

ANFÖRANDE



DATUM: 2017-04-07
TALARE: Vice riksbankschef Henry Ohlsson
PLATS: LO, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

Penningpolitikens fördelningseffekter*

”Prisstabilitet skapar goda förutsättningar för ekonomisk tillväxt, hög sysselsättning och motverkar en godtycklig inkomst- och förmögenhetsfördelning.” Så avslutade Riksbanken sitt pressmeddelande den 15 januari 1993 då inflationsmålet annonserades. Kopplingen mellan penningpolitiken, tillväxten och sysselsättningen har varit mycket i fokus under de snart 25 år som gått sedan dess. Fördelningseffekterna av penningpolitiken har däremot varit i skymundan fram till de senaste åren då frågan hamnat i rampljuset.

Då Riksbanken i början av 1993 fattade beslutet att börja styra mot ett inflationsmål kom man från en period där det stora problemet hade varit en hög inflation, och en inflation som också varierade mycket från år till år. Att ha en hög inflation är som bekant problematiskt i sig, men det blir dessutom svårare för hushåll och företag att fatta ekonomiska beslut då det reala värdet på sparande, investeringar och skulder påverkas av stora kast i inflationen. Blir inflationen högre än väntat gynnas låntagare av att värdet på skulderna urholkas, medan långgivare och de med stort sparande på motsvarande sätt missgynnas. Den typen av godtyckliga omfördelningar mellan långgivare och låntagare var vanliga under 1970- och 1980-talen.

Inflationsmålet tillsammans med reformerna av det finanspolitiska ramverket och förändringarna av lönebildningen på 1990-talet har bidragit till att inflationen i Sverige dels har kommit ned till en lägre nivå, dels har varierat betydligt mindre än tidigare. Samma sak har hänt med inflationen runt om i världen. Det är därför inte så konstigt att frågan om fördelningseffekterna av inflationen och penningpolitiken försvann från den ekonomisk-politiska debatten.

* Jag vill särskilt tacka Björn Andersson som hjälpt mig att arbeta fram detta anförande. Carl Andreas Claussen, Charlotta Edler, Cecilia Roos-Isaksson, Stefan Laséen, Tomas Lundberg, Marianne Sterner, Ulf Söderström och Anders Vredin har bidragit med värdefulla kommentarer.

Fördelningseffekter återigen aktuella

Men de senaste åren har frågan blivit aktuell igen. Ett skäl till det är en växande insikt om att fördelningen av inkomster och förmögenheter kan ha stor betydelse för vilka effekter penningpolitiken har på ekonomin i stort. Och det är därför viktigt att förstå de sambanden bättre. Ett annat skäl till att frågan om fördelningseffekter är aktuell igen är de stigande tillgångspriserna och den effekt som penningpolitiken å sin sida har på inkomst- och förmögenhetsfördelningen.

Vi har haft en lång period där inflationen har varit låg och där centralbankerna runt om i världen har kämpat för att få upp inflationen till sina respektive mål. Man skulle därför kunna tro att frågan om penningpolitikens fördelningseffekter blivit aktuell för att inflationen blivit oväntat låg, vilket gynnat vissa grupper på andras bekostnad. Men det är egentligen inte det som är huvudorsaken, utan det har snarare att göra med de ansträngningar som centralbankerna gjort för att öka aktiviteten i ekonomin och få upp inflationen.

Låga räntor har bidragit till att priserna på aktier och andra tillgångar, både finansiella och reala, har stigit snabbt. Den effekten i sig borde inte vara iögonfallande. Tillgångspriser stiger normalt då räntorna sjunker, vilket de gör i perioder då penningpolitiken stimulerar ekonomin. Men de senaste åren har varit speciella på många sätt. Förutom att styrräntorna har varit låga under ovanligt lång tid har Riksbanken och andra centralbanker också använt andra medel för att ytterligare pressa ned den allmänna räntenivån, till exempel köp av statsobligationer. De penningpolitiska åtgärderna har påverkat tillgångspriserna på ett mer direkt och synligt sätt än den konventionella politiken med räntesänkningar. Detta har bidragit till att fördelningseffekterna av penningpolitiken börjat diskuteras mer.

