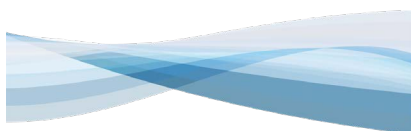


Fördelningseffekter av framväxten  
av en globaliserad finansmarknad  
och den förda makropolitiken

Underlagsrapport till Jämlikhetskommissionen

*av Karolina Ekholm*



Jämlikhetskommissionen



# Innehåll

<b>1</b>	<b>Inledning</b> .....	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Det finansiella systemets expansion och globalisering</b> .....	<b>7</b>
2.1	Expansion av den finansiella sektorn .....	7
2.2	Globaliseringen av finansiella marknader .....	11
<b>3</b>	<b>Makropolitik</b> .....	<b>17</b>
3.1	Penningpolitik som primärt stabiliseringspolitiskt instrument .....	17
3.2	Omvärdering av penningpolitikens roll i samband med den globala finanskrisen .....	19
3.3	Fördelningsmässiga konsekvenser av penningpolitik.....	24
3.4	Ökad stabiliseringspolitisk roll för finanspolitiken? .....	25
<b>4</b>	<b>Kan ojäm inkomstfördelning leda till makroekonomisk volatilitet?</b> .....	<b>29</b>
<b>5</b>	<b>Avslutning</b> .....	<b>31</b>
	<b>Referenser</b> .....	<b>33</b>



# 1 Inledning

Syftet med denna rapport är att ge en forskningsöversikt om effekterna på den ekonomiska jämlikheten av framväxten av en globaliserad finansmarknad och av det sätt på vilket den ekonomiska politiken på makroplanet har bedrivits under de senaste decennierna. Den globala finanskrisen 2007–2008 är en betydelsefull episod i detta sammanhang. Uppbyggnaden av de obalanser som ledde fram till krisen kan nämligen ha påverkats av såväl framväxten av en globaliserad finansmarknad som sättet att bedriva makropolitik på. Krisen har också inneburit att det som inom nationalekonomisk forskning var den förhärskande synen på värdet av den finansiella sektorns expansion och på vad som är en ändamålsenlig makropolitik i mångt och mycket har kommit att ifrågasättas.

Rapporten har som mål att belysa de viktigaste fördelningseffekterna av det finansiella systemets expansion och globalisering samt av det sätt på vilket makropolitiken kommit att bedrivas under de senaste decennierna. Särskilt diskuteras drivkrafter bakom och konsekvenserna av den senaste tidens låga räntor. Rapporten beskriver hur ansvarsfördelningen mellan penning- och finanspolitik har utformats sedan 1990-talet, där penningpolitiken fått det primära ansvaret för konjunkturstabiliseringen. Den redogör också för de faktorer som lett till att denna ansvarsfördelning på sina håll har kommit att ifrågasättas efter den globala finanskrisen.

Rapporten inleds med en beskrivning av det finansiella systemets expansion och globalisering och en redogörelse för vilka fördelningseffekter dessa utvecklingstrender kan ha haft. Därefter beskrivs hur makropolitiken har kommit att bedrivas sedan många länder övergick till rörliga växelkurser och en inflationsmålspolitik under 1980- och 1990-talen. Fördelningsmässiga konsekvenser av penningpolitiken och innebörden av en underordnad roll för finanspolitiken diskuteras i

## **Inledning**

detta avsnitt. Slutligen avhandlas frågan om ökad ojämlikhet kan leda till makroekonomisk instabilitet genom att öka risken för finanskriser.

## 2 Det finansiella systemets expansion och globalisering

### 2.1 Expansion av den finansiella sektorn

En välfungerande finansiell marknad är en förutsättning för att sparande ska kunna kanaliseras från dem som har överskott som behöver placeras till dem som har behov av att låna för att genomföra investeringar eller undvika drastiska neddragningar av konsumtionen vid tillfälliga inkomstsvackor. En välfungerande finansiell marknad möjliggör att investeringar kan genomföras där de ger högst avkastning och att individer kan uppnå en någorlunda jämn konsumtionsnivå över livsrytmen. Den möjliggör också för hushåll och företag att sprida sina finansiella risker.

Ett fundamentalt problem när det gäller extern finansiering av investeringar är förekomsten av *asymmetrisk information*. Den som lånar ut pengar har betydligt sämre information om de faktorer som påverkar sannolikheten att få tillbaka pengarna än vad låntagaren har. Inte minst gäller detta huruvida låntagaren tänker anstränga sig för att genomföra investeringsprojektet på bästa sätt. Finansiella institutioner som agerar mellanhand kan minska dessa problem genom att lägga resurser på att granska och övervaka låntagarna, en verksamhet som i viss mån präglas av stordriftsfördelar.<sup>1</sup> Utan sådana mellanhänder skulle det vara svårare för entreprenörer utan egna förmögenheter att finansiera investeringar och ekonomins expansionsförmåga skulle hämmas.

Fram till den globala finanskrisen, vilken startade med problem på den amerikanska bostadsmarknaden 2007, skedde en stark expansion av den finansiella sektorn i många avancerade ekonomier. Särskilt gäller detta USA, som utöver en banksektor med stora, gräns-

---

<sup>1</sup> En av de mest välkända teorierna för banker utgår från denna premiss (se Diamond, 1984).

överskridande banker också har många finansiella företag som verkar på olika värdepappersmarknader. År 2006, när den finansiella sektorn nådde sin topp i USA, utgjorde den drygt 8 procent av BNP, vilket kan jämföras med knappt 3 procent år 1950 (Greenwood och Scharfstein, 2013). Philippon och Rashed (2013) visar att den finansiella sektorn har växt på ett liknande sätt i flera andra avancerade ekonomier. De förklarar den finansiella sektorns ökade andel av de totala inkomsterna i ekonomin med att efterfrågan på högutbildad arbetskraft och relativlönerna i sektorn ökat, vilket lett till ökade arbetskraftskostnader. Till viss del tycks detta hänga samman med avreglering och digitalisering av sektorn, men det finns också en global trend mot ökade arbetskraftskostnader i den finansiella sektorn som de inte kan förklara.

Före finanskrisen var den gängse uppfattningen inom den nationalekonomiska forskningslitteraturen att en stor finansiell sektor hade många fördelar och bland annat var en bidragande faktor till långsiktig tillväxt.<sup>2</sup> Den uppfattningen har i viss mån omvärderats under senare år. I och med att den globala finanskrisen hade sitt ursprung i USA – landet med av allt att döma den mest utvecklade finansiella sektorn i världen – har det varit relevant att fråga sig om en stor finansiell sektor kan vara direkt skadlig för ekonomin. Cecchetti och Kharroubi (2012, 2019) har till exempel presenterat empiriska resultat baserat på data från ett stort antal länder som tyder på ett robust *negativt* samband mellan kredit tillväxt och tillväxt i arbetsproduktiviteten.

Det aktualiserar frågan om den finansiella sektorn verkligen fungerar på det sätt som beskrivs i läroböckerna. Är det så att sektorn kanaliserar överskott på finansiella resurser till där de gör mest nytta och bidrar till bättre riskhantering genom riskspridning? En genomgång av hur systemet utvecklats i USA sedan början av 1980-talet av Greenwood och Scharfstein (2013) visar att det framför allt är transaktioner relaterade till kapitalförvaltning och utlåning till hushåll som har vuxit. Att värdet av tillgångar som förvaltas professionellt inom den finansiella sektorn och avgifterna förknippade med detta har ökat kraftigt hänger i stor utsträckning samman med att värder-

---

<sup>2</sup> En ofta citerad studie som fann ett positivt samband mellan finansiell utveckling och tillväxt är King och Levine (1993). En studie som utgår från hypotesen att ett välutvecklat finansiellt system borde underlätta för företag att finansiera investeringar med externa resurser är en uppsats av Rajan och Zingales (1998). Enligt denna gynnar finansiell utveckling mätt med gällande redovisningsstandard tillväxten i branscher beroende av extern finansiering.



ingen av aktier har ökat kraftigt. Greenwood and Scharfstein (2013) bedömer att ökningen av professionell förvaltning av kapital har haft samhällsekonomiska fördelar i termer av finansiering av bolag som annars hade haft svårt att bedriva verksamhet samt riskspridning. Men de noterar att avgifterna har varit konsekvent höga utan att nödvändigtvis motiveras av en förvaltning som bidrar till transparens och bättre övervakning av företagen som investeras i.

