



LUND UNIVERSITY

Lunds universitets remissyttrande över Karnit Flug och Patrick Honohan Utvardering av Riksbankens penningpolitik 2015-2020. (Rapport från riksdagen 20211222 RFR4).

Andersson, Fredrik N G; Jonung, Lars

2022

Document Version:
Förlagets slutgiltiga version

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):
Andersson, F. N. G., & Jonung, L. (2022, maj 25). Lunds universitets remissyttrande över Karnit Flug och Patrick Honohan Utvardering av Riksbankens penningpolitik 2015-2020. (Rapport från riksdagen 20211222 RFR4).

Total number of authors:
2

General rights

Unless other specific re-use rights are stated the following general rights apply:
Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Read more about Creative commons licenses: <https://creativecommons.org/licenses/>

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

LUND UNIVERSITY

PO Box 117
221 00 Lund
+46 46-222 00 00

Lunds universitets remissyttrande över Karnit Flug och Patrick Honohan *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020. (Rapport från riksdagen 2021/22: RFR4).*

Inledning

Finansutskottet inbjuder regelbundet externa och oberoende ekonomer att granska den svenska penningpolitiken. Nu har Riksbankens politik under perioden 2015–2020 utvärderats av Karnit Flug, tidigare chef för Israels centralbank, och Patrik Honohan, tidigare innehavare av samma post för Irlands centralbank. Åren som granskas är penningpolitiskt sett en dramatisk period med negativa styrräntor, en snabbt växande balansräkning för Riksbanken, pandemins första år samt raskt stigande priser på aktier och bostäder. Den förda penningpolitiken är unik i Riksbankens långa historia: aldrig tidigare har en så expansiv penningpolitik bedrivits under fredstid att döma av nivån på styrräntan och omfattningen av Riksbankens köp av värdepapper.

Hur ser då Flug och Honohan på denna period? I stort sett ger de beröm. ”Riksbankens politik har varit kraftfull och expansiv” (s. 7). Riksbanken har bestått provet väl” (s. 15 och upprepat på s. 84). De finner att penningpolitiken varit väl avvägd och effektiv. Trots detta goda betyg lägger Flug och Honohan fram tio rekommendationer rörande den framtida penningpolitiken.

Universitetet instämmer i flera av dessa rekommendationer, men vill samtidigt notera att utvärderingen inte går på djupet i viktiga frågor. Flera av Flugs och Honohans slutsatser är dåligt underbyggda. De saknar i många

fall empiriskt stöd. Dessa bör därför snarast tolkas som åsikter från Flugs och Honohans sida och inte konklusioner grundade i solid analys.

Remissyttrandet från Universitet består av tre delar. Först ger vi vår syn i avsnitt 1 på de rekommendationer som Flug och Honohan presenterar under rubriken *Rekommendationer*. I avsnitt 2 lägger vi fokus på vad vi ser som tre centrala brister i deras utvärdering. Först, betonar vi att utlandsberoendet, det vill säga den realekonomiska integrationen av svensk ekonomi i den europeiska ekonomin, måste uppmärksammas för att få en korrekt analys av penningpolitikens effekter. Denna aspekt får inte en tillräcklig uppmärksamhet hos Flug och Honohan. Sedan diskuterar vi penningpolitikens inverkan på ojämlikheten med hjälp av data från Statistiska Centralbyrån. Här lägger Flug och Honohan fram starka slutsatser men utan referens till den faktiska utvecklingen. Deras konklusion att penningpolitiken inte haft någon större inverkan på ojämlikheten är inte förenligt med empirisk evidens.

Slutligen belyser vi effekterna av Riksbankens extremt expansiva politik på svensk ekonomi under åren med högkonjunktur. Riksbanken avviker nämligen från ledande centralbanker genom att ha infört negativ ränta och köp av värdepapper under en högkonjunktur. De ledande centralbankerna har enbart använt sig av dessa verktyg vid större kriser, det vill säga under lågkonjunktur.

I avsnitt 3 tar vi upp några övriga reflektioner kring rapporten. Vår avslutande bedömning finns i avsnitt 4.

1. Flugs och Honohans tio rekommendationer

Flug och Honohan presenterar tio rekommendationer för den framtida penningpolitiken, se s. 19–24. Universitetet ställer sig bakom flertalet av dessa rekommendationer.

R.1 Riksbankens penningpolitiska mandat

Flug och Honohan välkomnar utvidgningen av Riksbankens penningpolitiska mandat till att även inkludera produktion och arbetslöshet som sekundära mål vid sidan av det primära målet prisstabilitet. Denna tanke har redan fått genomslag i den nya riksbankslagen.

Universitetet instämmer i Flugs och Honohans bedömning att Riksbanken redan tagit realekonomiska hänsyn och att det nya penningpolitiska målet har begränsad betydelse för den i förda penningpolitiken. Universitetet vill dock varna för de målkonflikter som lätt uppstår när penningpolitiken får flera explicita mål vid sidan av det centrala inflationsmålet. Det kommer uppstå situationer då målet om låg inflation hamnar i konflikt med målen om hög produktion och låg arbetslöshet. Enligt lagen ska Riksbanken då prioritera låg inflation, men det kan uppstå ett starkt politiskt tryck på Riksbanken att prioritera låg arbetslöshet. Processen kan lätt leda till en förskjutning mellan det primära och det sekundära målet.

Penningpolitiken under 1970-talet belyser faran med att ge full sysselsättning hög prioritet. Då tidens implicita sysselsättningsmål resulterade i varaktigt hög inflation och med tiden även i stigande arbetslöshet (se bland annat Andersson, 2022 och Jonung, 1999). Som 1970-talet illustrerar, om full sysselsättning blir ett explicit mål, finns risken att sysselsättningsmålet prioriteras före inflationsmålet vid tillfällen då en målkonflikt uppstår. Med tiden leder det lätt till för hög inflation.

R.2 Målet

Flug och Honohan anser att övergången från KPI till KPIF som målvariabel, dvs från det traditionella konsumentprisindexet till ett konsumentprisindex med fast bolåneränta, varit framgångsrik. Vidare anser de att Riksbanken bör kontinuerligt utvärdera inflationsmålets utformning i vidare bemärkelse med hänsyn till hur ledande centralbanken utvecklar sina penningpolitiska strategier.