Fördelningseffekterna av centralbankernas tillgångsköp har varit i fokus i till exempel USA, och i Storbritannien och i Tyskland har de låga räntornas effekter på sparare diskuterats flitigt.¹ I Sverige har finansutskottet inkluderat fördelningseffekter bland frågorna som ska ingå i den pågående översynen av det penningpolitiska ramverket och riksbankslagen – i direktivet till översynen står att kommittén som genomför översynen särskilt ska överväga om Riksbanken bör ta hänsyn till de konsekvenser som konventionella och okonventionella penningpolitiska åtgärder kan få för till exempel inkomstfördelningen i ekonomin.²

Att förklara varför fördelningen av inkomster och förmögenheter förändras är en utmaning som inte blir lättare av att statistiken i vissa fall släpar efter och i andra fall har stora hål. Ni som läst Pikettys storsäljare *Kapitalet i tjugoförsta århundradet* vet också att man kan ge frågan om fördelningseffekter betydligt större utrymme än vad jag har möjlighet att göra idag. Vad jag vill säga med de brasklapparna är att ni som förväntar er att få veta exakt hur stora fördelningseffekter som penningpolitiken har haft tyvärr kommer att bli besvikna. Min något blygsammare målsättning är att ge ett bidrag till diskussionen genom

¹ Se till exempel Bank of England (2012), OECD (2015), Bindseil m.fl. (2015), Deutsche Bundesbank (2016), Europaparlamentet (2016), Domanski m.fl. (2016) och Amaral (2017).

² Dir.2016:114

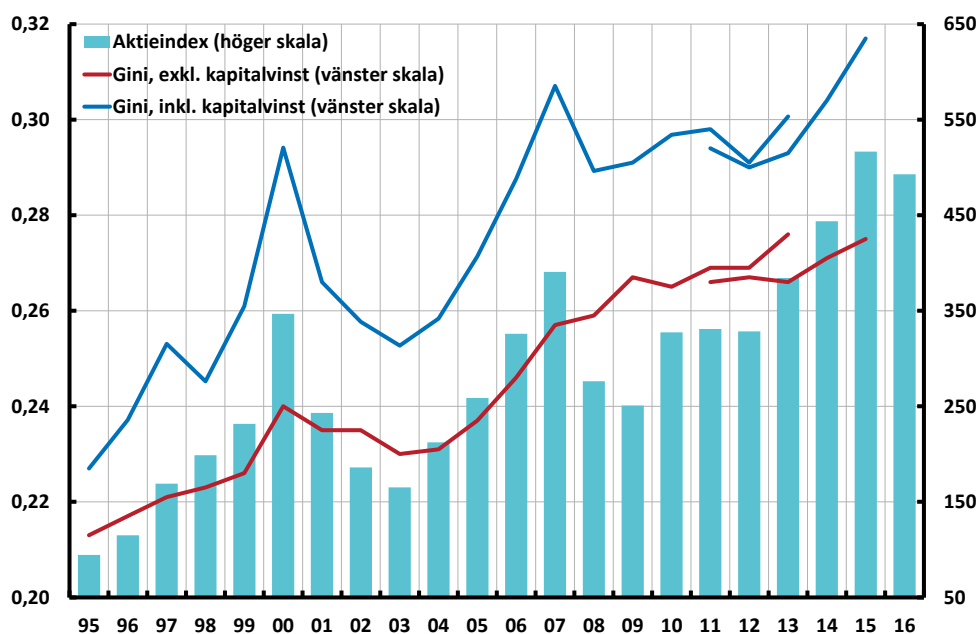
att resonera kring fördelningseffekterna av politiken och nyansera bilden av vilka de effekterna är.

Det jag hoppas kunna övertyga er om idag är att penningpolitiken påverkar hushållens inkomster och förmögenheter på andra mer indirekta, men sannolikt mer betydelsefulla sätt än via tillgångspriser. På kort sikt innebär en expansiv penningpolitik visserligen till stigande tillgångspriser, men detta kompenseras av lägre arbetslöshet, högre sysselsättning och starkare tillväxt. En penningpolitik som lyckas med uppgiften att nå prisstabilitet motverkar också inflationens negativa fördelningseffekter.

En expansiv penningpolitik för att försvara inflationsmålet

Men, som sagt, stigande tillgångspriser har varit ett inslag i konjunkturuppgången de senaste åren. Och under perioder då aktiepriserna stiger blir fördelningen av inkomsterna ojämnare fördelade bland hushållen – det ser man av vanliga mått på spridningen i inkomstfördelningen som till exempel den så kallade Gini-koefficienten (se diagram 1).

Diagram 1. Gini-koefficient för disponibel inkomst samt börsutveckling



Anm. Gini-koefficienten är ett mått på spridning i en fördelning av till exempel inkomster. Gini-koefficienten kan vara mellan 0 och 1, där ett högre värde innebär större ojämlikhet. Statistiken gäller SCB:s undersökningar Hushållens ekonomi 1995–2011 respektive Inkomster och skatter 2011–2015.

Källor: Macrobond och SCB

Som jag varit inne på är det inget ovanligt med att tillgångspriserna stiger i perioder då penningpolitiken stimulerar ekonomin. Däremot är det naturligtvis ovanligt att penningpolitiken varit så expansiv och att Riksbanken inte har lättat

på gaspedalen i takt med att konjunkturuppgången fortsatt, aktiviteten i ekonomin ökat och tillgångspriserna stigit. Så en naturlig första fråga är: varför har penningpolitiken sett ut på det här sättet?

