt hörnet och stora utmaningar som klimatkrisen framför oss har det blivit viktigare än någonsin att ställa om den ekonomiska politiken.

I denna rapport slår den tyske ekonomen Peter Bofinger hål på en rad myter kring statlig skuldsättning. Han visar att statlig skuldsättning inte tränger ut privat skuldsättning. Han förklarar varför stater inte behöver betala tillbaka sina skulder på samma sätt som ett privat hushåll. Han synar det godtycke som ligger bakom EU:s 60-procentiga skuldtak. Enligt Bofinger kan medlemsstaterna i EU sikta på att hålla de nuvarande skuldkvoterna på en konstant nivå vilket med dagens ränteläge skulle möjliggöra ytterligare skuldfinansierade framtidsinvesteringar på cirka 1 procent av BNP. Detta skulle de kommande 10 åren generera hisnande 12 000 miljarder euro som kan användas till investeringar inom ramen för en *Green New Deal* på europeisk nivå.

Frågan är om vi som samhällen ska klamra oss fast vid dagens ortodoxa budgetregler eller om vi gemensamt ska försöka lösa vår tids största utmaningar.

Philipp Fink, Friedrich-Ebert-Stiftung

Daniel Suhonen, Katalys

Ortodoxa budgetregler kontra klimatpolitik

Den så kallade Modern Monetary Theory (MMT) har utlöst en livlig diskussion under 2019. Förvånande nog har den väckt särskilt stark kritik bland framför allt keynesianskt inriktade ekonomer. Kenneth Rogoff (2019) talade till exempel om *Modern Monetary Nonsense*, Thomas Palley (2019) om *Poor Economics* och Larry Summers (2019) om ett *Recipe for Disaster*.¹ Grundproblemet med merparten av den kritik som har framförts mot MMT är att detta koncept från första början har likställts med en rejält utökad statlig skuldsättning.

Eftersom det är nödvändigt med en ambitiös klimatpolitik är det analytiskt sett intressant att undersöka vilket utrymme som skulle finnas för en ökad statlig skuldsättning i Europa utan att detta får negativa bieffekter på prisutvecklingen och det finansiella systemet.

Just detta var målet för Abba Lerner, mannen bakom *Functional Finance*, som förespråkarna för MMT hänvisar till:

The central idea is that government fiscal policy, its spending and taxing, its borrowing and repayment of loans, its issue of new money and its withdrawal of money, shall be undertaken with an eye only to the results of these actions on the economy and not to any established doctrine of what is sound and unsound. The principle of judging only by the effects has been applied in many other fields of human activity, where it is known as the method of science as opposed to scholasticism.

Ur den synvinkeln motsvarar grundtanken med *Functional Finance* krav på en evidensbaserad ekonomisk politik som har framförts allt oftare under de senaste åren. Christoph Schmidt (2014) har formulerat detta krav på följande sätt:

... man bör alltid reagera med sund skepsis när råden presenteras odifferentierat och med överdriven säkerhet. Frågan som ständigt bör ställas är: "Vad

finns det för empiriska belegg för det presenterade budskapet och på vilka grunder har de tagits fram?"

Ur denna synvinkel följer här en kritisk diskussion om fyra centrala teser om statlig skuldsättning:

- Tesen om att statlig skuldsättning tränger ut den privata skuldsättningen (*crowding out*).
- Tesen om att staten ska betala tillbaka sina skulder på samma sätt som ett privat hushåll ("ricardianisk ekvivalens", "statens intertemporal budgetrestriktion").
- Tesen om att euroländerna ska eftersträva en skuldkvot på 60 procent av det ekonomiska utfallet.
- Tesen om att en stat generellt sett inte ska generera några skulder ("svart nolla" och skuldbroms).

Tes 1: Statlig skuldsättning leder till utträngning av privata investerare (*crowding out*)

Redan i grundkurslitteraturen får blivande nationalekonomer lära sig att statlig skuldsättning principiellt sett åtföljs av en utträngning av privata investeringar. I läroboken av Mankiw och Taylor (2017) anges till exempel att ett statligt budgetunderskott minskar det nationella sparandet. Detta leder till ett minskat utbud av lånbara medel (*loanable funds*) på kapitalmarknaden. Vid ett visst utbud av finansieringsmedel stiger räntesatsen. Ett statsunderskott skulle därför leda till en utträngning av hushåll och företag som annars skulle ha lånat medel för att göra investeringar. Mankiw framför alltså följande "grundläggande insikt om budgetunderskott":

”Om staten minskar sitt sparande till följd av ett budgetunderskott stiger räntan och investeringarna sjunker.” (s. 757)

Föreställningen om att den statliga skuldsättningen principiellt sett har en negativ inverkan på kapitalstocken i en ekonomi genomsyrar även Olivier Blanchards (2019) mycket uppmärksammade paper om statlig skuldsättning.

