

# Sekulär stagnation – vad är det, finns det och hur påverkar det penningpolitiken?

nr 4 2017 årgång 45

*Världsekonomin har kämpat i motvind under en längre tid. Trots expansiv penningpolitik är den genomsnittliga tillväxttakten lägre än tidigare. Finanskrisen 2008 och dess inverkan på ekonomin är en del av förklaringen, men den kan inte förklara allt. Trenden i tillväxten har pekat nedåt sedan slutet av 1990-talet.*

En möjlig förklaring till lägre trendtillväxt är sekulär stagnation. Begreppet myntades av Alvin Hansen (1939). Enligt honom fanns det en risk att avtagande befolknings- och produktivitetstillväxt skulle leda till ett långsiktigt bortfall i efterfrågan och därmed permanent lägre tillväxt. Så blev inte fallet och diskussionen om sekulär stagnation upphörde tills Larry Summers (2014, 2015, 2016) tog upp den igen som en möjlig förklaring till dagens tillväxtproblem. Enligt Summers kan demografiska förändringar och ekonomisk ojämlikhet ha ökat sparbenägenheten samtidigt som lägre produktivitetstillväxt minskat investeringsviljan. Ett sparöverskott har därmed uppstått som dämpar efterfrågan och tillväxten. För att bekämpa sparöverskottet krävs bl a lägre räntor. Om dessa inte sjunker tillräckligt mycket försvinner inte sparöverskottet och ekonomin hamnar i en lågkonjunktur utan slut, dvs i sekulär stagnation.

Summers ser sekulär stagnation som ett efterfrågeproblem. Robert Gordon (2014, 2015) har en alternativ förklaring av sekulär stagnation som fokuserar på utbudssidan. Enligt Gordon beror den lägre tillväxten på sämre produktivitetstillväxt. Dagens innovationer har inte samma revolutionerande effekt på ekonomin som innovationer hade tidigare. Med lägre produktivitetstillväxt följer lägre tillväxt, minskade företagsinvesteringar och lägre räntor. Den stora skillnaden mellan Gordon och Summers är synen på om det råder jämvikt mellan efterfrågan och det potentiella utbudet. Enligt Summers analys är efterfrågan lägre än det potentiella utbudet, medan de två är i balans med varandra i Gordons analys. Även policy slutsatserna skiljer sig åt. Om sekulär stagnation är ett efterfrågeproblem behövs politik som stimulerar efterfrågan. Om det är ett utbudsproblem krävs politik som stimulerar till ökad produktivitet.

Oavsett om det är ett efterfrågeproblem eller ett utbudsproblem, påverkar sekulär stagnation den ekonomiska politiken. I dag utgör penningpolitiken grunden i det stabiliseringspolitiska ramverket. Vid sekulär stagnation är det tveksamt om penningpolitiken är rätt verktyg för att lösa de ekonomiska problemen. Kraftigt sänkta räntor bidrar till finansiella obalanser med potentiellt långsiktig skada på ekonomin (Summers 2015, 2016). Pen-

## **FREDRIK N G ANDERSSON**

är docent vid Ekonomihögskolan vid Lunds universitet. Hans forskning rör långsiktig ekonomisk utveckling och penningpolitik.  
ngf.andersson@nek.lu.se

Jag vill tacka Lars Jonung och Claes Bäckman för konstruktiva kommentarer.

ningpolitiken riskerar under dessa förutsättningar att bli destabiliserande snarare än stabiliserande.

Målet med denna artikel är att diskutera vad Summers och Gordons tankar om sekulär stagnation innebär, vilket empiriskt stöd de har samt kartlägga vad sekulär stagnation betyder för penningpolitiken och det stabiliseringspolitiska ramverket.

## 1. Vad är sekulär stagnation?

Debatten om sekulär stagnation har blivit livlig under senare år. Här tar vi upp de två huvudargument som förts fram. Vi börjar med Summers tolkning och avslutar med Gordons.

### *Sekulär stagnation och efterfrågan*

Ett sätt att förstå Summers argument är med hjälp av Wicksells (1898) kumulativa process. I denna modell finns det två räntor, den naturliga räntan och penningmarknadsräntan. Penningmarknadsräntan bestäms av finansmarknaderna. Den naturliga räntan är den räntenivå som skulle råda då ekonomin är i balans med stabila priser och full sysselsättning. Om penningmarknadsräntan är högre än den naturliga räntan, blir efterfrågan lägre än det potentiella utbudet. Det råder lågkonjunktur. Om den naturliga räntan är kraftigt negativ, finns det risk för att penningmarknadsräntan förblir högre än den naturliga räntan. Då hamnar ekonomin i sekulär stagnation, dvs en utdragen lågkonjunktur.

Enligt Summers har strukturella faktorer ökat sparbenägenheten och minskat investeringsviljan. Det leder till ett sparöverskott och en lägre naturlig ränta. Eftersom penningmarknadsräntan inte följt med i denna nedgång fullt ut, har sparöverskottet blivit bestående och orsakat sekulär stagnation. Bakom en ökad sparbenägenhet finns orsaker som i) ökad ojämlikhet där höginkomsttagare med en högre sparbenägenhet än låginkomsttagare har fått en större del av inkomsterna, ii) en äldre befolkning ökar behovet att spara till framtida pensioner, iii) en hög hushållsskuldssättning som efter finanskrisen lett till ett ökat sparande för att minska låneskulden, samt iv) ett ovanligt högt sparande i utvecklingsländer vilket ökat det totala nettosparandet i världen.