Universitetet delar synen att övergången från KPI till KPIF varit lyckad samt att Riksbanken kontinuerligt bör utvärdera sin strategi. Här vill universitetet dock notera att kraven på att Riksbanken ska utvärdera och uppdatera sin penningpolitik har blivit mindre framträdande i den nya riksbankslagen jämfört med den föregående lagen. Enligt förarbetena till den gamla riksbankslagen var det explicit att Riksbanken hade mandatet att uppdatera och anpassa inflationsmålet till nya omständigheter (Proposition 1997/98:40 s52).¹

Trots det rådande mandatet valde Riksbanken att inte anpassa inflationsmålet efter den låginflationsmiljö som uppstod efter den globala finanskrisen 2008/09 och i samband med den europeiska skuldkrisen 2010–2015 då det fanns goda skäl att se över målet. När inflationen är låg i hela omvärlden är det osannolikt att Riksbanken kan avvika och uppnå en högre inflationstakt. Istället för att uppdatera målet valde Riksbanken att genomföra stora efterfrågestimulanser mitt i en konjunkturuppgång. Resultatet blev en kraftig uppgång i hushållens skuldsättning samt i fastighetspriserna medan konsumentprisernas ökning liksom i omvärlden förblev låg (Andersson och Jonung, 2020).

Sannolikheten att Riksbanken kommer anpassa inflationsmålet efter nya omständigheter på egen hand är således liten. Den har troligen minskat i samband med den nya riksbankslagen som kräver att Riksdagen ska godkänna de förändringar i inflationsmålet som Riksbanken föreslår. Universitetet anser att det är lämpligt att det finns en flexibilitet i inflationsmålets utformning, men dagens strukturer torde motverka en sådan flexibilitet.

R.3 Verktygslådan – räntor

Flug och Honohan anser att negativa räntor varit effektiva och att de även i framtiden ska vara en del av den penningpolitiska verktygslådan.

¹ Se

<https://www.regeringen.se/contentassets/1f1cfaefa7e34fdb9e075fe396f60de1/riksbankens-stallning>

Universitet anser att de penningpolitiska verktygen inte i förväg bör begränsas utan penningpolitiken måste ha utrymme att agera i nya oförutsägbara situationer. Universitetet delar dock inte Flugs och Honohans syn att de negativa räntorna varit effektiva. De har haft en påtaglig inverkan på finansmarknaderna, men dess realekonomiska påverkan har varit ytterst begränsad. De negativa räntorna har i huvudsak påverkat den finansiella stabiliteten negativt genom att inflatera fastighetspriser och öka hushållens skuldsättning (Andersson och Jonung, 2020).

Här vill Universitetet betona att Flugs och Honohans diskussion om de negativa räntornas inverkan på samhällsekonomin inte underbyggs av någon ekonomisk analys. Vad de baserar sin bedömning på framgår tyvärr inte av deras granskning. Som vi visar nedan i avsnitt 2 drar de för starka slutsatser rörande effekten av de negativa räntorna. Universitetet kan därför inte ställa sig bakom den bild av den förda penningpolitiken som Flug och Honohan målar upp.

R.4 Verktyslådan – tillgångsköp

Flug och Honohan anser att Riksbankens tillgångsköp (balansräkningsåtgärderna) har varit ett värdefullt verktyg och att detta instrument även i framtiden bör ingå i den penningpolitiska verktyslådan.

Som Universitetet redan påpekat bör de tillgängliga penningpolitiska verktygen inte i förväg begränsas i onödan. Vidare anser Universitetet att tillgångsköp är ett viktigt penningpolitiskt verktyg vid större finansiella kriser. Med undantag för direkta krissituationer är effekten av dessa verktyg på den reala ekonomin och KPIF-inflationen dock små. Däremot har de en stark inverkan på den finansiella stabiliteten både i normala tider och under kriser. Riksbanken är unik bland centralbanker i utvecklade länder genom att den genomförde stora tillgångsköp under högkonjunkturen 2015–19 (Andersson och Jonung, 2020; Andersson, 2021). Utfallet blev i huvudsak kraftigt växande finansiella obalanser. Universitetet anser att det är

nödvändigt att tillgångsköpen ses som ett krisverktyg och inte som ett penningpolitiskt verktyg som kan användas under normala konjunkturförhållanden.

R.5 Att avsluta expansiva åtgärder

Flug och Honohan anser att Riksbanken bör uppmärksamma scenarier där tillgångsköpen dras tillbaka och förtydliga sina planer på hur dessa kan avvecklas.

Universitet instämmer helt i denna rekommendation. Inget land har hittills i någon större grad lyckats avveckla stora tillgångsköp. Det är viktigt att Riksbanken noga studerar hur detta kan gå till samt vilka effekter en ”normalisering” av Riksbankens balansräkning kan få på svensk ekonomi. Här bör Riksbanken vara öppen om de förluster som är troliga i samband med försäljningen av det stora obligationsinnehavet som byggts upp under åren med exceptionellt stora tillgångsköp.

R.6 Växelkursen

Flug och Honohan anser att det är tillräckligt att Riksbanken stabiliserar värdet på kronan inom sitt prisstabilitetsmandat. Riksbanken bör därutöver inte sträva att söka stabilisera växelkursen.

Universitet instämmer i denna bedömning men vill samtidigt påpeka att den expansiva penningpolitiken under högkonjunkturen 2015–19 bidrog till en kraftig försvagning av den svenska kronan (Andersson och Jonung, 2020). En långsiktig försvagning av värdet på den svenska kronan minskar omvandlingstrycket i samhällsekonomin och kan därmed försvaga den långsiktiga tillväxten. Universitetet anser att det är viktigt att Riksbanken tar hänsyn till sådana möjliga långsiktiga effekter av sina penningpolitiska beslut.

R.7 Kommunikation och framåtblickande vägledning

Flugs och Honohans diskussion om den framåtblickande vägledningen (så kallad forward guidance) handlar i huvudsak om Riksbankens

ränteprogno­ser. Denna har sedan 2007 utgjort ett viktigt penningpolitiskt verktyg för Riksbanken. Genom att prognostisera den framtida styrräntan och därmed sina framtida penningpolitiska beslut hoppades Riksbanken kunna påverka privata aktörers förväntningar och på så vis få till stånd en mer effektiv penningpolitik.

Ränteprogno­serna har dock varit förenade med stora problem redan från sin start (Andersson och Jonung, 2019). Tre centrala problem har varit

- i) att prognoserna har genomgående varit felaktiga,
- ii) privata aktörer har sett prognoserna som ett löfte, inte enbart som en prognos och
- iii) enskilda ledamöter har lagt för stor vikt vid prognoserna vid de penningpolitiska mötena.