Det finns flera studier som finner att förvaltade fonder bara kan förväntas generera marknadsavkastningen och att det därmed är en förlustaffär för spararen att välja en fond med höga avgifter.<sup>3</sup> Samtidigt kan mer aktivt förvaltade fonder potentiellt sett generera samhällsekonomiska vinster genom att bidra till en prissättning av finansiella tillgångar som bättre avspeglar deras förväntade avkastning. Greenwood and Scharfstein (2013) är dock skeptiska till att detta skulle vara fallet och pekar på de uppenbara felvärderingar av it-aktier som gjordes i samband med it-bubblan i slutet av 1990-talet och av så kallade mortgage backed securities, det vill säga värdepapperiserade krediter vars underliggande tillgång är fastighetslån, i samband med den globala finanskrisen. De noterar också att de höga avgifterna i kapitalförvaltningen kan ha effekten att locka arbetskraft som skulle göra bättre nytta någon annanstans till den finansiella sektorn.

När det gäller expansionen av utlåning till hushåll, handlar det i första hand om bostadslån, även om konsumtionslånen också har ökat en hel del. Ökad tillgång till krediter för hushållen ökar förstås möjligheterna för hushållen att utjämna konsumtion över tiden. Men det kan också ha lett till överinvesteringar i bostäder och konsumtion på en ohållbart hög nivå. Kraschen på den amerikanska bostadsmarknaden – som utlöstes av problemen med så kallade subprimelån, det vill säga lån till mindre kreditvärdiga låntagare – tyder på detta. Att expansionen av bostadskrediter i USA delvis användes för att öka konsumtionen på ett sätt som visade sig ohållbart har visats av Mian och Sufi (2011).

När det gäller den finansiella sektorns inverkan på inkomstfördelningen, beror den bland annat på huruvida förekomsten av mellanhänder mellan dem som sparar och dem som lånar underlättar för aktörer utan ekonomiska resurser att finansiera lönsamma invester-

---

<sup>3</sup> Flam och Vestman (2014) har studerat avkastningen på svenska fonder och finner att avkastningen i aktivt förvaltade fonder, som förknippas med relativt höga avgifter, inte når upp till börsindex.

ingar. I den utsträckning det finansiella systemet allokerar krediter utifrån förmågan och viljan att genomföra lönsamma investeringar snarare än utifrån bakgrund, förmögenhet och kontakter borde det öka möjligheterna för individer att förbättra sin ekonomiska situation. Men det kan också vara så att det finansiella systemet i första hand förbättrar tillgången till lån och professionell förvaltning för dem som redan har tillgång till finansiella tjänster, vilket i första hand är höginkomsttagare och väletablerade företag (se t.ex. Greenwood och Jovanovic, 1990). Inverkan på inkomstfördelningen beror dessutom också på i vilken utsträckning det skapas övervinster inom sektorn som blir till inkomster för bankernas anställda och deras ägare, vilka typiskt sett hör till gruppen höginkomsttagare.

Mycket av den empiriska forskningen om sambandet mellan finansiell utveckling och inkomstfördelning har ett tydligt utvecklingsperspektiv och fokus på utvecklingsländer. Merparten av denna forskning finner att framväxten av finansiella marknader med finansiella mellanhänder minskar ojämlikheten, både med avseende på placeringen i inkomstfördelningen från en generation till en annan och med avseende på inkomstfördelningens spridning (se t.ex. Demirguc-Kunt och Levine, 2009). Men det finns undantag. En ekonometrisk studie av Jauch och Watzka (2016) baserad på ett stort antal länder och förhållandevis lång tidsperiod finner ett positivt samband mellan finansiell utveckling mätt med mängden krediter i relation till BNP och Ginikoefficienten. I deras analys tycks alltså finansiell utveckling leda till ökad inkomstjämlighet.<sup>4</sup>

Det kan också vara så att den finansiella utvecklingens inverkan på inkomstjämlighet varierar med hur utvecklad den finansiella sektorn är. En studie av Brei, Ferri och Gambacorta (2019) finner att finansiell utveckling initialt leder till minskad inkomstjämlighet, men att en ytterligare expansion av den finansiella sektorn över en viss nivå tvärtom leder till ökad inkomstjämlighet. Detta gäller i mindre grad för expansionen av bankkrediter och i högre grad för expansionen av krediter förmedlade direkt på finansiella marknader.

Att avregleringen av den finansiella sektorn kan ha bidragit till ökad inkomstjämlighet genom sin effekt på inkomsterna som genereras inom den finansiella sektorn har hävdats av bland annat

---

<sup>4</sup> För att ta hänsyn till eventuell persistens i Ginikoefficienten och att inkomstjämlighet kan påverka relationen mellan krediter och BNP i ekonomin modelleras sambandet med laggade värden av variablerna och skattas med metoden Generalized Method of Moments (GMM).

Philippon och Reshef (2012). De finner att anställda inom finanssektorn ökade sin andel av den grupp som utgör toppdecilen av inkomsttagare i USA från cirka en hundradel till en tiondel mellan 1980 och 2009. Bakom denna ökning ligger både ökade relativlöner för anställda inom den finansiella sektorn och en ökning av antalet högt avlönade personer som jobbar i denna sektor. Tanndal och Waldenström (2018) finner resultat som pekar i denna riktning också för Storbritannien och Japan.

## 2.2 Globaliseringen av finansiella marknader

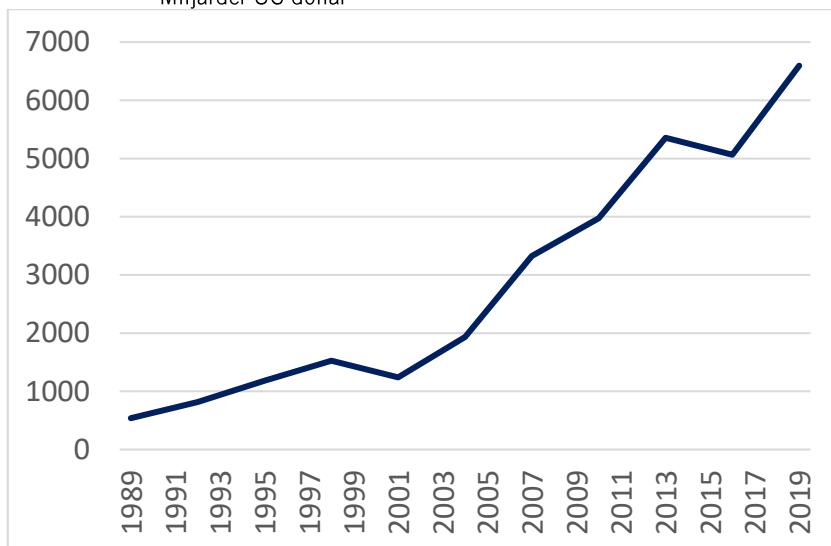
En konsekvens av avregleringen av de finansiella marknaderna har varit att de blivit starkt integrerade på det internationella planet. I viss mån har denna internationella integration varit en återgång till den öppenhet som rådde på finansiella marknader före första världskriget. Perioden 1870–1913, vilken ibland kallas för den moderna globaliseringens första våg, var en period som präglades av både relativt fri handel och fria internationella kapitalrörelser. Nettoflödena av kapital från Västeuropa till vad som då var mer perifera länder var betydande (se t.ex. Bordo, Eichengreen och Irwin, 1999). De två världskriegen och mellankrigstiden innebar ett stort avbräck, och vid startpunkten för det så kallade Bretton Woodssystemet 1944 begränsades handeln av olika former av handelsrestriktioner och kapitalrörelser bland annat av att många länders valutor inte var fullt ut konvertibla. Men med successivt liberaliserad handel, avreglering av de finansiella marknaderna samt snabb teknisk utveckling inom information och kommunikation har marknaderna för varor, tjänster och finansiellt kapital kommit att bli mer internationellt integrerade än vad de någonsin har varit tidigare.

När det gäller marknaderna för finansiellt kapital är fortfarande inte nettoflödena nödvändigtvis större än vad de var under globaliseringens första våg, men bruttoflödena är betydligt större och täcker många fler typer av finansiella instrument och sektorer. Före första världskriget handlade merparten av flödena om långsiktig utlåning till stater och infrastrukturprojekt, i första hand järnvägsbyggen (Bordo m.fl., 1999). I dag täcks i princip alla sektorer, och en stor del av utlandsinvesteringarna går till företag inom handel, industri och den finansiella sektorn. Flödena innefattar en betydligt större andel

investeringar i direkt ägande av företag och transaktioner av kortsiktig natur, som handel i olika former av derivat.