Det korta svaret är: därför att inflationsmålet är värt att försvara. Ni har hört mig och mina kollegor i direktionen säga det många gånger tidigare, men det tål att upprepas. Från mitt perspektiv har inflationsmålet på 2 procent spelat en central roll i den svenska ekonomin – den uppfattningen delar jag säkert med många av er här idag. Vi har haft stor nytta av att hushåll och företag, sparare och investerare sett framför sig en framtida inflation på en lagom låg nivå och att deras bild varit någorlunda samstämmig. Det har bidragit till att vi har haft en helt annan stabilitet i pris- och lönebildningen de senaste två decennierna än de två tidigare, vilket i sin tur bidragit till att inflationen kommit ned samtidigt som vi har haft en mer stabil och betydligt högre reallöneutveckling i genomsnitt. Att hög och varierande inflation försvunnit som en störande faktor bör också ha inneburit att det ekonomiska beslutsfattandet hos hushåll och företag generellt sett blivit enklare och bättre.

Men nyckeln till en sådan utveckling är alltså en gemensam förankring av inflationsförväntningarna och en förutsättning för det är att inflationsmålet på 2 procent upplevs som trovärdigt. Det är den problematiken som har präglat Riksbankens penningpolitik de senaste åren. I januari 2015 då jag kom in i direktionen befann vi oss dessvärre i ett läge där förväntningarna om inflationen på längre sikt höll på att förlora sin förankring vid 2 procent. Penningpolitiken hade varit expansiv under lång tid och det behövdes ytterligare insatser för att stärka förtroendet för målet och skicka väldigt tydliga signaler om Riksbankens intentioner att föra inflationen tillbaka till 2 procent.

Men hur gör man det i en miljö där räntorna redan i utgångsläget är väldigt låga? Det är viktigt att komma ihåg att det sedan lång tid tillbaka har funnits en trend med fallande räntor runt om i världen – en trend som inte har något med penningpolitik att göra, utan snarare med åldrande befolkningar och andra strukturella faktorer som drivit upp sparandet jämfört med investeringsviljan. Mitt i detta har centralbankerna sedan behövt hantera effekterna av finanskrisen och en segdragen lågkonjunktur. Många av dem, inklusive de stora centralbankerna som ECB och Federal Reserve i USA, har fört en expansiv penningpolitik för stödja återhämtningen och få upp inflationen, både via väldigt låga styrräntor och via mer okonventionella åtgärder som olika program för köp av tillgångar. Även det har penningpolitiken i Sverige alltså behövt ta hänsyn till.

Så för att säkra uppgången i svensk konjunktur och inflation och vända den negativa trenden i inflationsförväntningarna har vi sänkt reporäntan ned till en negativ nivå, och med start i början av 2015 har vi genomfört program med köp av statsobligationer för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Vår bedömning är att den här penningpolitiken på det stora hela har varit framgångsrik. Marknadsräntorna har följt våra sänkningar av reporäntan ned till en negativ nivå. Och obligationsköpen verkar ha pressat ner räntorna på ungefär det sätt vi förväntade oss.

Penningpolitiken verkar också ha fått den önskade effekten på inflationen och inflationsförväntningarna. Uppgången i inflationen som startade 2014 har fortsatt

och den nedåtgående trenden i de långsiktiga förväntningarna har vänts till en uppåtgående trend sedan inledningen av 2015. Ett annat tecken på att den expansiva penningpolitiken har haft effekt är att vi har haft en stark konjunktur i Sverige. Tillväxten har varit hög och sysselsättningen har ökat.

Penningpolitikens fördelningseffekter svåra att bena ut

Samtidigt som den expansiva penningpolitiken alltså har bidragit till konjunkturuppgången har tillgångspriserna stigit. De kan påverkas av penningpolitiken via flera olika kanaler. Lägre styrräntor innebär att räntorna på obligationer blir lägre samtidigt som priset på dem ökar. Om centralbanken dessutom köper obligationer innebär det ytterligare press nedåt på räntorna och press uppåt på priset. De som säljer obligationerna till centralbanken kan också vilja anpassa sina portföljer och köpa andra tillgångar vilket gör att priserna på de tillgångarna i sin tur stiger. Centralbanken kan också genom olika typer av kommunikation om penningpolitiken framöver göra klart att den expansiva penningpolitiken kommer att bestå under en längre tid, vilket kan bidra till en mer positiv syn på aktiviteten i ekonomin. Det kan i sin tur bidra till att tillgångspriserna stiger.