I sin utvärdering av Riksbankens politik skrev Goodfriend och King (2016, s. 7) följande ”[d]et är något surrealistiskt över den precision med vilken enskilda direktionsledamöter uttalade sig om den framtida reporäntebanan med tanke på hur oviss framtiden var och det faktum att marknaden i sina egna förväntningar inte fäste särskilt mycket avseende vid den publicerade räntebanan.”. Vidare noterade de (s. 7) ”[p]rotokollen från de penningpolitiska mötena visar att såväl majoritets- som minoritetsledamöterna i direktionen påfallande sällan ifrågasatte resultaten av modellsimuleringar”.

De svagheter med ränteprogno­serna som Flug och Honohan lyfter fram är inget nytt. Det är ett återkommande problem som Riksbanken trots att den publicerat ränteprogno­ser under 15 år inte löst. Goodfriend och King (2016) rekommenderade Riksbanken att utvärdera erfarenheterna med att publicera räntebanan. Lunds universitet föreslog att ränteprogno­sen skulle avskaffas eftersom den hade tydliga negativa men få positiva effekter (Lunds universitet, 2016). Finansutskottet valde att avslå universitetets rekommendation (Finansutskottet 2015/16:FiU41).²

² https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/arende/betankande/utvardering-av-riksbankens-penningpolitik_H301FiU41/html#_Toc453846163

Eftersom svagheterna med ränteprognosen återigen står i fokus för utvärderingen av penningpolitiken vill Universitetet på nytt föreslå att Riksbanken tydligt utvärderar ränteprognoserna, i synnerhet den roll de spelar vid de penningpolitiska mötena samt i den externa kommunikationen. De förändringar som genomfördes i den penningpolitiska strategin när Riksbanken gick från inflationsprognos till ränteprognos 2007 var olyckliga. De bidrog till en alltför expansiv penningpolitik under högkonjunkturen 2015–19 (Andersson och Jonung, 2019).

R.8 Transparens i direktionens överläggningar

Flyg och Honohan anser att Riksbanken är transparent, men mötesprotokollen från direktionens möten kan vara svåra att följa eftersom de inte är strukturerade kring specifika frågor.

Universitetet instämmer med utvärderarna att Riksbanken är en transparent centralbank. Universitetet har ingen rekommendation om hur mötesprotokollen bör förbättras.

R.9 Sekundärt mandat för finansiell stabilitet

Flug och Honohan noterar att förslaget till ny riksbankslag ger Riksbanken ett tydligare mandat för finansiell stabilitet men att uppdelningen av ansvaret för den finansiella stabiliteten mellan Riksbanken och Finansinspektionen på många sätt är olycklig. De två målen prisstabilitet och finansiell stabilitet måste samordnas på ett konstruktivt sätt för att få till stånd en väl fungerande penningpolitik.

Universitetet delar helt denna syn. Finansiell stabilitet är en förutsättning för att bedriva en framgångsrik penningpolitik. Penningpolitiska beslut påverkar även den finansiella stabiliteten. Den svenska uppdelningen på två myndigheter är olycklig. Universitetet anser att Riksbanken mandat för finansiell stabilitet bör förstärkas. Vid finansiella kriser är det främst Riksbanken som har de finansiella resurser som behövs för att motverka kriser.

R.10 Penningpolitikens sidoeffekter på aspekter på miljö, sociala frågor och styrning

Som Flug och Honohan noterar är de flesta av penningpolitikens effekter på miljö och sociala frågor indirekta. Det är därför svårt för Riksbanken att beakta dessa vid utformningen av penningpolitiken.

Universitet delar Flugs och Honohans syn att penningpolitikens effekter på ojämlikheten är komplexa samt att det krävs ytterligare studier av dessa. Universitetet beklagar att Flug och Honohan inte studerat data som faktiskt finns över ojämlikheten. De visar nämligen att penningpolitiken inte har minskat inkomstojämlikheten samtidigt som den med stor sannolikhet bidragit till att öka förmögenhetsojämlikheten (se avsnitt 2 nedan). Eftersom Flug och Honohan inte baserar sin diskussion kring effekten av penningpolitiken på ojämlikheten på tillgänglig statistik är deras bedömning här föga trovärdig.

2. Brister i Flug och Honohans granskning av Riksbankens penningpolitik

Flugs och Honohans genomgång av Riksbankens penningpolitik är något mindre detaljerad än tidigare utvärderingar – inte minst jämfört med Goodfriends och Kings utvärdering från 2016. Universitet ser tre centrala svagheter i Flugs och Honohans granskning.

För det första, de analyserar inte den realekonomiska integrationen av svensk ekonomi i den europeiska ekonomin. Denna integration påverkar inflationsutvecklingen i Sverige och måste uppmärksammas vid utvärderingen av penningpolitiken. För det andra, Flug och Honohan diskuterar penningpolitikens inverkan på ojämlikheten utan att studera det faktiska utfallet. De för fram teoretiska argument för potentiella effekter. Deras slutsatser om penningpolitikens möjliga påverkan på ojämlikheten i Sverige är alltså inte empiriskt underbyggda. För det tredje, de uppmärksammar inte den unika svenska konjunktursituation som rådde när

Riksbanken inledde sina köp av tillgångar 2015. I Sverige inträffade detta under en högkonjunktur medan ledande centralbanker använde sina tillgångsköp som ett krisverktyg.

Dessa tre svagheter påverkar utvärderingen av penningpolitiken. Den realekonomiska integrationen har reducerat Riksbankens möjligheter att påverka KPIF-inflationen. Inflationsnedgången 2011–2014 samt uppgången 2015–2019 berodde i hög grad på konjunkturutvecklingen i Europa, inte på den svenska penningpolitiken. Denna har istället haft stor inverkan på den inhemska fastighetsmarknaden och utvecklingen av hushållens skulder. Riksbankens experiment med negativ ränta och tillgångsköp under högkonjunkturen 2015–2019 bidrog inte i någon högre grad till stigande KPIF-inflation. Istället förvärrades de finansiella obalanser som byggts upp i Sverige under hela 2010-talet. När världsekonomin går mot högre räntor efter pandemin och kriget i Ukraina riskerar detta slå hårt mot svenska hushåll och svensk ekonomi.

Som Universitet tolkar utvecklingen var den svenska penningpolitiken under åren 2015–2019 ett experiment med stora negativa långsiktiga effekter på svensk ekonomi. Vi utvecklar detta resonemang närmare här nedan.