Figur 1 illustrerar de ökade flödena på de globala finansmarknaderna genom att visa utvecklingen för den genomsnittliga dagsomsättningen på globala valutamarknader. År 2019 var den kring 6,7 biljoner US-dollar, vilket är en över tiofaldig ökning sedan slutet av 1980-talet. Av diagrammet framgår att ökningen varit särskilt snabb sedan början av 2000-talet.

**Figur 2.1** Genomsnittlig dagsomsättning på globala valutamarknader  
Miljarder US-dollar



Källa: Statistiska Centralbyrån.

Fördelarna med integrerade finansiella marknader är i princip av samma typ som fördelarna av välutvecklade finansiella marknader på det nationella planet: finansiella resurser kan lättare kanaliseras från där det finns ett överskott till där det finns ett behov och det blir lättare att sprida risker. Det finns dock en del som tyder på att merparten av de transaktioner som sker på internationella finansmarknader inte bidrar till en bättre fungerande världsekonomi på detta sätt. Särskilt före den globala finanskrisen gick en stor del av de internationella flödena av finansiellt kapital från relativt kapitalfattiga utvecklings- och tillväxtekonomier till relativt kapitalrika avan-

cerade ekonomier. Särskilt stora har flöden varit från Kina till USA, flöden som i stor utsträckning bidragit till att finansiera underskott i den amerikanska statens finanser. Det är tveksamt om det kan bedömas vara en välmotiverad användning av världens finansiella resurser ur ett globalt samhällsekonomiskt perspektiv. En genomgång av de empiriska beläggen för samhällsekonomiska vinster av gränsöverskridande finansiella flöden av Passari och Rey (2015) visar att de är påfallande svaga.

Globaliseringen av de finansiella marknaderna har möjliggjort för stater såväl som för banker att finansiera sig utanför sitt eget land och i andra valutor än den egna. Detta har gett bättre tillgång till krediter och därmed medfört billigare finansiering, men det har samtidigt ökat sårbarheten när det gäller risken att misstankar om kreditproblem blir självuppfyllande via spekulation. De återkommande finanskriser som uppstått runt om i världen de senaste decennierna har ofta utlösts av att tillgången till krediter på internationella finansiella marknader abrupt har strypts.

En möjlig konsekvens av globaliseringen av de finansiella marknaderna är att finansiella kriser uppstår med högre frekvens. Sedan början av 1800-talet finns det bara en period då finansiella kriser i princip inte förekom, och det är Bretton Woods-perioden från slutet av andra världskriget till början av 1970-talet (Qian, Reinhart och Rogoff, 2011). Bretton Woods-systemet skapades för att främja internationell integration när det gäller såväl handel som finansiella marknader. Det byggde på att de länder som ingick i systemet upprätthöll fasta växelkurser gentemot varandra, så man skulle kanske kunna tro att fasta växelkurser bidrog till stabiliteten under denna period. Men ett viktigt skäl till att systemet bröt samman i början av 1970-talet var att de alltmer internationellt integrerade marknaderna gjorde det allt svårare att upprätthålla de fasta växelkurserna. Därför är en rimligare slutsats att denna periods stabilitet huvudsakligen upprätthölls på grund av att världsekonomin helt enkelt inte var särskilt integrerad.

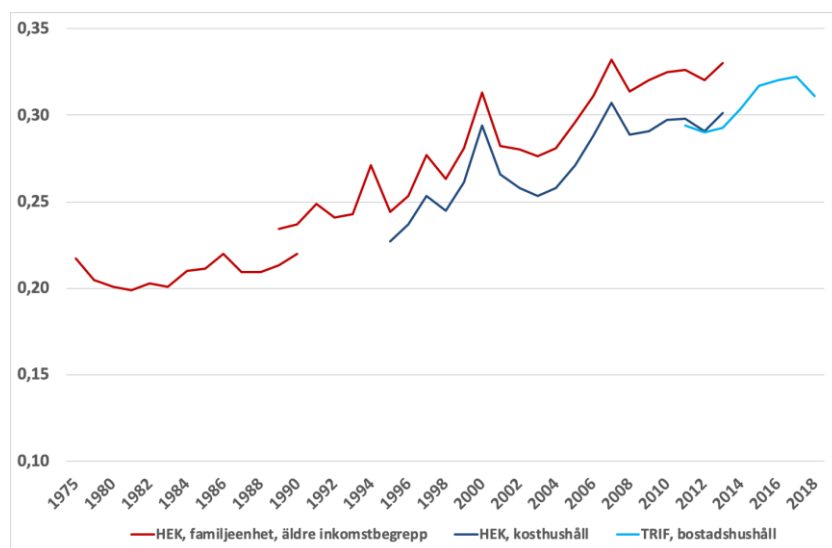
Finansiella kriser kan ha fördelningsmässiga konsekvenser, men exakt vilka konsekvenserna blir beror på hur de påverkar tillgångspriser, avkastning på kapital och arbetslöshet.

Hushåll i olika delar av förmögenhetsfördelning äger olika typer av tillgångar. Hushåll i mitten av inkomstfördelningen tenderar ha en hög andel av sin förmögenhet i bostäder, medan hushåll i den övre delen av inkomstfördelningen har en hög andel aktier i sina förmögen-

hetsportföljer. En husprisboom tenderar att medföra förmögensvinster för medelinkomsthushåll och kan därmed minska ojämlikheten i förmögensfördelningen. En börskursboom tenderar å andra sidan att öka förmögenheterna i den övre delen av förmögensfördelningen och leder därmed till ökad ojämlikhet (Kuhn, Schularick och Steins, 2018).

Vid en finanskris faller tillgångspriser, vilket kan påverka ojämlikheten i förmögensfördelningen beroende på vilka av bostads- och aktiepriser som faller mest. När det gäller inkomstfördelningen så tenderar en ökad arbetslöshet att öka ojämlikheten om den drabbar låg- och medelinkomsttagare i högre grad än höginkomsttagare, vilket vanligtvis är fallet. Men en viktigare effekt är hur de kapitalinkomster som utgör en stor andel av inkomsten i toppen av fördelningen påverkas. Det faktum att kapitalinkomsterna vanligtvis faller när värdet på bostäder och aktier faller leder till att inkomstfördelningen vanligtvis blir mer sammanpressad vid en finansiell kris. Detta mönster är tydligt i det svenska fallet, där Gini-koefficientens uppåtgående trend sedan början av 1980-talet temporärt har brutits av mycket tydliga minskningar i samband med 90-talskrisen, it-bubblans fall i början av 2000-talet och den globala finanskrisen (se figur 2).

Figur 2.2 Gini-koefficient 1975–2018



Källa: Statistiska Centralbyrån.

Not: Tidsseriebrott har skett till följd av byte av källa. Uppgifter baserade på Hushållens ekonomi (HEK) finns för åren 1975–2013 och uppgifter baserade på Inkomster och skatter från och med år 2011. I samband med skattereformen 1990/1991 breddades basen i inkomstdefinitionerna.

Globaliseringen av de finansiella marknaderna kan också få fördelningsmässiga konsekvenser genom att underlätta skatteflykt och skatteundandragande. När kapital som skattebas blir mer mobilt, tenderar beskattning att skifta till mindre mobila skattebaser, som arbetskraft. Det innebär en begränsning av möjligheterna att på nationell nivå använda skatte- och transfereringssystemet för inkomstutjämning.

I vilken utsträckning just globaliseringen bidrar till skatteflykt och skatteundandragande är dock svårt att bedöma. Sedan flera år tillbaka har det bedrivits ett internationellt samarbete i OECD:s regi för att minska företags möjligheter till skatteflykt och skatteundandragande, ett samarbete som går under namnet Base Erosion and Profit Shifting (BEPS). Inom BEPS-projektet har det uppskattats att företagens skatteundandragande uppgår till 100–240 miljarder USDollar eller 4–10 procent av de totala bolagsskatteintäkterna per år (OECD, 2015). Samarbetet har resulterat i överenskommelser om flera åtgärder som kan antas minska de multinationella företagens skatteundandragande. Till exempel har man kommit överens om att införa land-för-land-rapportering till skattemyndigheterna, vilket

innebär att internationellt verksamma företag över en viss storlek måste rapportera information uppdelad på varje land som koncernen är verksam i. I Sverige gäller detta sedan 2017 för koncerner med en omsättning som överstiger 7 miljarder kronor (Skatteverket, 2020). Informationen delas sedan automatiskt med andra berörda skattemyndigheter och ger underlag för att undersöka avsteg från regler kring internprissättning eller andra regler som har bäring på eventuellt skatteundandragande (OECD, 2020).