Alla dessa kanaler är Riksbanken och andra centralbanker väl medvetna om. Att en expansiv penningpolitik påverkar tillgångspriserna på det här sättet är i själva verket en del av transmissionen av penningpolitiken, det vill säga sättet som penningpolitiken fortplantar sig genom ekonomin. Men effekten på tillgångspriserna är inte målet med politiken. Målet är att den expansiva politiken – via effekterna på räntor, tillgångspriser, växelkurs, kreditillgång, förväntningar och så vidare – på ett par års sikt ska bidra till att öka aktiviteten i ekonomin och få upp sysselsättningen och inflationen. Det är viktigt att inte tappa det perspektivet i diskussioner om penningpolitikens fördelningseffekter eftersom det breddar spektrumet av effekter till mer än bara de som går via tillgångspriserna. Det sätter dessutom fingret på svårigheterna med att avgöra hur stora fördelningseffekterna av den förda penningpolitiken är.

En sådan svårighet är att bedöma vad som faktiskt ska räknas som en effekt av penningpolitiken och vad som snarare är en effekt av att förutsättningarna för penningpolitiken har ändrats. I ett system som samhällsekonomin är det inte så enkelt att skilja på orsak och verkan. Riksbanken agerar inte i ett vakuum, utan anpassar penningpolitiken till ändrade omständigheter.³ Dessutom, om penningpolitiken *inte* skulle anpassas till nya omständigheter skulle det också få fördelningseffekter. Det blir därför inte riktigt rättvisande att jämföra fördelningen av inkomster och förmögenheter efter en period av expansiv penningpolitik med hur fördelningen såg ut innan åtgärderna. Jämförelsepunkten

³ Inom forskningen försöker man ofta skilja den oberoende, "rena" effekten av penningpolitiken från effekten av penningpolitiken som systematiskt reagerar på förändrade omständigheter. Det görs genom att man identifierar penningpolitiska "chocker", det vill säga förändringar av penningpolitiken som är oväntade givet hur centralbanken normalt reagerar på förändrade omständigheter. Storleken på effekten av penningpolitiken kommer då alltså bland annat att bero på antagandet om hur penningpolitiken normalt reagerar.

borde snarare vara hur fördelningen skulle ha sett ut *utan* den expansiva penningpolitiken.

En annan svårighet är vilket tidsperspektiv man ska ha för att avgöra effekterna av penningpolitiken. Jag har argumenterat för att det är viktigt att ta hänsyn till penningpolitikens samlade effekt på ekonomin. Tillgångspriser påverkas relativt snabbt av penningpolitiken, men det tar tid innan den totala effekten av penningpolitiken slår igenom på den reala ekonomin och slutligen inflationen. Dessutom är en vanlig utgångspunkt då man diskuterar penningpolitikens effekter att den på riktigt lång sikt är neutral när det gäller realekonomiska storheter som tillväxt, arbetslöshet och även inkomstfördelning. I det perspektivet kan man därför argumentera för att penningpolitiken bara bör ha små fördelningsmässiga effekter, om ens några effekter alls. Effekterna av en expansiv penningpolitik under lågkonjunkturer bör uppvägas av de motsatta effekterna av en stram penningpolitik under högkonjunkturer.

Det kan visserligen vara rimligt att ta som utgångspunkt att penningpolitiken på sikt är neutral. Men det finns faktorer som gör att man kan behöva nyansera den utgångspunkten. Vissa resultat från forskningen indikerar att effekterna av expansiv respektive åtstramande penningpolitik inte nödvändigtvis är symmetriska.⁴ Det finns också mekanismer som gör att risken att fastna i arbetslöshet ökar ju längre man är arbetslös. Lägg till det att inkomstprofilen över livet förbättras betydligt med ett jobb. Det skulle kunna innebära att det finns motiv för att bedriva en jämförelsevis mer offensiv penningpolitik i lågkonjunkturer. Men här behövs mer forskning för att fördjupa våra kunskaper om orsakerna till och omfattningen av den här typen av så kallade persistenseffekter på arbetslösheten och vad de innebär för penningpolitiken.

Penningpolitiken påverkar inkomsterna från olika källor

Penningpolitikens effekter på fördelningen av inkomster och förmögenheter är med andra ord inte så enkla att bena ut. Men låt oss gå igenom några olika sätt som de senaste årens expansiva penningpolitik kan ha påverkat inkomstfördelningen. En lämplig startpunkt kan vara den funktionella inkomstfördelningen av BNP. Som bekant kan BNP mätas från olika håll, bland annat som summan av alla faktorinkomster. Lite förenklat kommer de inkomsterna från två huvudsakliga källor: ersättning till arbetskraften i form av löner och andra förmåner samt ersättningen till kapital i form av avkastning och vinster. Båda dessa typer av ersättningar har ökat de senaste tre åren och BNP har ökat med drygt tre procent i genomsnitt i reala termer.⁵ Men frågan är alltså hur de växande inkomsterna har varit fördelade bland hushållen.