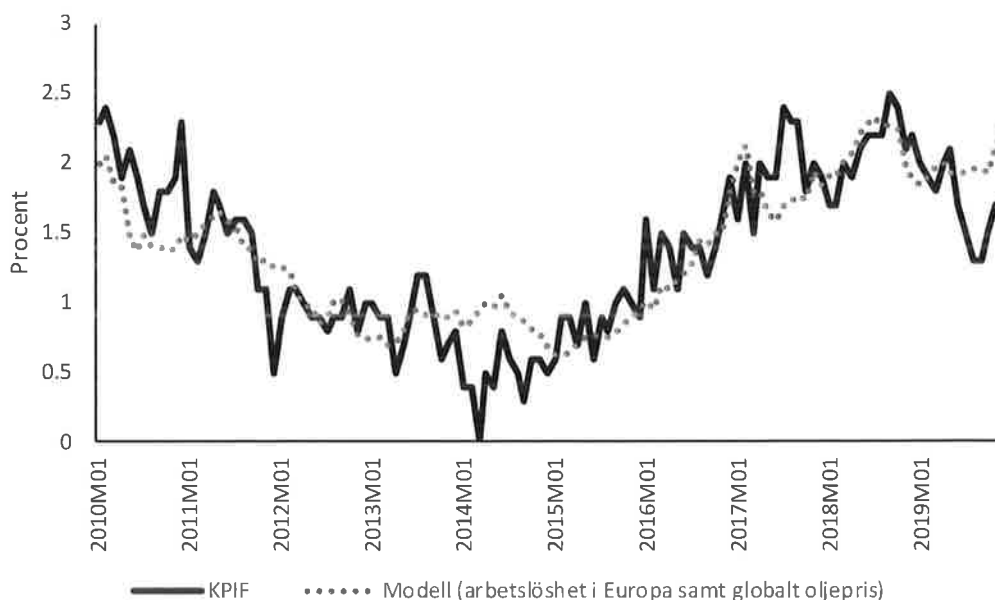
2.1. Utlandsberoendet

Globaliseringen (internationaliseringen) av svensk ekonomi behandlas av Flug och Honohan på två platser i deras rapport: när de diskuterar finansiell integration (s. 56 och s. 68), samt i deras analys av hur Riksbankens inflationsmål bör anpassas till ledande centralbankers penningpolitiska strategi (s. 19). Även växelkursens roll, hur den påverkas av den finansiella integrationen samt dess inverkan på KPIF-inflationen, behandlas (kapitel 5). Den realekonomiska integrationen som är fundamental för förståelsen av de faktorer som styr KPIF-inflationen diskuteras överhuvudtaget inte i rapporten.

Universitetet beklagar att den realekonomiska integrationen mellan Sverige och utlandet inte ingår i utvärderingen. Denna är central för att få grepp om utvecklingen av svensk KPIF-inflation under 2010-talet. Figur 1 illustrerar den svenska KPIF-inflationen 2010–2019 (svarta kurvan). Inflationen låg runt 2 procent 2010, därefter sjönk den fram till 2014 för att sedan långsamt stiga mot målet på två procent fram till 2019. Genom att enbart titta på kurvan är det lätt att dra slutsatsen att variationen i inflationstakten beror på Riksbankens penningpolitik. Räntorna steg fram till 2012 för att därefter sjunka och bli negativa 2015. Detta år påbörjade även Riksbanken sina tillgångsköp.

Problemet med denna analys är att den bortser från integrationen av svensk ekonomi med europeisk ekonomi. Figur 1 visar även en modellskattning av svensk inflation baserat på arbetslösheten i Europa (konjunkturen) samt det globala oljepriset. Den prickade grå kurvan visar den del av svensk KPIF-inflation som kan förklaras med hjälp av dessa två variabler. Som framgår av figuren är det nästan hela inflationsutvecklingen, såväl nedgången i inflationen 2010–2014 som uppgången 2015–2019, som beror på internationella faktorer. De inhemska svenska variablerna förklarar nästan inget av variationen i inflationen överhuvudtaget (se Andersson och Jonung, 2020b).

Det var inte en alltför stram svensk penningpolitik under första halvan av årtiondet som ledde till att inflationen sjönk. Den sjönk även i Europa på grund av den mycket svåra lågkonjunktur som drabbade Europa under skuldskrisen. Eftersom svensk ekonomi idag är så pass starkt integrerad i den europeiska ekonomin kan Sverige inte avvika från det internationella mönstret för konsumentprisinflationen. Uppgången i inflationen berodde på konjunkturförbättringen i Europa efter 2015.



Figur 1. KPIF-inflationen i Sverige samt en skattning av inflationen som påverkats av internationella faktorer

Källa: Andersson (2021).

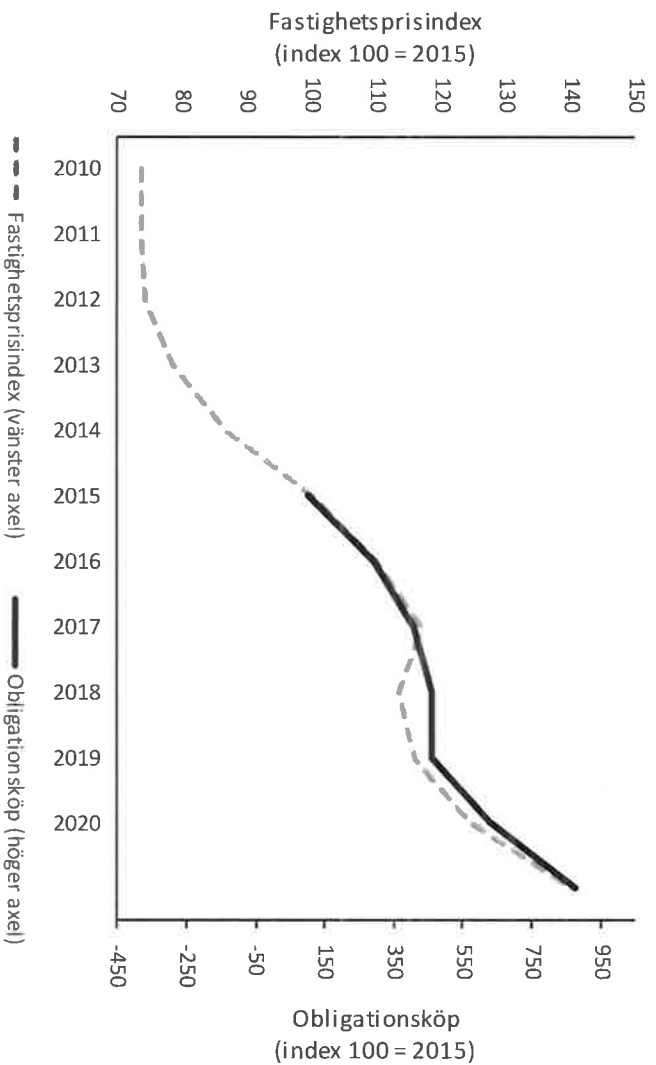
Flug och Honohan betonar att svensk penningpolitik måste anpassas efter ledande centralbankers penningpolitiska strategier. Universitetet anser att utvärderingen av svensk penningpolitik på ett liknande sätt måste ses i en global (eller åtminstone europeisk) kontext. När den globala inflationen är låg, kommer svensk inflation vara låg. Riksbanken förmår inte göra mycket åt detta förhållande, i synnerhet inte när variationerna i inflationen är så pass små som 1–2 procentenheter per år. Här vill Universitetet understryka att alla inflationsmätningar är osäkra. Det går inte att utesluta att variationer i inflations-skattningarna på 1 till 2 procentenheter kan bero på mätfel snarare än en förändring i den ”verkliga” inflationstakten.