Minskad investeringsvilja beror på: i) lägre produktivitetstillväxt, ii) ökad andel serviceproduktion som kräver mindre kapital i produktionen, iii) datorisering som minskar behovet av kapital och iv) fallande relativpris på kapitalvaror så att samma volym investeringar kan upprätthållas till en lägre kostnad än tidigare.<sup>1</sup>

Enligt denna analys måste efterfrågan öka för att motverka sekulär stagnation. Det kan ske genom strukturella reformer som motverkar ojämlikhet, större offentliga investeringar eller lägre räntor. Summers (2015, 2016)

<sup>1</sup> Enligt skattningar av Rachel och Smith (2015) kan lägre ränta sedan 1980-talet i huvudsak förklaras med lägre tillväxt, demografiska förändringar samt ökat internationellt sparande.

argumenterar mot lägre räntor eftersom de kan leda till finansiella obalanser. Enligt honom är vägen ur stagnationen strukturella reformer och ökade offentliga investeringar.

### *Sekulär stagnation och utbudet*

Ett annat sätt att se på sekulär stagnation är som ett utbudsproblem. Fallande produktivitetstillväxt minskar tillväxten och leder till färre företagsinvesteringar. Om det investeras mindre faller räntorna. Summers är enig med Gordon om att lägre produktivitetstillväxt är en faktor bakom lägre tillväxt och räntor, men det är inte hela förklaringen som i Gordons modell.

Orsaken till lägre produktivitetstillväxt är enligt Gordon lägre avkastning på nya innovationer. De stora revolutionerande innovationerna har redan skett och dagens och framtidens innovationer kommer att ha lägre avkastning än tidigare innovationer (Gordon 2014, 2015, 2016). Att tillväxten var hög på 1990-talet och därefter fallit beror på att informations- och kommunikationsteknologi (IKT) i början av årtiondet hade mognat så pass mycket att det bidrog till högre produktivitet i större delen av ekonomin. IKT:s bidrag till tillväxten var kortvarigt och har avtagit sedan slutet av 1990-talet.<sup>2</sup>

Gordons förklaring till den lägre tillväxten har tydliga kopplingar till teorier om långsiktiga tillväxtcykler.<sup>3</sup> Perioder av snabbt framåtskridande följs av perioder av lägre tillväxt och stagnation, innan utvecklingen tar fart igen. Hög tillväxt är inte bara associerat med snabb utveckling av nya innovationer utan även med nya kluster av innovationer. Ett exempel på ett kluster är just IKT som inte är en innovation utan många innovationer som bygger på varandra och förstärker varandras avkastning. Efterhand som klustren mognar faller deras avkastning och tillväxten stagnerar. Då måste nya kluster få genomslag i ekonomin för att utvecklingen ska ta fart igen. Perioder av låg tillväxt inträffar då ekonomin ställer om från gamla till nya drivande innovationskluster (Schön 2006). Sett ur detta perspektiv är dagens låga tillväxt inget permanent problem utan ett tecken på en omställningsprocess.

## 2. Vilket empiriskt stöd finns för sekulär stagnation?

Vilket empiriskt stöd finns för sekulär stagnation? Är det ett efterfrågeproblem eller ett utbudsproblem? Det är omöjligt att ge entydiga svar på dessa frågor men låt oss granska några viktiga variabler. Vi inleder med en översikt av den ekonomiska utvecklingen sedan 1990-talet. Därefter studerar vi sekulär stagnation ur ett historiskt perspektiv. Tillväxten har nämligen varierat genom historien och dagens period av lägre trendtillväxt är inte unik.

<sup>2</sup> En annan faktor som Gordon nämner är lägre tillväxt i humankapital bl a orsakad av ökad ekonomisk ojämlikhet.

<sup>3</sup> Schön (2006) har identifierat flera långsiktiga strukturcykler i den svenska ekonomin. Liknande cykler kan även observeras i andra länder (Andersson 2016).

### *Sekulär stagnation i dag*

Sparandet och investeringarna är centrala i Summers analys. Enligt honom pressar ett högt sparande och låga investeringar ned realräntorna i ekonomin. Tabell 1 sammanfattar hushållens, företagens och statens nettosparande och det totala nettosparandet, samt investeringarnas storlek i förhållande till BNP, den s k investeringskvoten, för perioden 1995–2015. Data är uppdelat på tre perioder: i) tiden för it-bubblan med hög tillväxt 1995–2001, ii) tiden därefter fram till finanskrisen 2002–08 samt iii) tiden efter finanskrisen 2011–15. För att inte finanskrisen 2008–09 ska påverka analysen har dessa år exkluderats. Marknaden för sparande och investeringar är global och siffrorna är därför ett genomsnitt för 23 OECD-länder.<sup>4</sup>

Ländernas totala sparande var negativt under 1990- och 2000-talet. Underskotten finansierades med kapital från utvecklingsländer, inte minst från Kina. Företagen var nettolåntagare under 1990-talet och hade ett negativt sparande på –1,2 procent av BNP. Därefter har företagen blivit nettosparare och hade ett sparöverskott på i genomsnitt 1,8 procent av BNP mellan 2011 och 2014. Företagsinvesteringarna i relation till BNP minskade i början av 2000-talet och har förblivit låga sedan dess.<sup>5</sup> Den totala investeringskvoten sjönk först efter finanskrisen. Det beror på att hushållen under 2000-talets början ökade sina bostadsinvesteringar samtidigt som företagen minskade sina investeringar (EU KLEMS 2009). Efter finanskrisen har höga hushållsskulder pressat tillbaka bostadsinvesteringarna. Den totala investeringskvoten har därför sjunkit från 25 till 23 procent av BNP.