Viss kritik har framförts mot att land-för-land-rapporteringen i dagsläget inte är offentlig och därmed inte särskilt transparent (se t.ex. Europaparlamentet, 2017, s. 137). Ett skäl till detta är dock att överenskommelsen att dela information mellan skattemyndigheterna i vissa fall förutsätter att informationen förblir konfidentiell.<sup>5</sup> Att göra den offentligt tillgänglig riskerar alltså leda till att utbytet av information med vissa länders skattemyndigheter upphör.

Arbetet med automatiskt utbyte av information om multinationella företags verksamhet inom BEPS-projektet är exempel på när digitaliseringen underlättar för skattemyndigheterna att upptäcka skatteflykt och därmed kan ha en dämpande effekt på skatteflykt och skatteundandragande.

---

<sup>5</sup> När det gäller Sveriges informationsutbyte med den amerikanska skattemyndigheten regleras det i ett särskilt avtal där uppgifternas konfidentialitet anges som en förutsättning för att avtalet ska gälla (se Skatteverket, 2017, avsnitt 5).



## 3 Makropolitik

### 3.1 Penningpolitik som primärt stabiliseringspolitiskt instrument

Under 1980- och 1990-talen växte en ansvarsfördelning fram mellan finans- och penningpolitik som hade starkt stöd i nationalekonomisk forskningslitteratur. Stabiliseringspolitiken lades huvudsakligen i händerna på självständiga centralbanker och finanspolitiken fick en mer underordnad roll när det gäller ren konjunkturstabilisering. Allt fler centralbanker fick explicita inflationsmål i takt med att allt fler länder övergick till rörliga växelkurser. Bakgrunden till denna utveckling var svårigheterna att hålla inflationen i schack under 1970- och 1980-talen och problemen med så kallad stagflation, det vill säga både hög inflation och hög arbetslöshet.

Den gängse tolkningen av utvecklingen på 1970- och 1980-talen inom nationalekonomisk forskning var att problemen bottnade i att det finns en gräns för hur låg arbetslösheten kan bli utan att inflationen började stiga. Politiska beslutsfattare antas dock ha en tendens att vilja sänka arbetslösheten ännu mer med hjälp av expansiv penning- eller finanspolitik, med stigande inflation som resultat. Av denna analys följde att de stabiliseringspolitiska besluten borde läggas utanför den politiska sfären för att komma tillrätta med problemen. Resultatet blev att många centralbankers självständighet stärktes och att penningpolitiken explicit eller implicit kom att betraktas som det huvudsakliga instrumentet för konjunkturstabilisering. Finanspolitiken kom att huvudsakligen inriktas på att uppnå mer långsiktiga mål vad gäller att främja tillväxt och att uppnå fördelningspolitiska mål.

Politiska beslutsfattare och deras väljare tenderar att lägga stor vikt vid arbetslöshet, men bryr sig sällan särskilt mycket om den exakta nivån på inflationen, så länge den är någorlunda låg och stabil.

I ljuset av detta kan man fråga sig hur det kan komma sig att många centralbanker fick ett enda mål att styra efter, nämligen ett sifferställt inflationsmål. Det fanns troligtvis flera faktorer som spelade roll. Det fanns till att börja med ett behov vid denna tid att få ned en inflation som uppfattades som alltför hög. Men det spelade troligtvis också roll att den nationalekonomiska forskningslitteraturen producerade analyser där målet om stabil inflation och en stabil realekonomisk utveckling fullt ut sammanföll (se t.ex. Blanchard, Dell’Ariccia och Mauro, 2010). I så kallade nykeynesianska makromodeller förekommer något som kallas för ”the divine coincidence”, vilket innebär att det inte finns någon konflikt mellan att stabilisera inflationen och att stabilisera så kallade *produktionsgap*, vilka utgörs av skillnaden mellan faktisk och potentiell BNP (se t.ex. Blanchard och Galí, 2007). Potentiell BNP är ett helt teoretiskt begrepp som kan definieras på lite olika sätt, men som i princip ska fånga nivån på produktionen när alla resurser används på ett långsiktigt hållbart sätt. Så i denna modellvärld leder en stabil inflation till den arbetslöshet som förknippas med att ekonomins resurser används på det långsiktigt hållbara sättet.

Ett tydligt mål för penningpolitiken framstår också som en förutsättning för att den ska kunna delegeras till självständiga myndigheter i ett demokratiskt system. Penningpolitiken har en stark påverkan på vilka villkor hushåll och företag möter när de ska fatta beslut med avgörande konsekvenser för deras ekonomiska situation. Om de penningpolitiska besluten på ett uppenbart sätt skulle involvera svåra avvägningar där olika gruppers intressen ställs mot varandra, vore det svårt att motivera en oinskränkt självständighet i förhållande till riksdag och regering. Det skulle behövas någon form av tydlig process för demokratiskt ansvarsutkrävande. Bara genom att ha ett tydligt mål för något som det inte finns starka konflikter kring kan delegeringen av penningpolitiken försvaras. Förändringar i inflationen kan visserligen påverka aktörer olika beroende på om de netto har skulder eller tillgångar, men det är få som skulle gynnas av successivt stigande inflation, deflation eller kraftigt fluktuerande inflation.

Det fanns också en uppfattning att penningpolitiken kan bedrivas med begränsade medel. Enligt då förhärskande nationalekonomisk teori räckte det med att styra den ränta som gäller för den allra kortaste löptiden, den så kallade dagslåneräntan, för att få effekter som i slutändan påverkade inflationen i önskvärd riktning. De räntor som

hushåll och företag möter är räntor med betydligt längre löptider. Men enligt den rådande tankeramen skulle räntorna med längre löptider följa med när räntan på den kortaste horisonten ändrades.<sup>1</sup> Den gängse uppfattningen var också att man i detta sammanhang kunde bortse från den finansiella sektorn. Det behövdes visserligen en viss reglering och tillsyn för att säkerställa att de individuella finansiella instituten var tillräckligt stabila, men så länge de var det, betraktades inte den finansiella sektorn ha någon särskild relevans för den makroekonomiska stabiliteten.

Under den period som i nationalekonomisk litteratur kallas för "the great moderation", vilken kan sägas vara perioden från mitten av 1980-talet fram till den globala finanskrisen, tycktes penningpolitiken kunna stabilisera ekonomin på detta sätt. Den makroekonomiska volatiliteten i länder som bedrev stabiliseringspolitik på detta sätt var påfallande låg. Att räntesänkningar tenderade att gynna låntagare på bekostnad av dem som behövde spara, medan räntehöjningar hade den motsatta effekten, uppfattades inte som ett problem eftersom ränteförändringarna över tid väntades jämma ut sig. Det framstod därmed som att penningpolitiken över tiden kunde vara neutral i förhållande till hur den påverkade olika grupper. Men denna optimistiska syn på penningpolitikens möjligheter och effekter har i viss mån kommit att omvärderas efter den globala finanskrisen.

### **3.2 Omvärdering av penningpolitikens roll i samband med den globala finanskrisen**

När man diskuterar hur senare års utveckling har påverkat synen på penningpolitiken som stabiliseringspolitiskt instrument behöver man skilja mellan påverkan av det faktum att finanskrisen inträffade och påverkan av erfarenheterna av att försöka stabilisera ekonomierna under perioden efter finanskrisen.

Att finanskrisen inträffade tyder på att betydande obalanser byggdes upp under "the great moderation", det vill säga den period som utifrån centralbankernas perspektiv framstod som särskilt framgångsrik. En fråga som diskuterats en del är om den amerikanska centralbankens respons på att it-bubblan sprack i början av 2000-talet bidrog

---

<sup>1</sup> Räntor med längre löptider väntas bestämmas av förväntningar om framtida räntor med korta löptider. Om en höjning av korträntan i dag leder till att de förväntade framtida korträntorna också blir högre, stiger även räntor med längre löptider.

till den fastighetsprisboom och skulduppbyggnad som sedan ledde fram till finanskrisen 2007–2008. Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, sänkte målet för dagslåneräntan ganska aggressivt i början av 2000-talet, från 6,5 procent hösten 2000 till 1 procent sommaren 2003.<sup>2</sup> Vissa menar att detta var en starkt bidragande faktor till en ohållbar skuldutveckling under åren fram till finanskrisen (se t.ex. Allen och Carletti, 2010).