Vad Mankiw inte nämner i sammanhanget är att han presenterar den statliga skuldsättningens effekter utifrån en varuekonomisk modell av det finansiella systemet som inte har något som helst gemensamt med verkligheten i en penningekonomi. Den (neo-)klassiska modell som han använder sig av utgår från en världsbild med endast en universalvara som i lika hög utsträckning kan användas som konsumtionsvara, investeringsvara och ekonomisk vara (*funds*). Den kan endast erbjudas på kapitalmarknaden om de privata hushållen bestämmer sig för att den inte ska användas som konsumtionsvara. När investerare på finansmarknaden köper den som en ekonomisk vara på finansmarknaden kan den användas som investeringsvara i oförändrad form. Den är då samtidigt output från investeringsprocessen. Denna logik resulterar i ett budgetunderskott där staten gör anspråk på universalvaran för egen räkning så att den inte längre är tillgänglig för kapitalmarknaden och därmed inte heller för privata investerare.

Men inte ens i denna helt verklighetsfrämmande modell stämmer Mankiws påstående om att ett statsunderskott generellt sett leder till ett minskat nationellt sparande (det vill säga förändring i nettoförmögenhet). Detta skulle enbart bli aktuellt om staten använde universalvaran för konsumtionsändamål. Men när staten i stället använder varan i investeringssyfte påverkar det inte ekonomins nettoförmögenhet negativt, inte ens vid en fullständig utträngning av privata investeringar. En korrekt beskrivning av statlig skuldsättning för investeringsändamål skulle alltså inte vara att den minskar utbudet av finansiella medel, utan i stället att den höjer efterfrågan på dessa medel.

Hur ska man bedöma statsunderskottens utträngningseffekter i en penningekonomi, det vill säga i en modellvärld där staten inte lånar en universalvara, utan pengar i form av avistainlåning

hos bankerna? Det beror på hur staten finansierar sitt budgetunderskott. I den varuekonomiska modellen är detta inte relevant eftersom man här inte gör någon grundläggande åtskillnad mellan bankernas respektive kapitalmarknadens förmedling av universalvaror. I en penningekonomi är läget ett annat. Här beror det på om staten får pengar direkt från centralbanken, lånar pengar från affärsbankerna eller ger ut en obligation på kapitalmarknaden.

När centralbanken ger staten ett lån får staten till att börja med en inlåning hos centralbanken. Eftersom staten använder inlåningen för betalningar till icke-banker uppstår tillgodohavanden hos affärsbankerna som räknas till penningmängden M1. I gengäld ökar affärsbankernas reserver hos centralbanken. Därmed ökar alltså även penningbasen. Det är uppenbart att det här inte förekommer någon som helst ekonomisk utträngning. Snarare uppstår en utökad penningmängd hos icke-bankerna, som dessa i sin tur kan använda för investeringar på kapitalmarknaden. Det är denna form av statsfinansiering som förespråkarna för MMT tänker på när de talar om att det principiellt sett inte finns någon finansieringsrestriktion för statens del.

Den direkta finansieringen via centralbanken skiljer sig i grund och botten inte från en politik med kvantitativa lättnader, något som framför allt tillämpas i Japan. Där har statens höga nyskuldsättning under många år åtföljts av centralbankens ytterst omfattande obligationsköp. Genom att sälja obligationer till affärsbankerna får staten banktillgodohavanden som den kan använda för betalningar till icke-banker. Därigenom ökar återigen icke-bankernas penningmängd. Genom att sälja obligationer till centralbanken ökar också bankernas reserver, vilket innebär att penningbasen utökas.