Slutsatsen är att det finns tecken på att företagens sparbenägenhet har ökat över tiden. För hushållen finner vi inget sådant resultat. Deras sparande sjönk under åren 2002–08 för att sedan stiga igen. Det är främst företagen som förändrat sitt beteende.

Vad ligger bakom företagens förändrade spar- och investeringsbeteende? Hur mycket företagen sparar och investerar beror på många faktorer. En viktig faktor är den långsiktiga produktivitetstillväxten. När tillväxten är låg faller investeringarnas förväntade avkastning. Företagen investerar då mindre. Sedan 1990-talet har tillväxten sjunkit, främst därför att IKT inte längre bidrar lika mycket till tillväxten som tidigare. En illustration av IKT:s minskade betydelse ges av tabell 2. I tabellen har BNP-tillväxten delats upp på dess underliggande faktorer: IKT, sysselsättning, samt övriga kapitalinvesteringar, dvs i andra typer av kapital än IKT.<sup>6</sup> Tre länder som växte snabbt under 1990-talet, Sverige, USA och Storbritannien, är inkluderade i tabellen. Utvecklingen i andra länder är snarlik, men variationerna i tillväxten är något mindre.

I Sverige var tillväxten 0,9 procentenheter lägre i genomsnitt per år under perioden 2011–15 jämfört med 1995–2001. Hela minskningen för-

<sup>4</sup> Sparande, BNP och investeringar är köpkraftsjusterade.

<sup>5</sup> En möjlig förklaring till lägre investeringar är att relativpriset på kapital har sjunkit vilket reducerar investeringskvoten. Data visar dock att relativpriset på kapital har sjunkit genom historien utan att detta har påverkat investeringskvoten negativt (Eichengreen 2015).

<sup>6</sup> Under övriga kapitalinvesteringar har vi även inkluderat total faktorproduktivitet.

Tabell 1  
Företagens, hushållens och statens nettosparande samt investeringarna som andel av BNP

	Sparande				Investeringar
	Företag (1)	Hushåll (2)	Stat (3)	Totalt (4)	Totalt (5)
1995–2001	-1,2	2,0	-1,7	-0,9	25,1
2002–08	0,7	0,7	-3,1	-1,7	25,4
2011–14	1,8	2,9	-4,7	0,0	22,6

Anm: Genomsnittligt sparande för 23 OECD länder. Sparande och BNP är köpkraftsjusterade.  
Källa: OECD (2017a, 2017b).

klaras av lägre IKT-tillväxt. Samma mönster finns i USA och Storbritannien där tillväxten är mellan 0,5 och 0,8 procentenheter lägre än tidigare på grund av IKT. Till skillnad från Sverige drabbades dessa länder direkt av finanskrisen 2008. Det har påverkat de övriga kapitalinvesteringarna som sjunkit och reducerat tillväxten ytterligare. Avtagande avkastning av IKT är en viktig faktor bakom den lägre tillväxten men även finanskrisen har haft en inverkan.

Baserat på tabell 1 och 2 kan vi dra fyra slutsatser. För det första, lägre produktivitetstillväxt främst inom IKT har sänkt tillväxten. Det är ett tecken på att lägre trendtillväxt i ekonomin är ett utbudsproblem och inte ett efterfrågeproblem. För det andra, under 1990-talet var företagsinvesteringarna relativt stora främst på grund av kraftiga investeringar i IKT. Fallande avkastning efter it-boomen har reducerat tillväxten i investeringarna. Efterfrågan på sparande har minskat och bidragit till lägre realräntor. För det tredje, företagsinvesteringarna har inte återhämtat sig trots att realräntorna har sjunkit. Troligen krävs högre produktivitetstillväxt för att både företagsinvesteringarna och tillväxten ska ta fart igen (Gruber och Kamin 2015). För det fjärde, finanskrisen har bidragit till att minska tillväxten. När finanskrisens effekter på ekonomin har klingat av är det troligt att tillväxten stiger något i både USA och Storbritannien.

Analysen så här långt pekar på att lägre tillväxt, investeringar och räntor främst beror på sämre produktivitetstillväxt så som Gordon hävdar. Finns det, i enlighet med Summers resonemang, även ett efterfrågeproblem? Ett sätt att studera detta är att analysera sysselsättningsgraden. Om efterfrågan är för låg utnyttjas inte ekonomins fulla produktionskapacitet. Då bör sysselsättningsgraden vara lägre än under 1990-talet.

Sysselsättningsgraden har sjunkit i USA från 74 procent år 2000 till 71 procent 2008 och 69 procent 2015 (OECD 2017c). I OECD som helhet har däremot sysselsättningsgraden varit stabil över tiden bortsett från konjunkturella fluktuationer. I länder som Sverige, Australien, Belgien, Tyskland, Schweiz och Storbritannien har dock sysselsättningsgraden ökat sedan år 2000. Sysselsättningsgraden uppgick till 76 procent i Sverige år 2015 jämfört med 74 procent 2000.<sup>7</sup> Den stabila sysselsättningsgraden inom

<sup>7</sup> Även reallönerna har stigit under perioden, i Sverige i genomsnitt med 1,6 procent per år.