Den gängse uppfattningen bland nationalekonomiska forskare är nog dock att amerikansk penningpolitik spelade en underordnad roll. Ett skäl är att stigande fastighetspriser och skuldbörda hos hushållen är en utveckling som delades med många andra länder, där penningpolitiken inte bedrevs på det expansiva sätt som var fallet i USA.<sup>3</sup> Det framstår också som troligt att den tendens till fallande räntor redan före finanskrisen som kan skönjas i en del länder har mer strukturella förklaringar.

Inom makroekonomi är den *naturliga räntan* ett centralt begrepp, ett begrepp som myntades av Knut Wicksell. Den naturliga räntan är en jämviktsränta som kan definieras som den reala ränta som är förenlig med ett slutet produktionsgap (dvs. med att faktisk BNP sammanfaller med potentiell BNP) och konstant inflation. En real ränta är nominell ränta justerad för förväntad inflation. Att skatta den naturliga räntan är inte helt lätt, eftersom den utgår ifrån ett helt teoretiskt begrepp, men de studier som ändå försökt att göra detta finner en trendmässig nedgång i flera ekonomier de senaste decennierna (se t.ex. Holston, Laubach och Williams, 2017, samt Brand, Bielecki och Penalver, 2018). Vad beror detta på, och vad innebär det för penningpolitikens möjligheter att stabilisera ekonomin?

Att det krävs en lägre realränta i dag för att ekonomin ska vara i balans – det vill säga för att resurserna ska sysselsättas så långt möjligt under villkoret att inflationen förblir stabil – än vad som var fallet för 20–30 år sedan kan ha flera olika förklaringar. En potentiellt viktig faktor är den demografiska utvecklingen med en åldrande befolkning. Ökad förväntad livslängd ökar behovet av att spara för perioden som pensionär och ökar därmed utbudet på sparande. En högre andel pensionärer i befolkningen kan visserligen förväntas motverka

---

<sup>2</sup> För historiska data över den effektiva dagslåneräntan på insättningar i Federal Reserve-systemet, s.k. "Effective Federal Funds Rate", se <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>.

<sup>3</sup> Detta argument framförde Ben Bernanke när han vittnade inför en kommitté med uppdrag att undersöka orsakerna till finanskrisen (Bernanke, 2010).

denna effekt, genom att en större andel använder sitt sparande för löpande konsumtion, men den effekten tycks empiriskt vara svagare. En minskning av den arbetsföra befolkningen kan också bidra genom att leda till en lägre realavkastning på kapital och därmed en lägre efterfrågan på sparande för att finansiera investeringar. Brand, Bielecki och Penalver (2018) finner att demografiska förändringar orsakade av låg fertilitet och ökad förväntad livslängd har minskat den naturliga räntan i euroområdet med cirka en procentenhet sedan 1980-talet och kan förväntas minska den med ytterligare en kvarts eller en halv procentenhet fram till 2030.

En delvis relaterad faktor som antas påverka den naturliga räntan är den underliggande potentiella tillväxten. Lägre tillväxt (eller förväntad tillväxt i konsumtionen) leder till att avkastningen på investeringar faller och därmed till att efterfrågan på finansiering av investeringar faller. Dessutom antas det leda till att hushållen ökar sitt sparande för att utjämna sin konsumtion över tiden. I flera avancerade ekonomier tycks det som om potentiell tillväxt har fallit trendmässigt sedan 1970- och 1980-talet, delvis drivet av fallande produktivitetstillväxt (se t.ex. Fielder m.fl., 2018, avsnitt 2).

Men även inkomstfördelningen kan påverka den naturliga räntan. Ökad ojämlikhet leder till ökat utbud på sparande, om hushåll med höga inkomster har en större benägenhet att spara inkomstökningar än hushåll med låga inkomster. Att hushåll med höga inkomster under medlemmarnas livstid verkligen sparar mer än hushåll med låga inkomster i USA har bland annat dokumenterats av Dynan, Skinner and Zeldes (2004).

Så vad är då konsekvenserna av en fallande naturlig ränta för penningpolitik? Svaret på den frågan är nära relaterad till frågan om hur synen på penningpolitiken har påverkats av erfarenheterna av att försöka åstadkomma makroekonomisk normalisering i de ekonomier som drabbades av den globala finanskrisen.

Huruvida den penningpolitik som bedrivs bedöms vara expansiv, åtstramande eller neutral utgår vanligtvis ifrån huruvida den faktiska realräntan bedöms ligga under, över eller på samma nivå som den naturliga räntan. Med en naturlig ränta som är negativ eller nära noll kan det bli svårt för centralbanken att bedriva en expansiv penningpolitik. Det finns en gräns för hur lågt den nominella räntan kan tryckas ned, innan hushåll och företag börjar hålla stora mängder tillgångar i kontanter i stället för att låta dem stå på konton i banken.

En sådan utveckling kan man utgå ifrån att centralbanker vill undvika, bland annat eftersom det skulle innebära störningar i det finansiella systemet och skapa stora risker för hushåll och företag. När den nominella räntan nått sin lägre gräns, är i princip enda möjligheten för centralbanken att stimulera ekonomin att försöka få inflationsförväntningarna att stiga. Stigande inflationsförväntningar har en negativ effekt på realräntan, så om centralbanken lyckas höja dem tillräckligt mycket, kan det trycka ned den faktiska realräntan under den naturliga räntan och penningpolitiken bli expansiv. Men att höja inflationsförväntningar i ett läge där centralbanken inte tycks ha särskilt många instrument för att verkligen skapa högre inflation kan vara svårt.<sup>4</sup> En slutsats av detta är att en fallande naturlig ränta leder till en ökad sannolikheten för att penningpolitiken hamnar i ett läge där den helt enkelt inte kan användas för att stabilisera makroekonomin.

En följd av att centralbankerna i flera stora valutaområden har haft svårigheter att nå sina inflationsmål har varit att de genomfört åtgärder som före finanskrisen betraktades som okonventionella. Flera centralbanker har sänkt sina styrräntor till negativa nivåer. I euroområdet, Japan, Schweiz och Danmark gäller negativa räntor för insättningar i centralbankerna. Riksbanken i Sverige hade tills nyligen en negativ styrränta. Flera centralbanker har dessutom genomfört omfattande köp av räntebärande tillgångar med långa löptider. Dessa har huvudsakligen syftat till att få ned räntorna på längre löptider, vilka vanligtvis är högre än de med korta löptider för att kompensera för högre risk. Givet att den neutrala räntan kan förväntas förbli på så låg nivå att centralbankerna kan få svårt att stimulera ekonomin med traditionell räntepolitik är det rimligt att anta att dessa verktyg kommer att kvarstå i centralbankernas penningpolitiska arsenal under överskådlig framtid.

En grundbult i upprätthållande av centralbankernas oberoende är förbudet mot direkt finansiering av offentlig verksamhet och där-

---

<sup>4</sup> En centralbank som prövat att påverka inflationsförväntningarna för att sänka realräntan är den japanska, som kämpat med tendenser till deflation under långa perioder sedan den finansiella krisen i Japan i början av 1990-talet. En del av det ekonomisk-politiska program som ofta benämns Abenomics efter den japanska premiärministern Shinzo Abe handlar om penningpolitisk stimulans för att få upp inflationen. Denna del implementerades bland annat genom att i januari 2013 kommunicera ett 2-procentigt mål för inflationen, något som inte fanns tidigare (Bank of Japan, 2013). Efter en initial tydlig ökning av den faktiska inflationen har den dock fallit tillbaka och ligger under en procent, något som dämpat inflationsförväntningarna, som i hög grad påverkas av den faktiska inflationen.

med av offentliga underskott.<sup>5</sup> Detta förbud ska säkerställa att det är penningpolitiken och inte finanspolitiken som bestämmer det nominella ankaret och därmed inflationen i ekonomin. Men de åtgärder i form av kvantitativa lättnader som centralbankerna har genomfört sedan den globala finanskrisen har haft effekten att underlätta statens finansiering av underskott. Centralbankernas köp av statsobligationer på andrahandsmarknaden pressar ned statslåneräntan och minskar statens räntekostnader. Huruvida detta verkligen är förenligt med förbudet mot monetär finansiering av offentliga utgifter har testats inom euroområdet genom ett rättsfall i EU-domstolen, där rätten fann att ECB:s kvantitativa lättnader inte bröt mot EU-rätten (EU-domstolen, 2018). Det har alltså etablerats en rättspraxis som möjliggör för centralbanker inom EU att i viss mån skapa ett utrymme för finanspolitisk stimulans genom att agera på andrahandsmarknaden för statsobligationer.