Staten kan även skuldsätta sig genom en direkt upplåning hos affärsbankerna. Därmed får den också tillgång till avistainlåning som den kan använda för betalningar till icke-banker. Än en gång ökar penningmängden M1. Inte heller här förekommer det några utträngningseffekter. Till skillnad från det varuekonomiska paradigmet kan bankerna i en penningekonomi skapa lån utifrån ingenting. Kapitalbasbestämmelsernas begränsning av bankernas utlåning är inte aktuell i det här sammanhanget eftersom bankerna inte behöver ha

Läroböckernas beskrivning av "crowding out" ger en helt snedvriden bild av effekterna av ett statligt budgetunderskott.

någon kapitalbas för att låna ut till staten. Återigen ökar de tillgängliga likvida finansiella medlen i ekonomin, det vill säga icke-bankernas avistainlåning. När en räntestyrningspolitik tillämpas på penningmarknaden, vilket i dag är allmän praxis, tillhandahåller centralbanken passivt den ytterligare penningbas som krävs för att ackommodera den ökade kontanthållning och minimireserv som är en följd av den växande penningmängden.

Hur ska man bedöma utträngningseffekterna vid statlig upplåning på kapitalmarknaden? Här finns återigen en avgörande skillnad mellan varuekonomisk och penningekonomisk modellering. I den varuekonomiska modellen används universalvaran i lika hög utsträckning som finansiellt medel och som investeringsvara. När staten lånar universalvaran används den som investeringsvara eller konsumtionsvara. Därmed är den inte längre tillgänglig som finansiellt medel. I en penningekonomi är finansvaran, det vill säga avistainlåningen, och den därmed finansierade investeringsvaran, till exempel en maskin, oberoende av varandra. När staten lånar pengar på kapitalmarknaden från privata investerare kommer dessa pengar normalt att användas direkt igen för betalningar. De privata icke-bankernas likvida medel minskar alltså inte till följd av den statliga upplåningen, utan omfördelas bara mellan de privata icke-bankerna. Även med statlig finansiering på kapitalmarknaden är det alltså inte tal om en kvantitativ "crowding out". Man kan emellertid inte utesluta en kvalitativ "crowding out". Detta kan bli aktuellt när de privata icke-banker som har tagit emot de statliga betalningarna samlar dem på hög och alltså inte är beredda att på nytt spendera sin avistainlåning eller binda den på längre sikt.

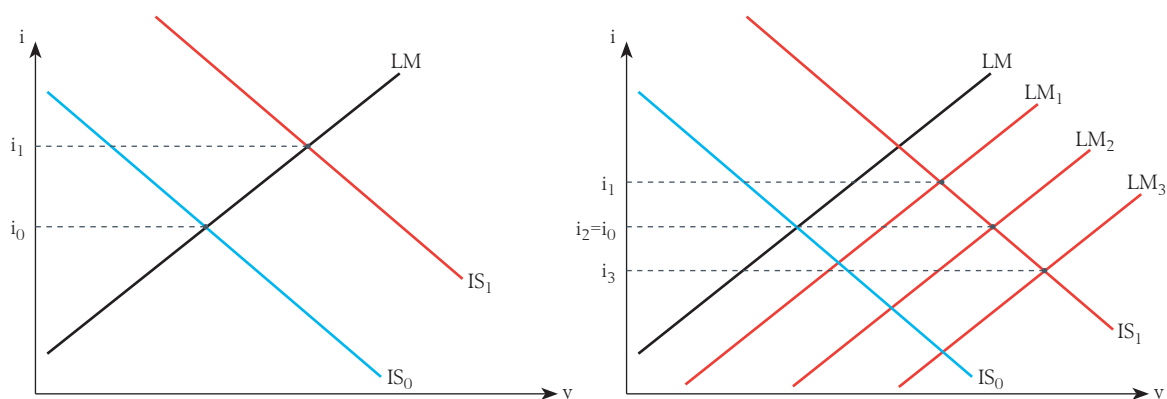
Sammantaget visar det sig därmed att läroböckernas beskrivning av "crowding out" till följd av sin varuekonomiska modellering ger en helt snedvriden bild av effekterna av ett statligt budgetunderskott. Vid en penningekonomisk modellering ökar de finansiella medel (*funds*) som finns tillgängliga i ekonomin i form av avistainlåning till och med när staten skuldsätter sig hos centralbanken eller affärsbankerna. Inte ens vid en skuldsättning på kapitalmarknaden leder detta till någon minskning, utan det som händer är att de likvida medlen omfördelas mellan de privata icke-bankerna. Det kan på sin höjd bli aktuellt med en kvalitativ "crowding out".

Dessa effekter kan åskådliggöras med hjälp av IS/LM-modellen, som till sin logik är en helt och hållet penningekonomisk modell.