Om vi tar hänsyn till den starka realekonomiska integrationen samt att Riksbankens påverkan på KPIF-inflationen därmed är mindre idag än tidigare, bör slutsatserna i utvärderingen av penningpolitiken under åren 2015–19 modifieras på följande sätt. De potentiellt positiva effekterna av den expansiva penningpolitiken blir mindre samtidigt som de potentiellt negativa effekterna blir större. Även om Riksbankens påverkan på KPIF-

inflationen har minskat över tiden är dess inverkan på inhemska fastighetspriser och de svenska hushållens skuldsättning fortsatt stor.

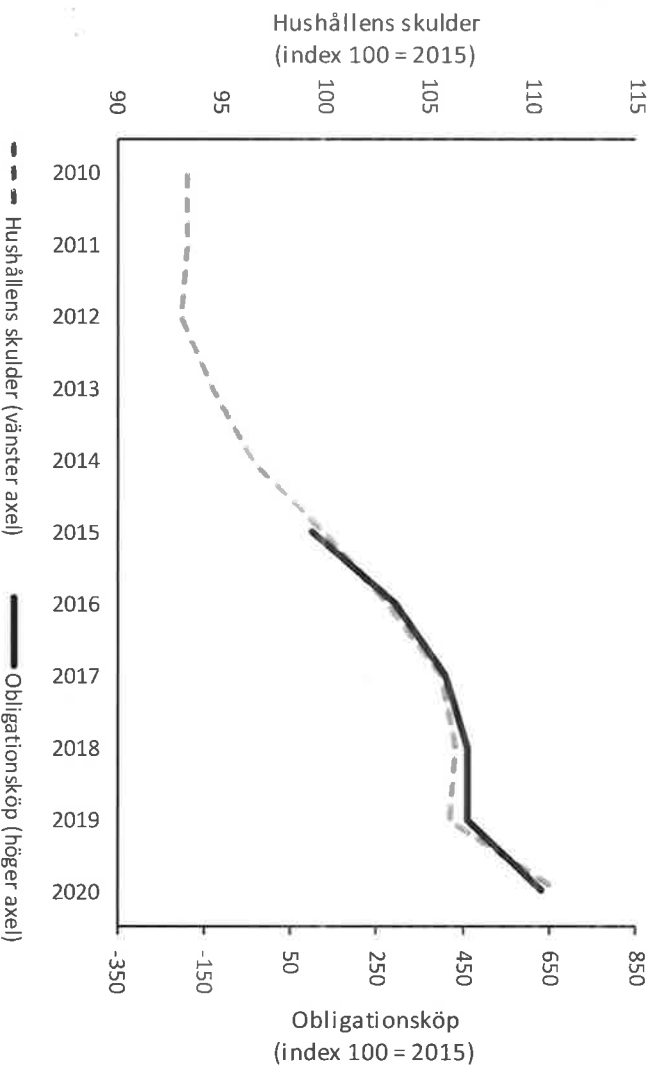
Figur 2 och Figur 3 visar utvecklingen på fastighetsmarknaden samt hushållens skulder i relation till disponibel inkomst 2010–2020. Figurerna illustrerar även storleken på Riksbankens tillgångsköp (svart kurva) som påbörjades 2015. Som framgår av figurerna förklaras större delen av uppgången i fastighetspriser och hushållsskulder av Riksbankens tillgångsköp. Under den inledande fasen 2015–2017 var tillgångsköpen stora och fastighetspriser och skulder steg snabbt. När takten på köpen avtog 2018–2019 stabiliserades situationen. När uppköpen tog fart igen under pandemin accelererade utvecklingen på nytt.

Utvecklingen på fastighetsmarknaden drivs alltså av Riksbankens tillgångsköp. Kreditregleringar som Finansinspektionen infört som bolånetak och amorteringskrav har inte haft någon betydande påverkan på den makroekonomiska utvecklingen, även om de kan ha haft stor inverkan på enskilda hushåll. Flug och Honohan skriver i rekommendation 9 att penningpolitiken kan ha en negativ inverkan på den finansiella stabiliteten om den inte tar hänsyn till dess inverkan på den finansiella sidan av ekonomin. Universitet delar helt denna syn. Figurerna 2 och 3 är tydliga illustrationer på hur en expansiv penningpolitik kan leda till växande finansiella obalanser.



Figur 2: Nominella fastighetspriser (vänster axel) samt storleken på Riksbankens obligationsköp (höger axel), 2010–2021.

Källa: Andersson (2021).



Figur 2: Hushållens skulder i relation till disponibel inkomst (vänster axel) samt storleken på Riksbankens obligationsköp (höger axel), 2010–2020.

Källa: Andersson (2021).

Den stigande inflationen efter pandemin och Ukraina-kriget har pressat upp de långa räntorna. Riksbanken varnar för närvarande för behovet av att strama åt penningpolitiken. En åtstramning och minskning av Riksbankens balansräkning skulle då få motsatt effekt på fastighetsmarknaden jämfört med den utveckling Figur 2 illustrerar. En kraftig åtstramning skulle slå hårt mot högt belånade hushåll. Svensk ekonomi riskerar bromsa in kraftigt. De obalanser som penningpolitiken byggt upp 2015–2019 riskerar därför att slå hårt mot svensk ekonomi under de kommande åren. Eftersom vinsterna av högre KPIF-inflation var små eller obefintliga måste vår bedömning bli att Riksbankens penningpolitik under högkonjunkturen 2015–2019 var alltför expansiv och således inte välavvägd.