Efter det att flera centralbanker i många år har kämpat med att få upp inflationen till sitt sifferfatta inflationsmål, finns det anledning att fråga sig om nuvarande arrangemang för makropolitiken är ändamålsenlig. I flera ekonomier med inflation under centralbankens mål har BNP-tillväxten varit god och arbetslösheten tryckts ned till så pass låga nivåer att de flesta prognosmakare räknar med att produktionsgapen är positiva snarare än negativa. Detta gäller USA och Japan och enligt många konjunkturbedömare också Sverige. Läget är alltså det motsatta jämfört med stagflationsperioden på 1970-talet – nu handlar det om en kombination av låg arbetslöshet och låg inflation. Givet att politiska beslutsfattare och folk i allmänhet tenderar att bry sig mer om arbetslösheten än inflationen, är det inte så konstigt att centralbankernas fokus på att få upp inflationen möter kritik. Det framstår nog för många som oförklarligt att en centralbank genomför extrema åtgärder – som att sätta en negativ ränta – när den makroekonomiska utvecklingen är god. Men detta ensidiga fokus på något som inte verkar ha så stor betydelsen för hur ekonomin fungerar i stort måste nog ses i ljuset av centralbankernas behov av att motivera sin höga grad av självständighet genom att leverera utfall i linje med de väldigt tydliga mål som de har.

---

<sup>5</sup> Inom EU är detta förbud reglerat i artikel 123 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt (TFEU).

### 3.3 Fördelningsmässiga konsekvenser av penningpolitik

Penningpolitik kan väntas påverka både inkomster och förmögenheter. Den stabiliserande effekt som penningpolitiken kan ha på sysselsättningen medför att grupper med svag förankring på arbetsmarknaden kan få stabilare arbetsinkomster över konjunkturcykeln. När räntan sänks, påverkas ränteinkomster på ett sätt som gynnar låntagare och missgynnar långivare.<sup>6</sup>

Penningpolitiken påverkar också förmögenhetsvärdena. Fallande räntor är en starkt bidragande faktor till stigande tillgångspriser. När det gäller bostäder leder sänkta kostnader för bostadslån till en högre betalningsvilja för bostäderna och därmed till högre bostadspriser. Vad gäller aktier så bidrar flera faktorer till höjda värden. Företagens kapitalkostnader kan falla samtidigt som den efterfrågan de kan väntas möta stärks av ökad konsumtion. Det förbättrar lönsamheten och gör därmed företagen mer värdefulla. Dessutom kan efterfrågan på aktier öka när avkastningen på räntebärande tillgångar faller. De trendmässigt fallande räntor som vi har erfarit under de senaste decennierna kan alltså förväntas ha gynnat hushåll som förvärvat riskfyllda tillgångar som bostäder och aktier. Det har dessutom varit fördelaktigt att lånefinansiera sådana förvärv, så hushåll med hög kreditvärdighet och därmed god tillgång till krediter har varit potentiellt sett särskilt gynnade. Utvecklingen har samtidigt missgynnat hushåll som har placerat sitt sparande i säkra, räntebärande tillgångar.

Sammantaget kan man vänta sig att detta har tenderat att öka ojämlikheten i förmögenhetsfördelningen. Men det är knappast en konsekvens av den förda penningpolitiken, utan i första hand en konsekvens av mer strukturella faktorer som medfört en fallande naturlig ränta. Det gör att det är inte framstår som särskilt troligt att realräntorna kommer att stiga markant den närmaste framtiden. Därmed kan man vänta sig att högt belånade hushåll med hög andel riskfyllda tillgångar fortsätter att vara gynnade av den makroekonomiska utvecklingen.

---

<sup>6</sup> Se till exempel avsnittet om inkomstfördelningen i den så kallade Riksbanksutredningen (SOU, 2019).



### 3.4 Ökad stabiliseringspolitisk roll för finanspolitiken?

Under senare tid har flera företrädare för centralbanker lyft behovet av finanspolitisk stimulans som komplement till penningpolitiken för att få balans i ekonomin.<sup>7</sup> Det är en ganska noterbar förändring i förhållande till vad som tidigare vanligtvis varit centralbankernas hållning vad gäller finanspolitiken. Det vanliga har varit att uppmana regeringen att undvika stora budgetunderskott och skuldökningar och att tydliggöra att om regeringen inte hör samman denna uppmaning och inflationen av det skälet stiger så kan centralbanken tvingas strama åt ekonomin.

Ett mer aktivt bidrag från finanspolitiken för att uppnå makroekonomisk balans har också efterfrågats av flera nationalekonomiska forskare (se t.ex. bidragen i Blanchard och Summers, 2019). Många har dragit slutsatsen att erfarenheterna sedan finanskrisen motiverar ett omtag vad gäller rollfördelningen inom makropolitiken och en mer aktiv roll för finanspolitiken för ren konjunkturstabilisering.<sup>8</sup>

En utbredd uppfattning bland nationalekonomer är att det i länder med välfungerande automatiska stabilisatorer i normalfallet inte behövs aktiva finanspolitiska stimulanser i en konjunktursvacka. Så länge som penningpolitiken bedrivs kontracykliskt och de automatiska stabilisatorerna verkar, behövs inget ytterligare för att överbrygga ett temporärt efterfrågefäll.<sup>9</sup> Eftersom det antas vara svårare att fatta beslut om en aktiv åtstramning än om aktiva stimulanser, kan den långsiktiga hållbarheten i de offentliga finanserna gynnas av att undvika aktiv finanspolitik. Dessutom tar det ofta så lång tid att besluta om och implementera stimulanspaket att risken är hög att stimulansen kommer när den inte längre behövs. Till följd av tidsfördröjningar riskerar aktiv finanspolitik att bli procyklisk i stället för kontracyklisk.

Den konjunktursvacka som följde på den globala finanskrisen utgjorde dock inget normalfall, utan den var så djup att de flesta länder

---

<sup>7</sup> Under sin sista tid som ECB-chef gjorde Mario Draghi flera uttalanden om att det behövs finanspolitiska stimulanser i euroområdet (se t.ex. Draghi, 2019). Flera av Riksbankens direktionsledamöter har åtminstone implicit lyft behovet av finanspolitiska stimulanser (se Riksbanken, 2019).

<sup>8</sup> Det finns dock nationalekonomiska forskare inom makroekonomi som är mer skeptiska, se t.ex. Rogoff (2020).

<sup>9</sup> Det finns indikationer på att de svenska automatiska stabilisatorerna minskade märkbart mellan slutet av 1990-talet och början av 2010-talet, för att sedan vara relativt konstanta (Konjunkturinstitutet, 2018).

som drabbades använde aktiv finanspolitik för att motverka fallet i BNP och ökningen av arbetslösheten. Internationella Valutafonden (IMF) rekommenderade tidigt G20-länderna att genomföra stimulanser motsvarande 2 procent av BNP och pekade särskilt ut infrastrukturinvesteringar och statliga bidrag till regioner och kommuner som lämpliga åtgärder (IMF, 2009, s. 17). Rekommendationerna gavs dock med förbehållet att de finanspolitiska stimulanserna skulle vara förenliga med stabila offentliga finanser på medellång sikt. Men med snabbt stigande statsskulder kom hållbarheten i flera länders offentliga finanser att ifrågasättas. Och flera länder i Europa kom att bryta mot uppsatta finanspolitiska regler. Detta medförde att de aktiva finanspolitiska stimulanserna inte blev särskilt långvariga, åtminstone inte i Europa.