Tabell 2  
IKT:s, sysselsätt-  
ningens och kapita-  
lets bidrag till BNP  
tillväxten, procent-  
enheter

	Sverige			Storbritannien			USA		
	IKT	Syssel	Kap	IKT	Syssel	Kap	IKT	Syssel	Kap
1995–2001	1,4	0,7	1,2	0,8	1,1	1,1	1,2	1,2	1,6
2002–08	0,7	0,4	1,7	0,4	0,7	1,1	0,6	0,5	1,5
2011–15	0,5	0,7	1,4	0,3	1,0	0,7	0,4	0,9	0,9
Förändring 1995–2015	-0,9	0,0	+0,2	-0,5	-0,1	-0,4	-0,8	-0,3	-0,7

Källa: Conference Board Total Economy Database.

OECD tyder på att det inte finns något globalt efterfrågeproblem. Hade efterfrågan varit lägre än det potentiella utbudet borde sysselsättningsgraden ha sjunkit sedan 1990-talet. Slutsatsen är att en långsiktigt högre tillväxt kräver att produktivitetstillväxten åter stiger, dvs genom att utbudsidan ökar det potentiella utbudet.

### *Sekulär stagnation i ett historiskt perspektiv*

Debatten om sekulär stagnation fokuserar främst på tiden efter 1980-talet. Många hävdar att detta är ett för snävt tidsperspektiv. Flera av de sekulära trender som Summers hävdar har lett till ett sparöverskott är antingen inte nya eller har haft motsatt effekt på räntor och tillväxt tidigare.<sup>8</sup> Det finns därför all anledning att studera problemet ur ett historiskt perspektiv.

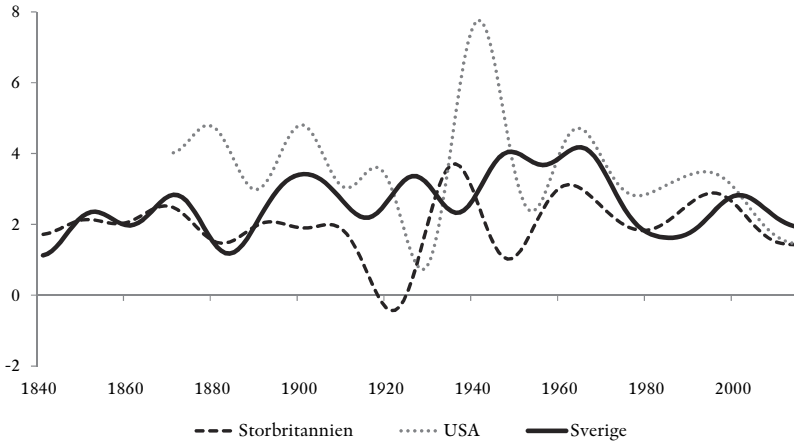
Den kanske viktigaste lärdomen av historien är att den trendmässiga tillväxten varierar över tiden, inte enbart över konjunkturcykeln utan även i längre cykler som sträcker sig över flera årtionden. Nedgången i tillväxten sedan 1990-talet är med andra ord inte unik. En illustration av den långsiktiga tillväxttrenden finns i figur 1 för tre länder, Storbritannien, USA och Sverige, under åren 1840–2015. Fluktuationer i tillväxten kortare än 32 år har filtrerats bort från tillväxtkurvorna. Endast de riktigt långa persistenta variationerna i tillväxten finns med i figuren.<sup>9</sup>

Figur 1 visar att det finns tydliga perioder då tillväxten är hög under många år och perioder då tillväxten är låg. Variationerna i den långsiktiga tillväxten är små jämfört med normala konjunkturcykler. Deras kumulativa effekt är däremot större. Medan konjunkturcykeln inte har några långsiktiga effekter leder en nedgång i den långsiktiga tillväxten från 3 till 2 procent till ett inkomstbortfall på 12 procent efter 10 år. Utvecklingen i de tre länderna är högt korrelerade med varandra bortsett från tiden för de två världskrigen. Under 1800-talet leder Storbritannien utvecklingen med något år. Efter andra världskriget har USA tagit över den ledande rollen.

I modern tid kan vi se att tillväxten ökar under 1980- och 1990-talet efter en period av relativ stagnation under 1970- och början av 1980-talet. Uppgången och nedgången berodde till stor del på IKT:s inverkan på eko-

<sup>8</sup> Se Eichengreen (2015) för en sammanfattning av kritiken.

<sup>9</sup> Den långsiktiga tillväxten är skattad med ett wavelet-filter (MODWT, D4).



Figur 1  
Långsiktig BNP tillväxt (procent) mellan 1840 och 2015 för Sverige, Storbritannien och USA

Källa: Egna skattningar med data från Madison (2010), Hills m fl (2010), Schön och Krantz (2015) samt Thompson Financial Datastream.

nomin. Efter it-bubblan har tillväxten avtagit och är nu tillbaka på samma nivå som under 1970-talets slut. Mellan 1999 och 2015 sjönk trendtillväxten med knappt 1,5 procentenheter.

Trenden i realräntan i figur 2 uppvisar ett liknande mönster som tillväxten.<sup>10</sup> Bortsett från tiden kring världskrigen ser upp- och nedgångarna i realräntan ut att följa tillväxten. Variationen i den långsiktiga realräntan är större än variationerna i tillväxten och förändringar på +/-3 procentenheter är inte ovanliga i fredstid. Under krigstid har variationerna varit större.