Här vill vi notera att vi inte motsätter oss de tillgångsköp som genomfördes under våren och tidigt sommaren 2020 i samband med pandemins första våg. Oron på finansmarknaderna motiverade stora och snabba åtgärder av Riksbanken. Dock går det att ifrågasätta de köp som genomfördes efter sommaren 2020 när finansmarknaderna lugnat ned sig. De bidrog till den fortsatta uppgången av fastighetspriser och hushållens skulder som Figur 2 och 3 visar (Andersson och Jonung, 2020c).

Universitetet anser att penningpolitiken var alltför expansiv under högkonjunkturen 2015–2019 samt att varje utvärdering av svensk penningpolitik måste granska den realekonomiska integrationen av svensk ekonomi i den europeiska ekonomin. Vår diskussion om utlandsberoendet kan sammanfattas på följande sätt. Vår kritik gäller således transmissionsmekanismen för penningpolitiken i en liten öppen ekonomi som den svenska, starkt integrerade med omvärlden. Vår analys pekar på att den expansiva penningpolitiken under åren 2015–2020 i första hand har överförts till tillgångsmarknaden – inte till varumarknaden och arbetsmarknaden som antagandet är bakom de traditionella modellerna för inflationsmålpolitik. Denna kanal har öppnat för den kraftiga uppgången i tillgångspriserna samtidigt som den reala ekonomin, inklusive

konsumentpriserna, har styrts av internationella faktorer (se här Jonung, 2022).

Flug och Honohan berör mycket kortfattat denna diskussion i sin avslutning, se s. 84. Tyvärr avfärdas den raskt. I svaghet i deras utvärdering är därför att de inte tagit upp transmissionsmekanismen för penningpolitiken i hela sin utvärdering.

2.2. Penningpolitiken och ojämlikhet

Flug och Honohan hävdar att sambandet mellan penningpolitiken och jämlikhet är komplext. Enligt deras bedömning leder en expansiv penningpolitik till lägre inkomstojämlikhet genom att stimulera sysselsättning och tillväxt, vilket gynnar arbetslösa hushåll, samt högre förmögenhetsojämlikhet genom att inflatera tillgångsvärden vilket i huvudsak gynnar höginkomsttagare.

Tyvärr genomför Flug och Honohan ingen närmare empirisk analys av penningpolitikens effekter på ojämlikheten. Det är olyckligt eftersom de, förvisso bristfälliga, data som finns pekar på att penningpolitiken ökat ojämlikheten sett till hushållens förmögenhet.

Det finns olika typer av ojämlikhet. En typ fokuserar på inkomster (arbets- och kapitalinkomster), en annan ser på kapital, dvs på förmögenhetsfördelningen. Den senare är svår att studera i Sverige eftersom detaljerade data över förmögenheter inte längre samlas in. Som i andra länder tyder data på att ett fåtal individer äger större delen av förmögenheten i Sverige (Roine och Waldenström, 2015). Det innebär att det är ett fåtal individer som i huvudsak gynnas av stigande tillgångsvärden orsakad av en expansiv penningpolitik. Se Figur 2. Sett till förmögenhetsfördelningen stiger alltså ojämlikheten när penningpolitiken är expansiv.

Bättre data finns för inkomstojämlikheten. Tabell 1 visar hushållens disponibla inkomster i 2020 års priser för tre inkomstdeciler (1 står för de

fattigaste hushållen, 5 för medianen och 10 för de rikaste hushållen). Mellan 2011 och 2015 steg det totala inkomsterna samt de totala inkomsterna exklusive kapitalinkomster för samtliga tre grupper, som mest för de fattigaste och de rikaste hushållen. Mellan 2015 och 2019, då räntan var negativ och Riksbanken genomförde stora köp av tillgångar, steg inkomsterna knappast i reala termer – mellan 1 och 4 procent. De fattigaste hushållen hade den lägsta ökningen av levnadsstandard under denna period även om skillnaderna mellan grupperna är små och mycket väl kan bero på mätfel.

Någon större förändring av inkomstjämligheten har således inte inträffat under åren 2015–2019. Kapitalojämligheten uppvisar däremot betydande förändringar. De rika hushållen har gynnats av Riksbankens historiskt sett starkt expansiva penningpolitik. Slutsatsen från dessa data måste vara att Riksbankens politik har ökat förmögenhetsjämligheten.

Det är möjligt att hävda att om Riksbanken inte bedrivit en så expansiv penningpolitik under högkonjunkturen 2015–2019 hade de fattigaste hushållen haft en sämre utveckling. Detta är möjligt, men något som i så fall bör beläggas med övertygande evidens. Som universitetet noterade tidigare har svensk ekonomi integrerats så pass mycket i den europeiska ekonomin att den inhemska realekonomiska utvecklingen i huvudsak beror på konjunkturen i Europa, inte på den svenska penningpolitiken. Det är därför osannolikt att en något mindre expansiv penningpolitik under högkonjunkturen skulle lett till en dramatiskt annorlunda utveckling för de sämst ställda jämfört med vad som återges i Tabell 1. Däremot skulle de mest förmögna ha upplevt en mindre ökning i värdet av sina tillgångar med en mindre expansiv penningpolitik.

| | 2011 | 2015 | 2019 | Förändring före lågräntepolitiken 2011–2015 | Förändring under lågräntepolitiken 2015–2019 |
|---|-------|-------|-------|---|---|
| Totala inkomster | | | | | |
| Decilgrupp 1 | 84,8 | 101,7 | 102,6 | +20% | +1% |
| Decilgrupp 5 | 214,1 | 242,2 | 249,8 | +13% | +3% |
| Decilgrupp 10 | 641,0 | 807,7 | 812,9 | +26% | +1% |
| Totala inkomster exklusive kapitalinkomster | | | | | |
| Decilgrupp 1 | 85,2 | 102,7 | 104,1 | +21% | +1% |
| Decilgrupp 5 | 212,1 | 238,0 | 246,9 | +12% | +4% |
| Decilgrupp 10 | 536,4 | 631,8 | 659,9 | +18% | +4% |

Tabell 1. Hushållens reala inkomster efter inkomstdecil, 2011–2019.