Hushållen skiljer sig åt i hur stora inkomster de får från olika källor. Generellt kan man säga att arbetsinkomster relativt sett är den viktigaste inkomstkällan för

⁴ Se till exempel OECD (2015) och Furceri m.fl. (2016).

⁵ En relaterad fråga är hur inkomsterna från dessa två källor utvecklas relativt varandra över tiden. Se till exempel Karabarbounis och Neiman (2014) som finner att andelen arbetsinkomster sjunkit i många länder och många branscher.

hushåll i nedre delen och i mitten av inkomstfördelningen, medan kapitalinkomster har störst betydelse för de i toppen – särskilt i yttersta toppen – av fördelningen. Eftersom penningpolitiken påverkar löner och kapitalinkomster på olika sätt kan den sammantagna effekten på inkomsterna skilja sig åt mellan hushållen. Det är den här kanalen från penningpolitiken via sammansättningen på hushållens inkomster som debatten fokuserat mest på – stigande tillgångspriser bör ha gynnat hushåll i toppen av inkomstfördelningen i relativt större utsträckning och därmed ha bidragit till en större inkomstspridning.

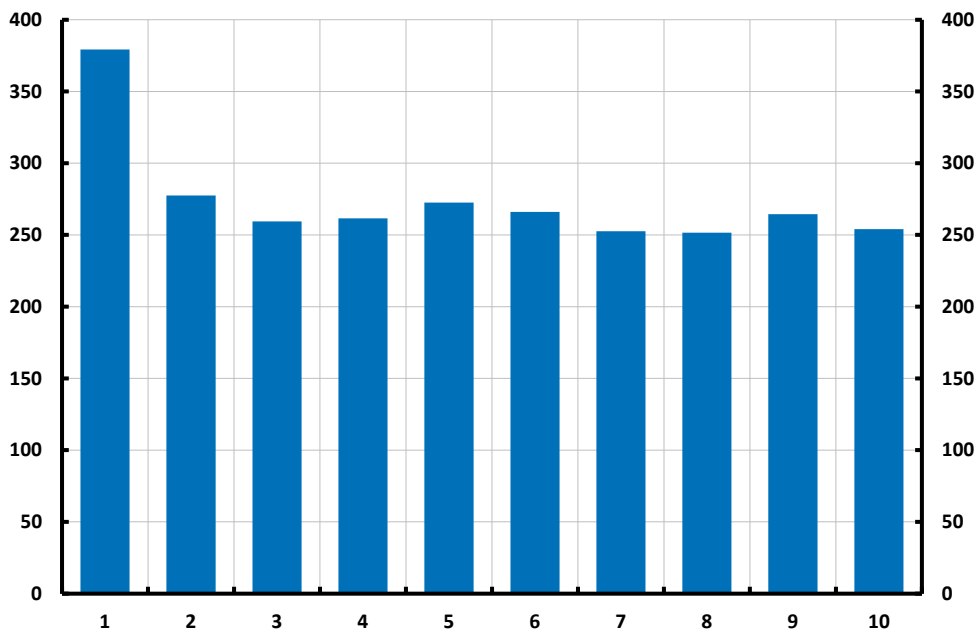
Högre tillgångspriser, lägre avkastning och billigare lån

Men hushållen skiljer sig inte bara åt när det gäller fördelningen på arbets- och kapitalinkomster. Det finns relativt stora variationer mellan hushållen även när det gäller fördelningen av kapitalinkomster på kapitalvinster, avkastning och räntor på olika typer av tillgångar och skulder. Effekten av en expansiv penningpolitik på inkomst- och förmögenhetsfördelningen kan därför variera även av den anledningen.

Hushållens kapitalinkomster kan till exempel vara olika känsliga för ränteförändringar. Allt annat lika gynnar låga räntor hushåll med relativt stora skulder eftersom räntebetalningarna blir lägre. Hushåll med banksparande missgynnas på motsvarande sätt och hushåll med relativt mycket räntebärande tillgångar får lägre avkastning. Här spelar också durationen på olika tillgångar och skulder roll. Om till exempel bolånen främst är till fast ränta blir effekten av räntesänkningar mindre än om lånen framför allt är till rörlig ränta. En jämförelse mellan olika inkomstgrupper visar att skulderna som andel av disponibel inkomst är över 250 procent i alla grupper i Sverige (se diagram 2). Med undantag för gruppen med lägst inkomster är det dock generellt sett relativt liten skillnad i skuldkvoten mellan grupperna.

Diagram 2. Skuldkvot i olika inkomstgrupper 2016

Procent av disponibel inkomst



Anm. Staplarna avser medianen i varje decilgrupp. Data för juli 2016. Den höga skuldkvoten i den lägsta inkomstgruppen bör tolkas med viss försiktighet eftersom denna grupp bland annat inkluderar hushåll som har väldigt varierande inkomster, exempelvis hushåll med negativ inkomst.