På lång sikt bör räntorna följa den ekonomiska tillväxten. För att testa om det finns ett sådant samband skattar vi två enkla modeller: en för den nominella långa räntan och en för tillväxten. I modellerna inkluderar vi även inflationen som en kontrollvariabel.<sup>11</sup> Vi förväntar oss att det finns ett positivt samband mellan inflation och ränta på lång sikt. Tillväxt och ränta i de tre länderna är högt korrelerade med varandra. Vi skattar därför en modell som förklarar det gemensamma mönstret. Det gör vi genom att ta ett genomsnitt för de tre länderna.<sup>12</sup> Skattningarna sträcker sig från 1872 till 2015, men vi har exkluderat perioden kring de två världskrigen då det gemensamma tillväxtmönstret tillfälligt upphörde.

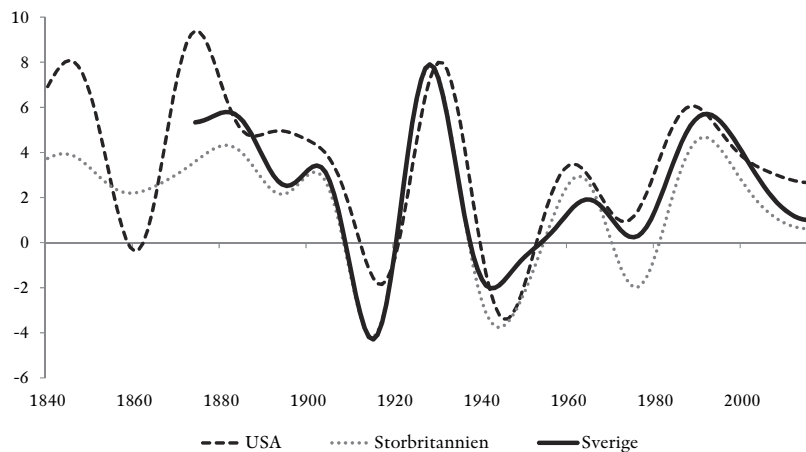
Som förväntat påverkar inflationen den nominella räntenivån på lång sikt. Enligt våra skattningar leder en trendmässig uppgång i inflationen på 1 procentenhet till en lika stor ökning av den nominella räntan. Även tillväxten påverkar räntan. Stiger den långsiktiga tillväxten med 1 procentenhet stiger den långsiktiga räntan med 0,18 procentenheter året efter (se

<sup>10</sup> Realräntan är beräknad som nominell ränta minus inflation mätt med konsumentprisindex.

<sup>11</sup> Den långa räntan mäts som avkastningen på en 10-årig statsobligation.

<sup>12</sup> Modellen är skattad med en bandspektrum-regression, vilken är en skattningsmetod utvecklad för att skilja på kortsiktiga och långsiktiga förändringar. Se Andersson (2016).

Figur 2  
Långsiktig realränta  
(procent) mellan  
1840 och 2015 för  
Sverige, Storbritan-  
nien och USA



Källa: Egna skattningar baserade på data från Officer (2017), Edvinsson m fl (2014), samt Thompson Financial Datastream.

modell 1, tabell 3). Detta är den omedelbara effekten. Räntan fortsätter att stiga därefter och efter ca fem år har räntan stigit med totalt 1,6 procentenheter.<sup>13</sup> Sambandet mellan tillväxt och ränta är stabilt över tiden. Om vi enbart skattar modellen på data från 1950–2015, modell 2, finner vi att en uppgång i tillväxten på 1 procentenhet leder till att räntan stiger med 1,6 procentenheter efter ca fem år, precis som i modell 1. På kort sikt påverkas räntan inte av tillväxten, men tillväxten sjunker då räntan stiger (se modell 3 och modell 4).

Realräntan har fallit med ca 3 procentenheter sedan slutet av 1990-talet. Med våra enkla historiska korrelationer kan vi förklara mellan 2 och 2,5 procentenheter av detta fall med hjälp av lägre trendtillväxt. Mellan 0,5 och 1 procentenhet förklaras av andra faktorer. Enligt tabell 1 är lägre avkastning från IKT en av de viktigaste faktorerna bakom lägre trendtillväxt och därmed lägre realräntor. Stiger trendtillväxten framöver kommer även räntan att stiga. Om de historiska sambanden består, kommer räntan att stiga mer än tillväxten.

### 3. Kan penningpolitiken stoppa sekulär stagnation?

Analysen så här långt tyder på att ekonomin genomgår en fas av sekulär stagnation i bemärkelsen att tillväxten begränsas av lägre produktivitetstillväxt än under 1990-talet. Detta för med sig lägre företagsinvesteringar och lägre räntor. Penningpolitiken kan inte påverka detta, men den påverkas av det. Lägre centralbanksräntorna jämfört med 1990-talet förefaller ofrån-

<sup>13</sup> Modellen är dynamisk. Det betyder att den fulla effekten av en förändring i tillväxten sker först efter något år. Den totala effekten ges av parametern av den långsiktiga tillväxten delat med (1 minus parametern för den beroende variabeln): I modell 1 är effekten  $0,18 / (1 - 0,89) \approx 1,6$ .