Källa: Statistiska Centralbyrån

<https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/hushallens-ekonomi/inkomster-och-inkomstfordelning/inkomster-och-skatter/>

Låt oss sammanfatta: sambandet mellan penningpolitiken och ojämlikheten bör vara ett centralt område för forskning, inte minst sedan centralbankerna utvecklat sin arsenal av penningpolitiska instrument med tillgångsköp. Innan sådana studier genomförts för Sverige är vår kunskap om den svenska penningpolitikens påverkan på jämlikheten bristfällig. Flugs och Honohans diskussion om penningpolitikens fördelningseffekter bör därför uppfattas som högst spekulativ.

2.3 *Det svenska undantaget*

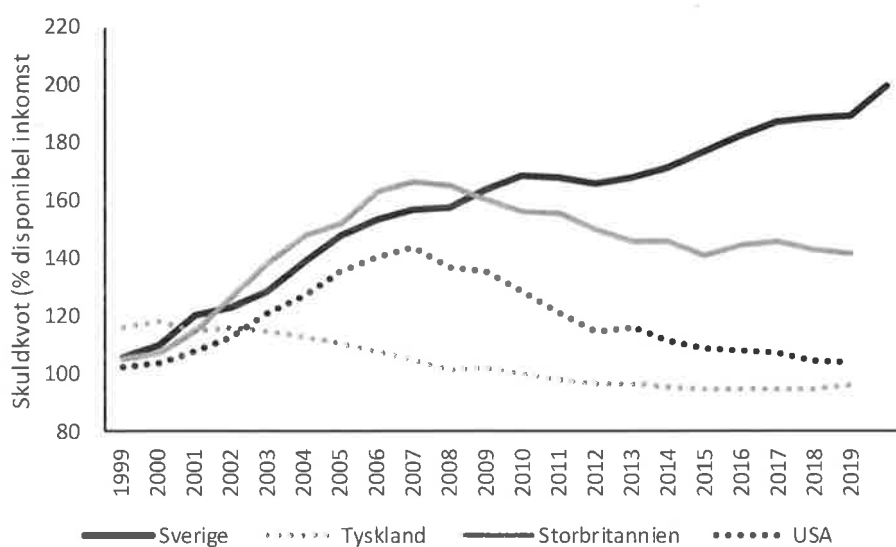
Ett återkommande problem med den svenska penningpolitiska diskussionen är att den ofta utgår från studier av andra länders erfarenheter, (Andersson och Jonung, 2020d). Inte minst gäller detta debatten om effekterna av Riksbankens tillgångsköp. Diskussionen uppmärksammar inte att Sverige skiljer sig på två avgörande sätt från utvecklingen i omvärlden.

För det första, Riksbanken inledde sina tillgångsköp under en högkonjunktur (Andersson och Jonung, 2020a), vilket drev upp tillgångspriserna. Ledande centralbanker som ECB och Federal Reserve har använt dessa verktyg som krisverktyg under den globala finanskrisen, den europeiska skuldskrisen eller under pandemin. Internationella studier visar att effekten av tillgångsköp på den reala ekonomin kan vara relativt stor under en krisfas då det råder tumult och stor osäkerhet på finansmarknaderna. Genom att tillföra mer likviditet stabiliseras finansmarknaderna och den reala ekonomin skyddas. Effekten av ytterligare tillgångsköp avtar dock relativt snabbt när storleken på köpen ökar och ekonomin återhämtar sig.

Riksbankens köp, bortsett från under början av pandemin, ägde rum när finansmarknaderna fungerade väl. De fick därför till följd att finansmarknaderna inte enbart stabiliserades utan inflaterades kraftigt. Större delen av Riksbankens köp av värdepapper ägde alltså rum under andra ekonomiska förhållanden än i omvärlden. Varje granskning av Riksbankens politik under åren 2015-2019 måste uppmärksamma detta.

För det andra, Riksbankens tillgångsköp under åren med högkonjunktur drev på hushållens skuldsättning. Figur 4 återger hushållens skulder i relation till disponibel inkomst för Sverige samt tre stora ekonomier: Storbritannien, Tyskland och USA. Tyska skulder har minskat i relation till disponibel inkomst sedan början av 2000-talet trots ett lägre ränteläge i euroområdet. I Storbritannien och USA steg skulderna fram till dessa länder drabbades direkt av den globala finanskrisen 2007/08. Därefter har skuldkvoten minskat trots att centralbankerna genomfört stora tillgångsköp.

I Sverige har däremot skulderna fortsatt att öka. Sedan 2015 har uppgången i stort drivits av Riksbankens tillgångsköp (se Figur 2 och 3). Tillgångsköpen i Storbritannien och USA var alltså ett krisverktyg med syftet att stötta ekonomin under finanskrisen. Dessa köp ledde inte till högre skuldsättning. De svenska tillgångsköpen under en krisfri högkonjunktur drev däremot upp såväl fastighetspriserna som skuldnivåerna. Effekten av tillgångsköp beror således på om de genomförs i en krissituation eller i en högkonjunktur. Diskussionen av penningpolitiken bör uppmärksamma detta förhållande. Tyvärr sker så sällan i den svenska penningpolitiska debatten, vilket Flugs och Honohans utvärdering illustrerar.



Figur 5. Hushållens skulder i relation till disponibel inkomst i Sverige, Tyskland, Storbritannien och USA, 1999–2019.

Källa: OECD.

Det svenska mönstret med fortsatt stigande hushållsskulder efter den globala finanskrisen är inte unikt. Även andra länder som inte drabbades direkt av en större inhemsk finanskris uppvisar en liknande process (Andersson, 2017). Dessa ekonomier är nu exponerade för mycket stora finansiella risker när räntorna stiger efter pandemin och kriget i Ukraina. Som framgår av Figur 4 är svenska hushållsskulder dubbelt så höga som till

exempel amerikanska hushållsskulder. Ett högre ränteläge kommer slå hårdare mot svensk ekonomi än mot amerikansk ekonomi. Detta bekräftar vår uppfattning att svensk penningpolitik 2015–2019 inte var ”kraftfull” och ”välavvägd” så som Flug och Honohan hävdar. Politiken var överdrivet expansiv och kortsiktig.

3. Övriga synpunkter

Universitet vill framföra ytterligare några kommentarer rörande Flug och Honohans rapport.