- När ytterligare statsutgifter finansieras av centralbanken eller banksystemet ökar penningmängden. Detta kan i denna modell åskådliggöras genom att IS-kurvan förskjuts åt höger (ökad varuefterfrågan från staten) samtidigt som LM-kurvan förskjuts åt höger (större penningmängd). Beroende på hur mycket LM-kurvan förskjuts kan detta åtföljas av stigande, oförändrade eller till och med sjunkande räntor (grafens på sid 8).
- Vid finansiering på kapitalmarknaden leder en oförändrad LM-kurva och en förskjutning åt höger av IS-kurvan till att räntan stiger. Att den höjs beror emellertid inte på att det sker en utträngning på finansmarknaden, utan på att de statliga utgifterna resulterar i ökad nationalinkomst. I IS/LM-modellen förutsätter detta en högre transaktionskassa, vilket med en konstant penningmängd resulterar i högre räntor (grafens till vänster). Denna utträngningseffekt är emellertid inte nödvändig, eftersom LM-kurvans stigande lutning är underordnad en politik med penningmängdsstyrning. Utgår man i stället från en politik med räntestyrning via centralbanken, något som också tillämpas i praktiken, ger detta en horisontell LM-kurva. Att IS-kurvan förskjuts åt höger leder i så fall inte till någon räntehöjning.

GRAF 1 & 2

Visualisering med IS/LM-modellen ("Investment-Saving/Liquidity preference-Money supply")



Sammanfattningsvis kan en penningekonomisk modell alltså ge stöd för MMT:s grundtes om att det finansiella systemet inte innehåller några mekanismer som kan orsaka utträngningseffekter för privata investerare på grund av statlig upplåning. Denna teoretiska härledning stöds genom de empiriska erfarenheterna. I Japan har till exempel den sedan decennier mycket höga nyskuldssättningen och den starkt stigande skuldkvoten åtföljts av extremt låga räntor. I USA har den tydligt stigande skuldkvoten sedan 2008 lett till en nedåtgående trend för de långa räntorna.

Tes 2: Staten måste betala av sina skulder

En vanlig föreställning i den populärvetenskapliga diskussionen är att staten måste minska sina skulder på samma sätt som ett privat hushåll. Detta synsätt förekommer emellertid även inom finansiell ekonomi, särskilt i teorin om *ricardianisk ekvivalens* samt i den så kallade intertemporala budgetrestriktionen.

I detta sammanhang är frågan inte huruvida en stat måste återbetala en viss obligation som den har emitterat när obligationen förfaller till betalning. Vad det gäller här är snarare frågan om staten förr eller senare måste reducera sin skuldnivå till noll.

Teorin om ricardianisk ekvivalens kan åskådliggöras på följande sätt i en enkel tvåperiodsmodell. Nedan visas ett fastställt utgiftsprogram (G_1, G_2) för staten. Vid en given nationalinkomst (Y_1, Y_2)

finns det principiellt sett färre varor tillgängliga för de privata aktörerna under båda perioderna.

- Om staten finansierar sina utgifter via skatter motsvarar de utgifterna ($T_1 = G_1$ och $T_2 = G_2$). För de privata aktörerna resulterar detta i så fall i en konsumtion i form av $Y_1 - T_1$ och $Y_2 - T_2$.
- Om staten finansierar sina utgifter via ett lån är skatterna under den första perioden lika med noll. Under den andra perioden måste dock lånet betalas tillbaka med ränta $G_1(1+r)$. För detta ändamål måste motsvarande extra skatter tas ut. Skatterna under den andra perioden är då: $G_2 + G_1(1+r)$. Eftersom de privata aktörerna räknar med dessa högre skattebetalningar minskar de under den första perioden frivilligt sin

Ricardiansk ekvivalens

Teorin om ricardiansk ekvivalens säger att statsskulden för en given nationell inkomst leder till en minskning av privat konsumtion. Anledningen till minskningen av konsumtionen är förväntningen på en högre beskattning av den privata sektorn från staten eftersom staten behöver betala utlåningsräntorna. Som ett resultat är färre varor tillgängliga för den privata sektorn varpå den ekonomiska produktionen minskar.

konsumtion med beloppet G_1 , som de lånar ut till staten för räntan r . De kan sedan finansiera de högre skatterna med hjälp av statens återbetalning under den andra perioden.