Källa: Riksbanken

Förutom att hushållen har olika stora tillgångar och skulder som i olika utsträckning påverkas av ränteförändringar kan det också finnas andra dimensioner som spelar roll för hur inkomst- och förmögenhetsfördelningen påverkas av en period av mycket expansiv penningpolitik. Till exempel kan man tänka sig att hushåll som är vana att förvalta sina tillgångar och skulder har bättre förutsättningar att gardera sig mot eller dra nytta av effekterna av penningpolitiken på räntor och tillgångspriser.

Men fördelningseffekterna av penningpolitiken kommer inte bara via förändringarna av nominella räntor och tillgångspriser. Ytterst är det ju effekten då hänsyn tagits till inflationen som spelar roll. Och sammansättningen på hushållens förmögenheter är också viktig i det sammanhanget. Till att börja med påverkas hushåll mer negativt av en expansiv penningpolitik som ökar inflationen om de har en jämförelsevis stor andel tillgångar som har dåligt eller inget inflationskydd. Kontanter är ju det mest uppenbara exemplet, även om det i sammanhanget kanske är av mindre betydelse för förmögenhetsfördelningen med tanke på hur användningen av kontanter minskat i Sverige.

Det reala värdet på alla tillgångar och skulder påverkas givetvis av hur hög inflationen är och jag har tidigare varit inne på den omfördelning som sker mellan låntagare och långivare som en effekt av en överraskande hög eller låg inflation. En oväntad ökning av inflationen, till exempel för att penningpolitiken blivit mer expansiv än väntat, minskar det reala värdet på tillgångar och skulder. Det kan bland annat gynna hushåll med relativt stora skulder på villor och bostadsrätter,

men missgynna hushåll med låga inkomster som hyr sin bostad. Hushåll med stora finansiella tillgångar missgynnas också, men de kanske är mer vana vid och har bättre möjligheter att anpassa sina tillgångar för att undvika inflationsrisken.

För att studera vilken fördelningseffekt som är förknippade med ökade kapitalinkomster vore det alltså intressant att se hur tillgångar och skulder är fördelade mellan hushållen. När det gäller skulderna finns det relativt bra statistik att tillgå, men när det gäller fördelningen av olika tillgångar famlar vi tyvärr lite i blindo.

Insamlingen av data över finansiella tillgångar och skulder på hushållsnivå upphörde i och med att förmögenhetsskatten avskaffades 2007. Finans- och nationalräkenskaperna ger visserligen information om hur hushållens olika finansiella och reala tillgångar förändrats på aggregerad nivå. Men när det gäller utvecklingen av förmögenheten på individnivå har vi inte mycket att gå på eftersom statistiken i princip slutar 2007. Det har gjorts lovvärda försök att uppskatta utvecklingen sedan dess via kapitalisering av inkomster och utgifter, men kvaliteten kan naturligtvis inte jämföras med registerdata.⁶ Flera utredningar på senare tid har noterat att det finns ett stort behov av en aktuell förmögenhetsstatistik på individnivå för att analysera specifika frågor som stabilitetsrisker och överskuldssättning, men också för att fördjupa kunskaperna om inkomstfördelningen generellt.⁷

Fördelningseffekten av minskad arbetslöshet och högre sysselsättning viktig

Så långt alltså de olika kanaler genom vilka en expansiv penningpolitik kan påverka inkomstfördelningen via kapitalvinster, avkastning och räntor. Som ni märker har jag däremot undvikit att säga något bestämt om storleken på fördelningseffekterna. Som jag nämnde tidigare är det svårt att avgöra exakt hur stora de effekterna är och inte ens riktningen på dem är alltid uppenbar. Men stigande aktiepriser och därmed större vinster vid försäljningen av dessa tenderar allt annat lika att leda till en mer ojämn inkomstfördelning. Effekten av den expansiva penningpolitiken på kapitalinkomsterna, via stigande aktiepriser, bör därför ha medfört en ojämnare inkomstfördelning. Men kapitalinkomsterna är bara en del av hushållens inkomster, den största delen utgörs av arbetsinkomster.

Även när det gäller arbetsinkomster kan en expansiv penningpolitik ha olika effekt för olika hushåll. För vissa hushåll kan timlönen vara det som främst avgör hur löneinkomsterna utvecklas, medan det för andra är antalet arbetade timmar som är viktigast – framför allt om man faktiskt har ett jobb eller inte. I den utsträckning som penningpolitiken påverkar de här storheterna på olika sätt kommer också inkomstfördelningen att påverkas.

I Sverige är det framför allt skillnaderna mellan inkomsterna hos de som har ett jobb och de som inte har det som är viktiga för inkomstfördelningen, snarare än

⁶ Lundberg och Waldenström (2016). Se också Waldenström (2016).