Att finanspolitiken omgärdas av regler som syftar till att begränsa budgetunderskott och uppbyggnad av statsskuld har delvis olika förklaringar i olika länder, men en gemensam faktor är önskan att undvika en situation där landet förlorar tillgången till marknadsfinansiering. Exakt vad som krävs för att vara på den säkra sidan givet att en finansiell kris och djup lågkonjunktur kan leda till stora lånebehov, och att det finns risk för självuppfyllande spekulation på finansiella marknader, är inte lätt att avgöra. I Sverige innebär nuvarande finanspolitiska ramverk att den konsoliderade offentliga sektorns skuld bör ligga mellan 30 och 40 procent av BNP. I Japan är den offentliga skulden nästan 240 procent av BNP utan att det leder till krav på minskade budgetunderskott.

Finanspolitikens underordnade roll som stabiliseringspolitiskt verktyg och det relativt strama ramverk som gäller i Sverige har begränsat möjligheterna att ersätta ett fall i efterfrågan i den privata sektorn – till exempel ett fall i efterfrågan på svensk export – med ökad efterfrågan i den offentliga sektorn. Särskilt vid en finansiell kris, när kraftigt ökad osäkerhet kan leda till att efterfrågan faller på bred front i den privata sektorn, kan det vara en fördel att ha möjlighet att åtminstone delvis kompensera detta genom att tillfälligt låta den offentliga sektorn öka sin efterfrågan. Penningpolitisk stimulans syftar i första hand till öka den privata sektorns efterfrågan, vilket kan vara svårt i ett sådant läge.<sup>10</sup> I synnerhet skulle det vara värdefullt att kunna öka de offentliga investeringarna när de privata faller, eftersom det

---

<sup>10</sup> Som tidigare nämnts har dock den senaste tidens åtgärder i form av kvantitativa lättnader skapat ett visst finanspolitiskt utrymme genom att sänka statens räntekostnader.

inte bara skulle bidra till att hålla uppe det allmänna efterfrågeläget utan också möjliggöra samhällsekonomiskt motiverade investeringar som skjutits på av brist på finanspolitiskt utrymme.

Ett ofta anfört problem när det gäller att stimulera ekonomin genom att öka de offentliga investeringarna är dock de tidsfördröjningar som nämnts tidigare. Att planera, besluta om och genomföra offentliga investeringar tar vanligtvis lång tid, så risken att efterfrågestimulansen kommer när den inte längre behövs för att stabilisera konjunkturen är särskilt hög för just offentliga investeringar. I Sverige genomförs investeringar transportsystemet utifrån planer som löper över en tolvårsperiod, med uppdateringar vart fjärde år. Med en sådan planeringsprocess finns det normalt sett investeringsprojekt som kan tidigareläggas om anslaget till Trafikverket höjs. Men genomförande av projekt som går utöver underhåll av befintlig infrastruktur kräver vanligtvis tillståndsprövningar och myndighetsbeslut, vilka tar tid.

Det leder till den relaterade frågan om huruvida ett finanspolitiskt ramverk som det svenska, med ett mål för den offentliga sektorns finansiella sparande, leder till att de offentliga investeringarna generellt sett blir mindre än vad som är samhällsekonomiskt motiverat. Ett mål för det finansiella sparandet innebär att offentliga investeringar behöver skattefinansieras. Det kan leda till att löpande offentliga utgifter tränger undan investeringar, eftersom det inte blir möjligt att fördela investeringskostnaderna över investeringens hela livslängd. Om besluten fattas utifrån en relativt kort tidshorisont, t.ex. fram till nästa val, kan utgifter på offentlig konsumtion framstå som mer attraktivt än kostsamma investeringar vars positiva effekter kommer någon gång i framtiden. Låga offentliga investeringar är dessutom en faktor som bidrar till en låg naturlig ränta, eftersom det minskar efterfrågan på att använda det sparande som behöver placeras för att finansiera reala investeringar. Det är alltså en faktor som bidrar till det har blivit svårt att stimulera ekonomin med hjälp av penningpolitik.

Från tid till annan har det diskuterats om det vore bättre att i stället ha ett mål för det totala sparandet, som inkluderar investeringar i realkapital (se t.ex. Finanspolitiska rådet, 2008, s. 49–53). Detta skulle innebära ett överskottsmål som endast gäller de löpande inkomsterna och kostnaderna (inklusive avskrivningar till följd av kapitalförslitning), medan investeringsutgifter fritt får lånefinansieras. Ett

ofta anfört motargument är dock att det skulle leda till svåra gränsdragningar mellan vad som är att betrakta som investeringar och vad som är löpande konsumtion. Hur ska t.ex. löpande utgifter för utbildning och sjukvård – utgifter som bidrar till att höja befolkningens humankapital – betraktas? Hittills har det inte funnits något större intresse bland politiska beslutsfattare att ändra det svenska finanspolitiska ramverket i denna riktning.

## 4 Kan ojämnr inkomstfördelning leda till makroekonomisk volatilitet?

En fråga som har diskuterats bland forskare i makroekonomi är huruvida ökad ojämlikhet är en faktor som leder till en ökad risk för finansiella kriser. Raghuram Rajan, tidigare chefekonom på Internationella valutafonden och centralbankschef i Indien pekar i sin bok *Fault Lines* ut ökad inkomstojämlikhet i USA som en av de faktorer som ledde fram till den globala finanskrisen (Rajan, 2010). Enligt hans analys ledde ökad inkomstojämlikhet i USA till ett politiskt tryck för ökad omfördelning, och denna omfördelning kom att levereras i form av subventionerat ägande av bostäder. Genom detta fick hushåll som annars inte skulle ha bedömts som kreditvärdiga tillgång till bostadslån, vilket bidrog till en kreditboom och kraftigt stigande bostadspriser. Denna utveckling var inte hållbar i längden utan slutade med boprisfall och kreditförluster på subprimelån, vilket utgjorde startpunkten på den globala finanskrisen.

Enligt en analys av Kumhof, Rancièrre och Winant (2015) tillämpad på USA är den grundläggande mekanismen bakom ett samband mellan inkomstojämlikhet och finanskriser att de som befinner sig i toppen av inkomstfördelningen använder en stor andel av en given inkomstökning till att ackumulera finansiella tillgångar i form av lån till låginkomsttagare i stället för att konsumera. Genom detta underlättas visserligen låginkomsttagarnas möjligheter att utjämna sin konsumtion över livscykeln, men till priset av ökad skuld i förhållande till inkomst och därmed en större sårbarhet som i förlängningen ökar risken för en finansiell kris.

Det är dock oklart hur generellt giltiga dessa resultat är. Det finns särskilda omständigheter i det amerikanska fallet som gör att det kanske inte är så relevant för sambandet mellan inkomstojämlikhet

och finanskriser i andra länder. I ett land som Sverige ligger till exempel andra fördelningspolitiska åtgärder än subventionerat ägande av bostäder, som omfördelning via skatter och transfereringar och utbildningssatsningar, närmare till hands. Enligt en empirisk studie av sambandet mellan inkomstjämlighet, kreditexpansion och finanskriser som täcker flera länder än USA är det svårt att hitta någon tydlig roll för inkomstjämlighet när det gäller att orsaka finanskriser (Bordo och Meissner, 2012).

## 5 Avslutning

Av denna redogörelse kan ett antal slutsatser dras. Till att börja med har det skett en viss omvärdering av flera etablerade sanningar inom nationalekonomi sedan den globala finanskrisen. Den finansiella sektorns betydelse för en välmående ekonomi har kommit att omprövas. De höga ersättningar till anställda och ägare i denna sektor framstod möjligtvis som motiverade när synen på dess betydelse för ekonomisk tillväxt var mer positiv. I dag är en vanligare utgångspunkt att ersättningarna i sektorn är uttryck för ett marknadsmisslyckande. Ägare till och anställda i systemviktiga banker har inte bara kunnat räkna med höga ersättningar när lönsamheten varit god, utan också när det uppstått stora förluster som då har täckts av skattebetalarna. Flera av de stramare regler för bankerna som införts sedan den globala finanskrisen syftar till att komma åt detta problem. Systemviktiga banker är i dag tvingade att hålla betydligt större kapital- och likviditetsbuffertar i goda tider och deras långgivare förväntas vara med och täcka förluster om de trots det hamnar på obestånd. Det senare väntas leda till att de som lånar ut pengar till banker har anledning att se till att bankerna förblir solventa.

Värdet av globaliserade finansiella marknader har också ifrågasatts på sina håll. Det verkar svårt att belägga några mer betydande samhällsekonomiska vinster av gränsöverskridande finansiella flöden. Däremot verkar de bidra till risker för den finansiella stabiliteten.