Kärnan i denna tes är att statlig skuldsättning inte fungerar när privata aktörer inser att det uppkomna statsunderskottet senare kommer att behöva betalas tillbaka via skatter.

Grundproblemet med detta antagande är att den ricardianiska ekvivalensen implicerar att det med nödvändighet måste ske en fullständig avbetalning av statskulden. Men detta är inget tvingande krav. Statsobligationer efterfrågas av många investerare och framför allt av bankerna eftersom de ses som en säker tillgång (*safe asset*). Detta beror på att stater, som kan skuldsätta sig i den egna valutan, i princip alltid kan betala tillbaka det nominella värdet av utestående obligationer. Skulle de inte hitta några investerare på penningmarknaden som är beredda att köpa nya obligationer kan detta kompenseras genom den nationella centralbankens obligationsköp. Denna nominalvärdesgaranti, som självklart inte innebär någon realvärdesgaranti, motsvarar bara de statligt utgivna pengarna. Vid bankinlåning gäller detta inte längre obegränsat. Till följd av resolutionsdirektivet (direktivet om inrättande av en ram för återhämtning och resolution av kreditinstitut och värdepappersföretag) krävs det till exempel inom euroområdet en skuldnedskrivning där borgenärerna erhåller ett visst värde (*bail-in*) vid insättningar över 100 000 euro i ett eventuellt krisläge.

Med en växande ekonomi och en stigande nettoförmögenhet kan man utgå från att efterfrågan på sådana investeringsformer kommer att öka med tiden. Den innebär således att det inte blir aktuellt med en avbetalning av statskulden, som är grundläggande för logiken i den ricardianiska ekvivalensen. Det finns alltså ingen grund för att privata aktörer skulle reagera på en ökande statlig skuldsättning genom att avstå från konsumtion för att i stället betala framtida skatthöjningar med sina besparingar.

Om man släpper antagandet om avbetalning kommer även det man brukar kalla statens intertemporala budgetrestriktion att börja svaja. För denna budgetrestriktion görs antagandet att kontantvärdet av statens framtida primäröverskott

måste motsvara den utestående statliga skuldsättningen för en oändlig tidshorisont. På grund av diskonteringsfaktorernas exponentiella tillväxt resulterar detta i en till stor del fullständig avbetalning, inte i det oändliga utan under överskådliga tidsperioder. För ändliga tidsperioder handlar denna "restriktion" ändå om en identitet. Den anger endast de primäröverskott som framöver kommer att krävas för de fastställda målvärdena för statlig skuldsättning (Palley 2019).

Tes 3: Referensvärde på 60 procent för euroländernas skuldkvot

Det som avgör om statens budgetrestriktion är effektiv är därför vilka skuldkvoter som är optimala för länderna eller åtminstone från och med vilken skuldkvotsnivå som ett land kan få problem i form av kapitalflykt eller självförstärkande inflationsförväntningar. Att det saknas tillräckligt teoretiskt underlag för statlig skuldsättning återspeglas även i de vanliga målvärdena för skuldkvoten.

Euroområdet finanspolitiska regelverk bygger på en skuldkvot på 60 procent, vilket fastställdes i Maastrichtfördraget. Detta värde har helt enkelt beräknats utifrån genomsnittsnivån i euroländerna i början av 1990-talet. Skuldkvoten ligger numera tydligt över 60-procentsnivån i samtliga G7-länder utom Tyskland. I Japan har skuldkvoten till och med rört sig över 200-procentsnivån i över tio år. Frånsett Italien har hittills inget av dessa länder drabbats av någon förtroendeförlust till följd av sin skuldsättning. Om man i dag helt enkelt beräknade skuldkvoten som genomsnittsvärdet av de faktiska skuldkvoterna, skulle ett intervall mellan cirka 90 och 100 procent anses vara "det nya normala" för stora ekonomier.

Reinhart och Rogoff (2010) har försökt fastställa ett vetenskapligt härlett tröskelvärde för skuldkvoten. De konstaterade då att såväl mer utvecklade länder som tillväxtländer uppvisar uppseendeväckande lägre tillväxtnivåer från och med en skuldkvot på 90 procent. Sett i det perspektivet skulle en skuldkvot på 85 procent kunna vara motiverad för euroområdet. Vid en närmare granskning visade det sig emellertid att studien är behäftad med betydande metodbrister (Herndon m.fl. 2013).