Tabell 3  
Skattat samband mellan tillväxt, ränta och inflation

		Ränta		Tillväxt	
		M1 1872–1910, 1950–2015	M2 1950–2015	M3 1872–1910, 1950–2015	M4 1950–2015
Långsikt	Tillväxt <sub>t-1</sub>	0,18** (0,07)	0,26*** (0,08)		
	Inflation <sub>t-1</sub>	0,10*** (0,03)	0,19*** (0,05)	0,07 (0,08)	0,01 (0,10)
	Ränta <sub>t-1</sub>			-0,12 (0,09)	-0,06 (0,09)
Kortsikt	Tillväxt <sub>t-1</sub>	0,01 (0,02)	0,01 (0,05)		
	Inflation <sub>t-1</sub>	0,00 (0,02)	0,00 (0,04)	-0,27*** (0,09)	-0,36*** (0,11)
	Ränta <sub>t-1</sub>			-0,67** (0,30)	-0,46* (0,28)
	Beroende variabel <sub>t-1</sub>	0,89*** (0,04)	0,84*** (0,04)	0,08 (0,11)	0,12 (0,15)
	Konstant	-0,15 (0,26)	-0,49* (0,28)	3,10*** (0,64)	2,74*** (0,82)
	Justerat R <sup>2</sup>	0,96	0,96	0,14	0,27

*Anm:* Beroende variabel är den nominella avkastningen på en 10-årig statsobligation. Modellen är skattad på genomsnittlig data från Sverige, USA och Storbritannien.

\*\*\*, \*\* och \* betecknar en statistisk signifikans på 1, 5 och 10 procent nivå.

*Källa:* Egna skattningar.

komligt. Utvecklingen väcker dock tre frågor. Finns det några sidoeffekter av lägre ränta? Hur mycket bör centralbanken sänka räntan? Är penningpolitiken rätt verktyg för att motverka sekulär stagnation orsakad av lägre potentiell tillväxt?

Lägre räntor är i sig inte oproblematiska. Avreglering av finansmarknader samt finansiella innovationer har ökat "elasticiteten" i det finansiella systemet (Borio 2014). Kreditgivningen i ekonomin kan därmed öka i snabbare takt än tidigare. Lägre räntor stimulerar till ökat risktagande samt högre skuldsättning. Om elasticiteten i det finansiella systemet är hög, kan krediterna öka snabbare än den realekonomiska utvecklingen. Företagens investeringsbeslut är relativt okänsliga för förändringar i räntan (Sharpe och Suarez 2014; Kothari m fl 2014). Som tabell 1 visar har företagens sparande ökat och deras investeringar sjunkit lägre räntor till trots. I stället är det hushållens skuldsättning som ökat snabbt.

Tabell 4 visar hushållens skuldsättning som andel av disponibel inkomst för tio utvecklade länder. De är uppdelade i två grupper. De som drabbades direkt av finanskrisen och de som enbart drabbades indirekt. Utvecklingen av krediterna visas för två perioder: tiden före finanskrisen (2002–08), kolumn 2, och tiden efter finanskrisen (2009–15), kolumn 3. Kreditgiv-

Tabell 4  
Hushållens skuldsättning i procent av disponibel inkomst

	Skulder			Reala fastighetspriser	
	Skuldkvot	Förändring i procentenheter		Förändring i procentenheter	
	2015 (1)	2002–08 (2)	2009–15 (3)	2002–08 (4)	2009–15 (5)
Indirekt drabbade av finanskrisen					
Sverige	179	+40	+20	+54	+44
Australien	212	+45	+21	+56	+22
Kanada	175	+43	+18	+64	+16
Finland	130	+46	+13	+49	+4
Norge	222	+59	+14	+42	+26
Direkt drabbade av finanskrisen					
Danmark	292	+103	-48	+50	-10
Irland	208	+121	-23	+77	-32
Spanien	122	+63	-28	+70	-37
Storbritannien	150	+53	-20	+44	-5
USA	112	+28	-24	+50	+2

Källa: OECD (2017d), BIS (2017) och Thompson Financial Datastream.

ningen till hushållen ökade kraftigt i alla länder före krisen med mellan 28 och 121 procentenheter, se kolumn 2. Krediterna gick främst till bostadsköp och bostadsinvesteringar med stigande reala fastighetspriser som resultat, se kolumn 4. Uppgången i skulder och fastighetspriser är något snabbare i de länder som direkt drabbades av finanskrisen 2008 än i de länder som drabbades indirekt. Högre skuldsättning hos hushållen och stigande fastighetspriser föregår ofta finansiella kriser (Borio 2014; Andersson och Jonung 2015). I de länder som direkt drabbades av finanskrisen blev hushållens skulder ohållbara 2008. I dessa har både skulder och fastighetspriser fallit efter krisen. I de länder som drabbades indirekt av finanskrisen har de låga räntorna bidragit till en fortsatt skulduppbyggnad och stigande fastighetspriser. I Sverige har skulderna ökat med 20 procentenheter mellan 2009–15 och fastighetspriserna med 44 procent. Detta följer på en uppgång i skulderna och fastighetspriserna på 40 respektive 54 procentenheter under åren 2002–08. Uppgången i fastighetspriserna är inte enbart ett resultat av lägre räntor. Bostadsbrist bidrar också till högre priser i Sverige. Fallande räntor är dock en mycket viktig faktor bakom de högre priserna.