⁷ Sveriges riksbank (2011), Finanspolitiska rådet (2013) och SoU 2013:78.

löneskillnaderna mellan de som jobbar.⁸ Det här syns tydligt i fördelningen av disponibla inkomster, det vill säga inkomsterna då man förutom arbets- och kapitalinkomster även lägger till transfereringar av olika slag och drar bort skatter. Ju högre disponibla inkomster, desto mindre vanligt är det att man får sin huvudsakliga försörjning från annat än arbete och kapital. Personer med arbetslöshetsersättning återfinns framför allt i den nedre delen av fördelningen, likaså de med sjuk- och aktivitetsersättning och de med ekonomiskt stöd.⁹ Det är också tydligt att man bland dem med lägst inkomster återfinner personer som enligt Arbetsförmedlingen har en utsatt ställning på arbetsmarknaden, till exempel personer födda utanför Europa.

Den starka konjunkturutvecklingen de senaste åren har inneburit att efterfrågan på arbetskraft har ökat, vilket gjort att sysselsättningen har stigit trendmässigt. Arbetslösheten har också sjunkit, vilket är imponerande med tanke på att antalet personer i arbetskraften samtidigt har ökat. Den här utvecklingen har allt annat lika rimligtvis inneburit en utjämnande effekt på inkomstfördelningen. För detta talar också att sysselsättningen bland utomeuropeiskt födda faktiskt också har börjat öka, om än från en betydligt lägre nivå än för övriga grupper. Hela den här fördelningseffekten kan givetvis inte tillskrivas penningpolitiken – lika lite som fördelningseffekten av stigande tillgångspriser kan göra det. Men det är helt klart att den expansiva penningpolitiken har bidragit till den starka utvecklingen på arbetsmarknaden de senaste åren.

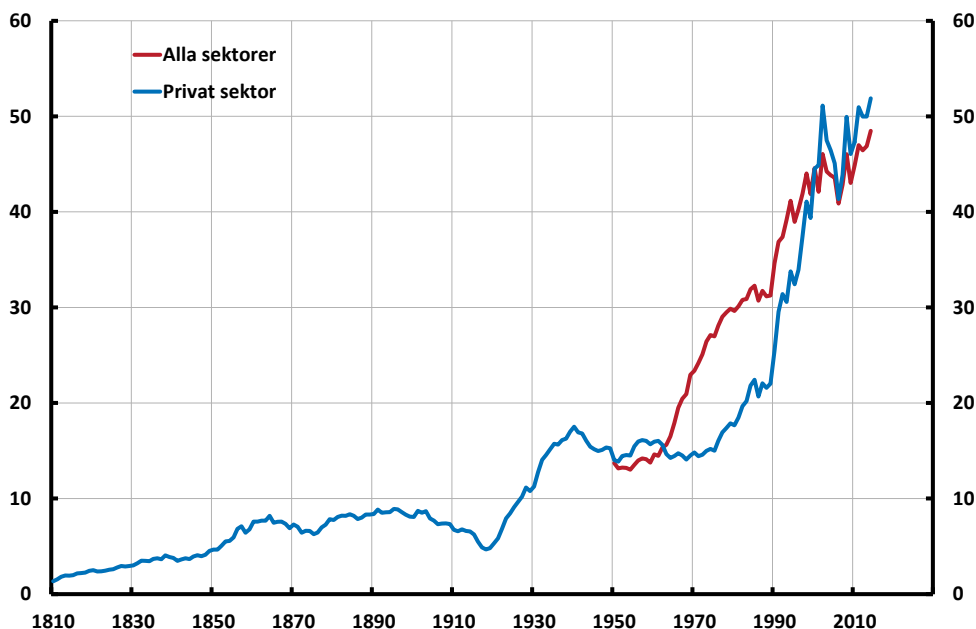
En annan aspekt på förbättringarna på arbetsmarknaden som är relevant här är kopplingen till framtida pensioner. Ofta hamnar fokus på det individuella pensionssparandet, men hushållens totala pensionsförmågenheter innehåller också ett kollektivt fondsparande, till exempel i system för avtalspensioner och premiepensioner. Faktum är att det sparandet i dagsläget utgör ungefär hälften av de totala finansiella tillgångarna (se diagram 3). Dessutom har vi pensionstillgångar kopplade till den allmänna inkomstpensionen, som alltså inte är fonderade utan som är kopplade till de pensionsrätter vi tjänar in fram till pensioneringen. Om man har ett jobb eller inte spelar stor roll för storleken på både det kollektiva sparandet och den allmänna inkomstpensionen. Det avgör om man får tillgång till avtalspension och spelar också stor roll för inkomstprofilen under yrkeslivet. Lägre arbetslöshet och högre sysselsättning bör därför ha utjämnande fördelningseffekter även av den anledningen.