Med den epokgörande utmaning som klimatkrisen innebär står euroländerna nu i ett läge där det handlar om att bestämma sig för vilka principer som ska gälla.

Det grundläggande problemet är därför att det inte finns något tröskelvärde för skuldkvoten som skulle kunna uppfylla kraven på en evidensbaserad ekonomisk politik. Man kan därför vara kritisk mot att euroländerna har utformat sin finanspolitik utifrån 60-procentsgränsen, något som förstärktes ytterligare genom det så kallade sixpack-beslutet 2011.² Detta gäller i synnerhet om den hindrar stater från att genomföra framtidsinriktade investeringar. Utan ett vetenskapligt beräknat gränsvärde för skuldkvoten går det inte heller att utifrån skuldnivån fastställa gränsvärden för ny skuldsättning. När allt kommer omkring är budgetsaldot bara ett instrument för att härleda en viss skuldkvot (Wyplosz 2019).

Tes 4: "Svart nolla" och "skuldbroms"

"Den svarta nollan", det vill säga kravet på att staten principiellt sett inte ska ge ut mer än den får in, är visserligen ett populärt inslag i den tyska diskussionen men ett koncept som helt saknar ekonomisk grund. Samma sak gäller i princip även för skuldbromsen som har stöd i den tyska grundlagen: för förbundsstaten medges en nivå på 0,35 procent av BNP, för delstaterna krävs däremot strikt budgetbalans. Denna regel står i direkt motsats till finanspolitikens allmänt erkända "gyllene regel" om att offentliga investeringar generellt sett kan finansieras med lån (Bofinger 2019). Med en sådan regel kan man även beakta det gång på gång framförda argumentet om att det skulle leda till en *deficit bias* om det inte fanns något förbud mot offentlig skuldsättning.

Ser man det på längre sikt kommer ett strikt

fokus på principen om "den svarta nollan" att leda till problemet att skuldkvoten i en växande ekonomi i efterhand tenderar mot noll. Resultatet blir att utbudet av säkra tillgångar (*safe assets*) i förhållande till ekonomins kapital och intäkter systematiskt minskar. I takt med att ekonomin växer och efterfrågan på sådana tillgångar ökar kommer även deras förräntningsnivå att närma sig noll.

Den statliga skuldsättningens konsekvenser för förväntningar, inflation och växelkurser

Palley (2019) har rätt när han konstaterar att en okontrollerad ökning av den statliga skuldsättningen är kopplad till höga inflationsrisker. Riskerna är särskilt höga om man skulle upphäva centralbankernas oberoende, så att de inte är något annat än en avdelning på finansdepartementet. En ökad statlig skuldsättning kan naturligtvis även leda till en depreciering av valutan.

Dessa effekter är emellertid inte en nödvändig följd. Vad det handlar om här är snarare rätt dosering. Detta gäller i synnerhet för stora ekonomier. När det gäller de skattesänkningar som Donald Trump beslutade om i slutet av 2017 (Tax Cut and Jobs Act) var det uppenbart att de skulle kräva en tydligt högre nyskuldsättning. Men även om USA:s ekonomi vid den här tiden gick för fullt, ledde det inte till några påtagligt högre inflationsförväntningar. Den realiserade inflationstakten minskade till och med något. Japan är ett exempel på att en sedan decennier hög nivå av nyskuldsättning och alltmer stigande skuldkvot kan förekomma även i kombination med deflationära tendenser.

Det finns många exempel på att en hög statlig skuldsättning kan leda till en valutakris. Men här handlar det om rätt dosering och man måste återigen skilja mellan stora och små stater. Stora stater har normalt privilegiet att de kan skuldsätta sig i sin egen valuta. Små stater måste däremot ofta ta lån i främmande valuta. I detta sammanhang brukar man också tala om *the original sin*. Detta innebär att de små staterna blir beroende av valutautvecklingen och de internationella investerarnas förtroende. I detta avseende missgynnas euroländerna gentemot andra stora ekonomier eftersom de i och med euron skuldsätter sig i en

valuta som inte är deras egen nationella valuta. Lösningen på detta kunde vara lån som medlemsstaterna gemensamt ansvarar för.

Stora länder har dessutom den fördelen att inhemska investerare får ta en inte oviktig valutarisik om de investerar i utlandet. Institutionella investerare som försäkringsbolag och pensionsfonder begränsas då enbart vid köp av utländska tillgångar. Trots sin extremt höga skuldkvot har Japan hittills inte haft några problem på valutamarknaden. Den höga efterfrågan på USA-obligationer gör ändå att USA intar en särställning.