Ett annat område där det skett en viss omvärdering är ansvarsfördelningen mellan penning- och finanspolitik inom makropolitiken. Erfarenheterna sedan den globala finanskrisen med låg inflation trots rekordlåga räntor tyder på att det är svårt för penningpolitiken att ensamt fullt ut stabilisera ekonomin. En rimlig tolkning av orsakerna till detta är att underliggande faktorer lett till ett högt utbud på sparande i förhållande till efterfrågan på finansiering för att genomföra investeringar, vilket drivit ned den realränta som krävs för en

## Avslutning

ekonomi i balans. En mer framskjuten roll för finanspolitiken skulle eventuellt kunna råda bot på detta. Särskilt gynnsamt skulle det vara om den inriktades på att genomföra offentliga investeringar, som med finanspolitiska ramverk som det svenska riskerar att bli alltför låga ur ett samhällsekonomiskt perspektiv.



# Referenser

- Allen, F. och E. Carletti (2010), "An Overview of the Crisis: Causes, Consequences, and Solutions", *International Review of Finance*, 10 (1):1–26.
- Bank of Japan (2013), The "Price Stability Target" under the Framework for the Conduct of Monetary Policy, January 22, 2013, [www.boj.or.jp/en/announcements/release\\_2013/k130122b.pdf](http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130122b.pdf)
- Bernanke, B. S. (2010), Statement by Ben S. Bernanke, Chairman, Board of Governors of the Federal Reserve System before the Financial Crisis Inquiry Commission Washington, D.C.
- Blanchard, O. (2019), "Public Debt: Fiscal and Welfare Costs in a Time of Low Interest Rates" PIIE Policy Brief 19–2, Peterson Institute, Washington, D.C.
- Blanchard, O., G. Dell’Ariccia och P. Mauro (2010), Rethinking Macroeconomic Policy, IMF Staff Position Note, SPN/10/03.
- Blanchard, O. och J. Galí (2007), "Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model", *Journal of Money, Credit and Banking*, 39 (1): 35–65.
- Blanchard, O. och L. Summers (red.) (2019), *Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession*, The MIT Press.
- Bordo, M. D. och C. M. Meissner (2012), "Does Inequality Lead to a Financial Crisis?", *Journal of International Money and Finance*, 31 (8): 2147–2161.
- Brand, C., M. Bielecki och A. Penalver (red.) (2018) "The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy", ECB Occasional Paper Series No. 217, European Central Bank, Frankfurt.

- Brei, M., G. Ferri and L Gambacorta (2019), "Financial structure and income inequality", CEPR, Discussion paper 13330.
- Cecchetti, S. G. och E. Kharroubi (2012), "Reassessing the impact of finance on growth", BIS Working Papers No. 381, Bank for International Settlements, Basel.
- Cecchetti, S. G. och E. Kharroubi (2019), "Why Does Credit Growth Crowd Out Real Economic Growth?", *The Manchester School*, 87 (S1): 1–28.
- Demirguc-Kunt, A. och R. Levine, R. (2009), "Finance and Inequality: Theory and Evidence", *Annual Review of Financial Economics*, 1:287–318.
- Diamond, D. (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies*, 51: 393–414.
- Draghi, M. (2019), "Introductory statement to the press conference", European Central Bank, Frankfurt am Main, 12 September.
- Dynan, K. E., J. Skinner och S. P. Zeldes (2004), "Do the Rich Save More?", *Journal of Political Economy*, 112 (2): 397–444.
- EU-domstolen (2018), Court of Justice of the European Union Press Release No. 192/18, Luxembourg, 11 December 2018.
- Europaparlamentet (2017), "Recommendation following the inquiry on money laundering, tax avoidance and tax evasion", *Official Journal of the European Union*, 2018/C 369/16, 132–155.
- Fielder, S., K.-J. Gern, N. Jannsen och M. Wolters (2018), Growth prospects, the natural interest rate, and monetary policy. Monetary Dialogue November 2018. In-depth Analysis Requested by the ECON committee, European Parliament.
- Finanspolitiska rådet (2008), *Svensk finanspolitik*, Finanspolitiska rådets rapport 2008.
- Flam, H. och R. Vestman (2014), "Swedish Equity Mutual Funds: Performance, Persistence and the Presence of Skill", Swedish House of Finance working paper 14–04.
- Greenwood, J. och B. Jovanovic (1990), "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, 98: 1076–1107.
- Greenwood, R. och D. Scharfstein (2013), "The Growth of Finance", *Journal of Economic Perspectives*, 27: 3–28.

- Holston, K., T. Laubach och J. C. Williams (2017), "Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants", *Journal of International Economics*, 108 (S1): S59–S75. Group of Twenty
- IMF (2009), Meeting of the Ministers and Central Bank Governors March 13–14, 2009, London, U.K., Global Economic Policies and Prospects, Note by the Staff of the International Monetary Fund, IMF, Washington D.C.
- Jauch, S. och S. Watzka, S (2016), "Financial development and income inequality: a panel data approach", *Empirical Economics*, 51: 291–314.
- King, R., G. och R. Levine (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *The Quarterly Journal of Economics*, 108 (3): 717–737.
- Konjunkturinstitutet (2018), *Automatiska stabilisatorer I Sverige 1998–2018*, Specialstudie 2018:29, Konjunkturinstitutet, Stockholm.
- Kuhn, M., M. Schularick and U. Steins (2018), "Income and wealth inequality in America, 1949–2016", CEPR Discussion paper 12218.
- Kumhof, M., R. Rancière och P. Winant (2015), "Inequality, Leverage, and Crises." *American Economic Review*, 105 (3): 1217–45.
- Mian, A. och A. Sufi (2011), "House Prices, Home Equity-Based Borrowing, and the US Household Leverage Crisis", *American Economic Review*, 101 (5): 2132–56.
- OECD (2015), OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project Explanatory Statement, 2015 Final Reports, OECD, Paris.
- OECD (2020), "Country-by-Country exchange relationships", [www.oecd.org/tax/beps/country-by-country-exchange-relationships.htm](http://www.oecd.org/tax/beps/country-by-country-exchange-relationships.htm).
- Passari, E. och H. Rey (2015), "Financial Flows and the International Monetary System", *The Economic Journal*, 125: 675–698.
- Philippon, T. och A. Reshef (2012) "Wages and human capital in the US finance industry: 1909–2006", *Quarterly Journal of Economics*, 127(4): 1551–1607.
- Philippon, T. och A. Reshef (2013), "An International Look at the Growth of Modern Finance." *Journal of Economic Perspectives*, 27(2): 73–96.

- SOU (2019), *En ny riksbankslag*, del 2 av 3, kapitel 13–27, SOU 2019:46.
- Rajan, R. (2010), *Fault Lines*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Rajan, R. och L. Zingales (1998), "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, 88, 559–86.
- Riksbanken (2019), *Penningpolitiskt protokoll*, December 2019.
- Rogoff, K. (2020), "Monetary policy must play a role in fighting the next recession", *The Guardian*, 3 Feb 2020, [www.theguardian.com/business/2020/feb/03/monetary-policy-fighting-recession-fiscal-policy](http://www.theguardian.com/business/2020/feb/03/monetary-policy-fighting-recession-fiscal-policy).
- Skatteverket (2017), "Skatteverkets information om avtal mellan de behöriga myndigheterna i Amerikas förenta stater och Sverige gällande land-för-land-rapportering", Skatteverkets meddelanden, SKV M 2017:13.
- Skatteverket (2020), "Land-för-land-rapportering och underrättelser om sådana rapporter", [www.skatteverket.se/foretagochorganisationer/skatter/internationellt/landforlandrapporter.4.361dc8c15312eff6fd334a9.html](http://www.skatteverket.se/foretagochorganisationer/skatter/internationellt/landforlandrapporter.4.361dc8c15312eff6fd334a9.html).
- Tanndal, J. och D. Waldenström (2018), "Does Financial Regulation Boost Top Incomes? Evidence from the Big Bang", *Economica* 85(338): 232–265.
- Qian R., C. M. Reinhart och K. S. Rogoff (2011). "On graduation from default, inflation and banking crises: elusive or illusion?", D Acemoglu, M Woodford (red.), *NBER Macroeconomics Annual 2010*, 1–36, Chicago: Univ. Chicago Press.