Under 2010-talet har den internationella penningpolitiken succesivt blivit allt mer expansiv. Inte bara de korta räntorna har sänkts utan centralbanker har även köpt obligationer för att sänka de långa räntorna. De långa räntorna är därför lägre än om marknaden själv skulle ha bestämt räntenivån. Sekulär stagnation är alltså inte den enda orsaken bakom de låga räntorna. Penningpolitiken har pressat ned räntorna ytterligare i ett försök att stimulera ekonomin.

I samband med finanskrisen 2008 bidrog den expansiva penningpolitiken till att minska de finansiella och reala skadeverkningarna av krisen (Haldane m fl 2016). Efter krisen har hushållen i de länder som direkt drabbades av krisen ökat sitt sparande för att minska sin skuldsättning. Denna omställning är en nödvändig korrigerings efter en kraftig skulduppbyggnad. Högre sparande leder också till lägre efterfrågan. Penningpolitiken har därför förblivit expansiv efter krisen för att motverka fallet i efterfrågan. Effekten på den reala ekonomin har varit begränsad och tillfällig (Borio och Zabi 2016). Trendtillväxten och företagens investeringar som andel av BNP har inte ökat. De grundläggande tillväxtproblemen kvarstår. Tillfälliga uppgångar i tillväxten har varit ett resultat av ökad privat konsumtion genom att hushållen tidigare lägger sina konsumtionsbeslut. Hushållen i de länder som direkt drabbades av finanskrisen har reducerat återbetalningstakten på sina lån (OECD 2017d). Den nödvändiga korrigeringen av hushållens skuldproblem skjuts därmed på framtiden (Borio 2014).

Finansmarknader är i dag globala. Även länder som inte direkt drabbades av krisen har därför påverkats av den förda krispolitiken. Räntorna har fallit även i dessa länder. Hushållens skulduppbyggnad och stigande fastighetspriser har därmed ökat, vilket på sikt hotar den finansiella stabiliteten.

Slutsatsen är att det finns en överdriven tilltro till stabiliseringspolitikens möjlighet att stabilisera tillväxten kring en hög nivå. Tillväxtproblemen är långsiktiga och i huvudsak ett utbudsproblem. Endast utbudsreformer som höjer ekonomins tillväxtpotential kan lösa det problemet. Som Hansen (1939) noterade är lösningen på sekulär stagnation mer innovationer och högre produktivitetstillväxt. Detta kan inte penningpolitiken skapa. Jakten på högre tillväxt via en expansiv penningpolitik leder till ökade risker för finansiella obalanser och därmed till nya kriser (King 2016; Summers 2016), med potentiellt långsiktig skada på ekonomin (Rogoff 2015).

## 4. Sammanfattning

Världsekonomin genomgår en längre period av stagnation för närvarande, främst som ett resultat av att IKT inte längre bidrar lika mycket till tillväxten som på 1990-talet. En expansiv penningpolitik kan temporärt höja tillväxten till priset av högre hushållsskulder, men den kan inte lösa det långsiktiga tillväxtproblemet. En negativ inverkan av penningpolitiken på den finansiella stabiliteten kan i stället motverka en uppgång i tillväxten och därmed få långsiktiga negativa konsekvenser på samhällsekonomin (Rogoff 2015).

Att döma av det historiska tillväxtmönstret kan vi förvänta oss en uppgång i tillväxten när produktivitetstillväxten stiger. Det är osannolikt att tiden för nya stora innovationer med stor inverkan på makroekonomin skulle vara över (Eichengreen 2015; Andersson och Nilsson 2016). Tillväxten kommer troligen inte att bli lika hög som under 1950- och 1960-talen men det finns inget som säger att den inte kan bli lika hög som under slutet

av 1990-talet. Vi bör således ställa in oss på att tillväxt och räntor kommer att stiga framöver.

Lägre produktivitetstillväxt är inte den enda faktorn som påverkat räntorna negativt under senare år. Även finanskrisen har pressat ner räntorna genom att minska efterfrågan i ekonomin medan hushållen reducerar sin skuldbörda. Efterhand som effekten av finanskrisen klingar av kan vi förvänta oss att räntorna stiger. Kombinationen av högre tillväxt och minskad effekt av finanskrisen kan resultera i att räntorna stiger snabbt.

Vi kan dra två slutsatser när det gäller stabiliseringspolitiken. För det första, det finns för stor tilltro till att penningpolitiken kan stabilisera ekonomin kring en konstant och hög tillväxttakt. Penningpolitiken kan motverka kortsiktiga chocker som drabbar ekonomin men inte motverka en sekulär nedgång i tillväxten orsakad av lägre produktivitetstillväxt.

För det andra, finansiella avregleringar och innovationer har ökat elasticiteten i det finansiella systemet. Medan räntesänkningarna inte har haft någon varaktig inverkan på den reala ekonomin har de haft en större inverkan på det finansiella systemet. Penningpolitiken kan därför inte enbart fokusera på utvecklingen i den reala ekonomin. Den måste även ta hänsyn till den finansiella utvecklingen. Olika typer av kreditregleringar som amorteringskrav kan bidra till att öka stabiliteten i det finansiella systemet. Regleringarnas inverkan begränsas emellertid av den expansiva penningpolitiken (Stein 2013; Summers 2016). Så länge penningpolitiken förblir mycket expansiv ökar de finansiella hoten. Penningpolitik och finansiell stabilitet går därför hand i hand. Det behövs ett nytt penningpolitiskt ramverk som värnar om både finansiell- och real ekonomisk stabilitet (se Jonung 2017).