Finanspolitiska teser eller klimatskydd

Med den epokgörande utmaning som klimatkrisen innebär står euroländerna nu i ett läge där det handlar om att bestämma sig för vilka principer som ska gälla. De kan välja att följa reglerna i stabilitets- och tillväxtpakten och göra sitt yttersta för att nå Maastrichtfördragets 60-procentsmål så snart som möjligt. Länder som redan har uppnått 60-procentsmålet kan underkasta sig skuldbromsens primat. Det tyska klimatpaketet är ett

tydligt bevis för att detta missgynnar kampen mot klimatförändringen. För åren 2020–2023 uppgår de anslagna medlen netto, alltså efter avdrag för intäkterna från certifikatförsäljningen, endast till cirka 0,20–0,25 procent av BNP per år.

Med tanke på den höga diagnososäkerheten skulle ett pragmatiskt angreppssätt vara att hålla de nuvarande skuldkvoterna i medlemsstaterna på en konstant nivå under de kommande åren. Med nuvarande mycket låga ränteläge skulle detta möjliggöra ytterligare skuldfinansierade framtidsinvesteringar på cirka 1 procent av BNP. I länder med mycket hög statsskuld skulle detta till och med innebära att skuldkvoten minskar. För att dessa medel inte ska gå till konsumtion bör det formuleras klart definierade program, som måste godkännas av EU-kommissionen. Under de närmaste tio åren skulle sammanlagt cirka 12 000 miljarder euro kunna satsas på framtidsinvesteringar inom ramen för en *Green New Deal*. Eftersom en *European Green New Deal* medför mycket stora externaliteter vore den bästa lösningen här att planen finansieras med lån under gemensamt ansvar. ■

Litteratur

- Blanchard, Oliver (2019), "Public Debt and Low Interest Rates", *American Economic Review*, 109(4): s. 1197–1229.
- Blanchard, Olivier (2019), "Public Debt and Low Interest Rates", Working Paper 19-4 February 2019, <https://www.piie.com/publications/working-papers/public-debt-and-low-interest-rates>
- Bofinger, Peter (2019), "Schuldenbremse: von der statischen 'schwarzen Null' zur dynamischen 'schwarzen Null'", *Wirtschaftsdienst* 2019 (5), s. 312–324.
- Herdon, Thomas; Michael Ash och Robert Pollin (2013), "Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff", *Political Economy Research Institute*, Working Paper Series, nr. 322, April 2013
- Krugman, Paul (2019a), "What's Wrong with Functional Finance (Wonkish)", *New York Times*, 12 februari 2019, <https://www.nytimes.com/2019/02/12/opinion/whats-wrong-with-functional-finance-wonkish.html>
- Krugman, Paul (2019b), "Running on MMT (Wonkish)", *New York Times*, 25 februari 2019, <https://www.nytimes.com/2019/02/25/opinion/running-on-mmt-wonkish.html>
- Lerner, Abba (1943), "Functional Finance and the Federal Debt", *Social Research*, vol. 10, nr. 1 (februari 1943), s. 38–51.
- Mankiw, N.G. och M.P. Taylor (2017), *Grundzüge der Volkswirtschaftslehre*, sjunde omarbetade upplagan. Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.
- Palley, Thomas (2019), "What's wrong with modern monetary theory (MMT): a critical primer", FMM Working Paper, No. 44, mars 2019, Hans-Böckler-Stiftung.
- Reinhart, Carmen M., och Kenneth S. Rogoff (2010), "Growth in a Time of Debt", *American Economic Review*, 100 (2): s. 573–78.
- Rogoff, Kenneth (2019), "Modern Monetary Nonsense", *Project Syndicate*, 4 mars 2019, <https://www.project-syndicate.org/commentary/federal-reserve-modern-monetary-theory-dangers-by-kenneth-rogoff-2019-03>
- Schmidt, Christoph M. (2014), "Wirkungstreffer erzielen – Die Rolle der evidenzbasierten Politikberatung in einer aufgeklärten Gesellschaft", *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*.
- Summers, Larry (2019), "The Left's Embrace for MMT is a Recipe for Disaster", *Washington Post*, 4 mars 2019, https://www.washingtonpost.com/opinions/the-lefts-embrace-of-modern-monetary-theory-is-a-recipe-for-disaster/2019/03/04/6ad88eec-3ea4-11e9-9361-301ffb5bd5e6_story.html
- Wyplosz, Charles (2019), "Fiscal Discipline in the Eurozone: Don't Fix It, Change It", *Ifo DICE Report* 17 (2), 03-06, Ifo Institut, München.