För det första, utvärderarna har använt sig av många rapporter från Riksbanken, inte mindre än cirka 27 av de 65 referenserna är publicerade i Riksbankens skriftserier eller av anställda vid Riksbanken i andra källor. Dessa rapporter är knappast skrivna av författare som är kritiska mot Riksbankens politik. Det ligger i sakens natur att de snarast gör stöd åt den faktiska förda politiken. De har rimligtvis en viss bias. Universitetet anser att utvärderarna borde ha utgått från ett bredare material. Det finns annars en risk att utvärderingen styrs av studier som ger en skev bild av Riksbankens verksamhet.

För det andra, Lunds universitet välkomnar de regelbundna utvärderingarna av Riksbankens penningpolitik som genomförs av externa experter vart femte år på uppdrag av Finansutskottet. Varje utvärdering har kommit med konstruktiv kritik och förslag på förbättringar. Eftersom varje utvärdering genomförs av olika experter blir återkopplingen till tidigare rekommendationer och råd tyvärr svag.

Universitetet vill därför uppmuntra Finansutskottet att genomföra en systematisk granskning med hjälp av externa utvärderare av hur Riksbanken har anpassat sin politik efter de råd och rekommendationer som kommit fram i de tidigare rapporterna. Flugs och Honohans rapport hänvisar vid ett par tillfällen till tidigare utvärderingar, inte minst den som gjordes av

Goodfriend och King, men någon systematisk uppföljning föreligger inte av hur Riksbankens arbete påverkats av tidigare rekommendationer.

För det tredje, vi vill påpeka att den språkliga behandlingen i utvärderingen kan förbättras. Detta är inte något som ska belasta Flug och Honohan utan de som svarat för översättningen. Anglicismerna blir ibland smått komiska. Några exempel: ”ränteförändringarnas onaturliga mekaniska effekter” (s. 19), ”visar policyskaparna tydligt (s. 25), ”försöker knyta växelkursen” (s. 68) och ”allmänna ekonomipolitiska mål” (s. 84). Kan det var så att hela rapporten körts genom något översättningsprogram utan efterföljande granskning?

4. Sammanfattning

Lunds universitet bifaller flera av de rekommendationer som Flug och Honohan presenterar i sin granskning av Riksbankens penningpolitik 2015–2019. Universitet vill dock modifiera den positiva bild av penningpolitiken som utvärderarna presenterar. Flera av deras slutsatser är dåligt underbyggda. Mest allvarligt är att det saknas en diskussion av Sveriges realekonomiska integration med omvärlden och dess påverkan på inhemsk inflation och penningpolitik. Eftersom Flug och Honohan inte tar hänsyn till detta hamnar de vid flera tillfällen i felaktiga eller missvisande slutsatser angående penningpolitikens utformning under åren 2015–2020. Som utvärderare har de på viktiga områden tagit för lätt på sin uppgift.

För Ekonomihögskolan vid Lunds universitet



Lars Jonung

Professor emeritus



Fredrik NG Andersson

Docent

Referenser

Andersson, F.N.G. (2017). Sekulär stagnation – vad är det, finns det och hur påverkar det penningpolitiken? *Ekonomisk Debatt* 45(4), 13-25.

<https://www.nationalekonomi.se/sites/default/files/2018/01/45-4-fnga.pdf>

Andersson, F.N.G. (2021). Ny finansiell miljö – hur möter Riksbanken de nya utmaningarna? *Ekonomisk Debatt* 49(6), 58-92.

<https://www.nationalekonomi.se/sites/default/files/2021/10/49-6-for.pdf>

Andersson, F.N.G. och Jonung, L. (2019). The tyranny of the tenths. The rise and gradual fall of forward guidance in Sweden 2007-2018. *Lund University, Department of Economics Working Paper* 2019:14.

<https://portal.research.lu.se/en/publications/the-tyranny-of-the-tenths-the-rise-and-gradual-fall-of-forward-gu>

Andersson, F.N.G. och Jonung, L. (2020a). Lessons from the Swedish experience with negative central bank rates. *Cato Journal* 40(3), 595-612.

<https://www.cato.org/cato-journal/fall-2020/lessons-swedish-experience-negative-central-bank-rates>

Andersson, F.N.G. och Jonung, L. (2020b). Den svenska Phillipskurvan är internationell – vad betyder det för Riksbanken? *Ekonomisk Debatt* 48(4), 74-81.

<https://www.nationalekonomi.se/sites/default/files/2020/05/48-4-ljfnga.pdf>

Andersson, F.N.G. och Jonung, L. (2020c). Coronakrisens anatomi – en första obduktion. *Ekonomisk Debatt* 48(8), 31-44.

<https://www.nationalekonomi.se/sites/default/files/2020/12/48-8-fngalj.pdf>

Andersson, F.N.G. och Jonung, L. (2020d). Mastodontutredningen som missar målet – om Riksbankskommitténs slutbetänkande. *Ekonomisk Debatt* 48(6), 21-29.

<https://www.nationalekonomi.se/sites/default/files/2020/10/48-6-ljfnga.pdf>

Finansutskottet (2016). Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010-2015. Finansutskottets betänkande 2015/16: FiU41.

https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/arende/betankande/utvardering-av-riksbankens-penningpolitik_H301FiU41

Goodfriend, M. och King, M. (2016). Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010-2015.

https://www.arbetsvarlden.se/wp-content/uploads/2016/01/RFR_201516_RFR_6.pdf

Jonung, L. (1999), *Med backspegeln som kompass - om stabiliseringspolitiken som läroprocess*, rapport till ESO, Ds 1999:9, Finansdepartementet, Stockholm, mars, 1999.

https://eso.expertgrupp.se/wp-content/uploads/1999/10/Ds-1999_9-Med-backspegeln.pdf

Jonung, L. (2022), The problems of inflation targeting originate in the monetary theory of Knut Wicksell, *Lund University, Department of Economics Working Paper 2022:8*.

https://project.nek.lu.se/publications/workpap/papers/wp22_8.pdf

Regeringen (1997). Riksbankens ställning. Regeringens proposition 1997/98:40.

<https://www.regeringen.se/contentassets/1f1cfaefa7e34fdb9e075fe396f60de1/riksbankens-stallning>

Roine, J. och Waldenström, D. (2015). Long-run trends in the distribution of income and wealth. Kapitel 7 i Atkinson, A.B. och Bourguignon, F. (red.). *Handbook of Income Distribution, vol. 2A*, North-Holland, Amsterdam.

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/B9780444594280000084?via%3Dihub>