## REFERENSER

Andersson, F N G (2016), "Identifying and Modeling Cycles and Long Waves in Economic Time Series", i Ljungberg, J (red), *Structural Analysis and the Process of Economic Development*, Routledge, London.

Andersson, F N G och L Jonung (2015), "Krasch-boom-krasch? Den svenska kreditcykeln", *Ekonomisk Debatt*, årg 43, nr 8, s 17–31.

Andersson, F N G och L J Nilsson (2016), "Makroinnovationer, långsiktig ekonomisk utveckling och framtida utsläpp av växthusgaser", i *En Klimat- och luftvårdsstrategi för Sverige*, SOU 2016:47, del 2.

BIS (2017), *Residential Property Prices: Selected Series (Nominal and Real)*, [www.bis.org/statistics/pp\\_selected.htm](http://www.bis.org/statistics/pp_selected.htm).

Borio, C (2014), "The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?", *Journal of Banking and Finance*, vol 45, s 182–198.

Borio, C och A Zabi (2016), "Unconventional Monetary Policies: A Re-appraisal", BIS

Working Paper 570, Basel.

Edvinsson, R, T Jacobsson och D Waldenström (red) (2014), *Volume II: House Prices, Stock Returns, National Accounts, and the Riksbank's Balance Sheet, 1620–2012*, Ekerlids Förlag, Stockholm.

Eichengreen, B (2015), "Secular Stagnation the Long View", *American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol 105, s 66–70.

EU KLEMS (2009), *Growth and Productivity Accounts: November 2009 Release*, [www.euklems.net/euk091.shtml](http://www.euklems.net/euk091.shtml).

Gordon, R J (2014), "The Turtle's Progress: Secular Stagnation Meets the Headwinds", i Teulings, C och R Baldwin (red), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, CEPR Press, London.

Gordon, R J (2015), "Secular Stagnation: A Supply-Side View", *American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol 105, s 54–59.

Gordon, R J (2016), *The Rise and Fall of American Growth*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.

- Gruber, J W och S B Kamin (2015), "The Corporate Savings Glut in the Aftermath of the Global Financial Crisis", Board of Governors International Finance Discussion Papers 1150, Washington.
- Haldane, A G, M Roberts-Sklar, T Wieladek och C Young (2016), "QE: The Story So Far", Bank of England Working Paper 624, London.
- Hansen, A H (1939), "Economic Progress and Declining Population Growth", *American Economic Review*, vol 29, s 1-15.
- Hills, S, T Ryland och N Dimsdale (2010), "The UK Recession in Context - What Do Three Centuries of Data Tell Us?", *Bank of England Quarterly Journal*, vol 4, s 277-291.
- Jonung, L (2017), "Jakten på den stabila stabiliseringspolitiken", *Ekonomisk Debatt*, årg 45, nr 4, s 26-40.
- King, M (2016), *The End of Alchemy. Money, Banking and the Future of the Global Economy*, Little Brown, London.
- Kothari, S P, J Lewellen och J B Warner (2014), "The Aggregate Behavior of Corporate Investments", MIT Sloan Research Paper 5112-14, Cambridge MA.
- Maddison, A (2010). *Historical Statistics*, databas, www.ggdc.net/maddison/oriindex.htm.
- OECD (2017a), *Net Lending/Borrowing by Sector (Indicator)*, data.oecd.org/natincome/net-lending-borrowing-by-sector.htm#indicator-chart.
- OECD (2017b), *Investment (GFCF) (Indicator)*, data.oecd.org/gdp/investment-gfcf.htm.
- OECD (2017c), *Employment Rate (Indicator)*, data.oecd.org/emp/employment-rate.htm.
- OECD (2017d), *Financial Indicators - Stocks: Private Sector Debt*, stats.oecd.org/index.aspx?queryid=34814.
- Officer, L H (2017), "What Was the Interest Rate Then?", Measuring Worth.com, www.measuringworth.com/interestrates/.
- Rachel, L och T D Smith (2015), "Secular Drivers of the World Interest Rate", Bank of England Working Paper 571, London.
- Rogoff, K (2015), "Debt Supercycle, Not Secular Stagnation", VOXEU, voxeu.org/article/debt-supercycle-not-secular-stagnation.
- Schön, L (2006), *Tankar om cykler*, SNS Förlag, Stockholm.
- Schön, L och O Krantz (2015), "New Swedish Historical National Accounts since the 16th Century in Constant and Current Prices", Lund Papers in Economic History 140.
- Sharpe, S A och G Suarez (2014), "The Insensitivity of Investments to Interest Rates: Evidence from a Survey of CFOs", FEDS Working Paper 2014-02, Washington.
- Stein, J C (2013), *Overheating in Credit Markets: Origins, Measures, and Policy Responses*, Tal i Federal Reserve Bank of St Louis, 7 februari 2013, www.federalreserve.gov/newsevents/speech/stein20130207a.htm.
- Summers, L H (2014), "Reflections on the Secular Stagnation Hypothesis", i Teulings, C och R Baldwin (red), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, CEPR Press, London.
- Summers, L H (2015), "Demand Side Secular Stagnation", *American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol 105, s 60-65.
- Summers, L H (2016), "Secular Stagnation and Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol Second Quarter, s 93-110.
- Wicksell, K (1898), *Geldzins und Güterpreise. Eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmende Ursachen*, Verlag von Gustav Fischer, Jena.