Noter

1. Se även Krugman (2019a och 2019b).
2. "Om referensvärdet på 60 procent för den offentliga skuldkvoten inte iakttas, kommer ett underskotts-förfarande att inledas för respektive medlemsstat [...] (även om underskottet understiger 3 procent!), såvida inte avståndet mellan skuldnivå och 60-procentvärdet minskar med en tjugondel per år, sett över ett treårs-genomsnitt." MEMO/11/898 Bryssel, 12 december 2011, EU:s ekonomiska styrning i form av "six-pack" träder i kraft, se engelsk text: https://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-898_en.htm

1. Välfärden är vinsten
2. Svar på tal om vinster i välfärden
3. Vilken arbetsmarknad ska vi ha?
4. Slaget om den likvärdiga skolan
5. Hälften kvar och hela framtiden
6. "Jag tar värktabletter men det hjälper inte"
7. Vägen till en likvärdig skola
8. Fallet järnvägen
9. Björklundeffekten
10. Åtstramningsdoktrinen
11. En röst på SD är en röst på högern
12. Mest åt de rika
13. Färre lärare ger vinsten!
14. Ordens makt i politiken
15. Handbok för en ny kulturminister
16. Städtjänst och bartender för alla?
17. Förklaringar till SD:s framgång
18. Utan segel i vänstervinden – eftervalsanalys
19. I frihandelns goda namn
20. Från massarbetslöshet till full sysselsättning
21. Vägen till en likvärdig skola
– skolpolitisk årsbok 2015
22. Jämlikhet är lösningen!
23. En för alla, alla för vem?
24. Måste vi jobba 8 timmar per dag?
25. Kapitalet i tjugoförsta århundradet
26. Piketty på tre röda
27. Porten kallas trång
28. Partierna och jämlikheten
29. Anställningsformer i Sverige
30. Med låg kvalitet som affärsidé
31. Den blåbruna röran
32. Spagat över väljarkåren
33. I skuggan av TTIP: Ceta
34. Postkapitalism: Vår gemensamma framtid
35. Massivt stöd för jämlikhetspolitik
36. Pensionssveket
37. Med integrationen som murbräcka
38. Finansialiseringen av Sverige: På väg mot nästa kris?
39. Fattigdom gör inte människor friskare
40. Klass, identitet och politisk mobilisering
41. Arbetarlitteraturen och klassamhället
42. Arbetarklassens symboliska utplåning i medelklassens medier
43. Mediekapitalet
44. Nomaderna på den svenska arbetsmarknaden
45. Det nya arbetslivet: Management-by-stress
46. Svängdörrarnas förlovade land
47. Vilka är "vi" i jämställdhetspolitiken?
48. Klassamhällets tystade röster och perifera platser
49. En fråga om klass i framtidsstaden Malmö
50. I väntan på klasspolitik
51. Medelklassens förändrade maktposition
52. Professionerna, mellanskikten och klassanalysen
53. Klassamhällets rasifiering i arbetslivet
54. Arbetarrörelsens blinda fläck
55. Ägande- och förmögenhetsstrukturen och dess förändring sedan 1980
56. Välfärdsmodellens omvandling
57. Klass och hälsa
58. Klassamhället och döden
59. Klasstrukturen i Sverige
60. Lågt lönemärke gynnar högavlönade
61. Vårdstölden: Hur den privata välfärden tar från det gemensamma
62. Kapitalet, överheten och alla vi andra
63. Låga löner funkar inte
64. Lönebildningen i de skandinaviska länderna
65. Industrins lönenormering kan och bör reformeras
66. När kapitalet vann valet – eftervalsanalys
67. Till vänsterpopulismens försvar
68. Förstatliga pengarna
69. Vägen till jämställda löner inom arbetarklassen
70. Produktionen av pengar
71. Olika risker med en långsiktig minskning av löneandelen
72. Europanormen saknar relevans
73. Socialistiska manifestet
74. Lönebildning för en ny tid
75. Beskatta kapitalet
76. Tre sätt att finansiera välfärden