⁸ Sysselsättningsperspektivet på utvecklingen av inkomstfördelningen i Sverige beskrivs bland annat av Bengtsson, Edin och Holmlund (2014) och SNS (2017).

⁹ Se till exempel Proposition 2011/12:100.

Diagram 3. Kollektiva finansiella tillgångar som andel av totala finansiella tillgångar

Procent



Källa: Hasselberg och Ohlsson (2016)

När det gäller det fonderade pensionssparandet har perioden med låga räntor varit ansträngande. Avkastningen har varit låg och det har bland annat satt press på pensionsbolagen att möta de garantier man utlovat i sina pensionsförsäkringar. Det här har ibland lyfts som en negativ effekt av den expansiva penningpolitiken, men problemet – i den mån det är ett problem – ska snarare kopplas till den globala trendmässiga nedgången i de långsiktiga reala räntorna.¹⁰ Här handlar det om att ekonomins aktörer behöver ställa in sig på att räntorna sannolikt inte kommer att återgå till de nivåer vi tidigare såg som normala. Men samtidigt är det viktigt att ha i minnet att räntenivån på lång sikt ändå kommer att vara väsentligt högre än idag.

Prisstabilitet skapar goda förutsättningar för ekonomisk tillväxt och hög sysselsättning

Om jag ska försöka mig på att sammanfatta min presentation idag så låt mig först säga att jag tycker det är bra att fördelningseffekter återigen blivit en del av diskussionen om penningpolitiken. Jag tror det finns en hel del vi kan lära oss om penningpolitikens genomslag på ekonomin i stort genom att studera hur penningpolitiken samspelar med inkomst- och förmögenhetsfördelningen.

¹⁰ Faktorerna bakom den nedgången, vad den betyder för hushåll och företag och konsekvenserna för penningpolitiken har jag diskuterat i ett tidigare anförande, se Ohlsson (2016).

Idag har jag framför allt fokuserat på frågan om vad den expansiva penningpolitiken som Riksbanken och andra centralbanker har bedrivit kan tänkas ha haft för fördelningseffekter i ekonomin. Debatten har hittills framför allt fokuserat på effekten av stigande tillgångspriser. Jag har försökt att nyansera den bilden och poängterat vikten av att faktiskt se penningpolitikens hela effekt på ekonomin och också att använda rätt jämförelsepunkt. Min poäng kan väl kortfattat formuleras ungefär så här: utan den expansiva penningpolitiken skulle tillväxten och sysselsättning ha varit lägre och arbetslösheten högre. Det skulle knappast ha gynnat någon grupp i ekonomin, men särskilt inte de med lägst inkomster. Bedömningar av fördelningseffekterna av den expansiva penningpolitiken bör ses i det ljuset.

Det är också viktigt att notera att ingen grupp heller skulle ha gynnats av ett minskat förtroende för inflationsmålet. Hela tanken bakom inflationsmålet är att stabila priser skapar goda förutsättningar för ekonomisk tillväxt och hög sysselsättning, som det formulerades i Riksbankens pressmeddelande från 1993. Det är också ett perspektiv som behöver komma med i diskussionen om fördelningseffekter och penningpolitiken.

Slutligen är min bild att det samlade resursutnyttjandet i den svenska ekonomin har passerat normala nivåer och förväntas bli än högre de kommande åren. Samtidigt ser vi framför oss en stigande inflation upp mot målet. Det är därför troligt att Riksbanken förr eller senare först kommer att lätta på gaspedalen för att sedan börja använda bromspedalen. För att vara förutseende är det enligt min mening naturligt att redan nu fundera över hur ett sådant framtida scenario kan komma att te sig. Penningpolitiken kommer då inte kunna stimulera aktiviteten och arbetsmarknaden på samma sätt som under de senaste åren och det kommer givetvis också att ha fördelningseffekter. Det är viktigt att fokus då riktas mot andra politikområden där ansvaret för fördelningsfrågor mer naturligt ligger.

Referenser

Amaral, Pedro (2017), Monetary Policy and Inequality. *Economic Commentary*, 2017-01, Federal Reserve Bank of Cleveland.

Bank of England (2012), The distributional effects of asset purchases. *Quarterly Bulletin* 2012Q3.

Bengtsson, Niklas, Edin, Per-Anders och Holmlund, Bertil (2014), Löner, sysselsättning och inkomster – ökar klyftorna i Sverige? Rapport till Finanspolitiska rådet 2014/1.

Dir.2016:114, Översyn av det penningpolitiska ramverket och riksbankslagen, Kommittédirektiv. Finansdepartementet.

Domanski, Dietrich, Scatigna, Michela och Zabai, Anna (2016), Wealth inequality and monetary policy. *BIS Quarterly Review*, March 2016.

Europaparlamentet (2016), ECB Quantitative Easing (QE): What are the side effects? Monetary Dialogue 15 June 2015. IP/A/ECON/NT/2015-02.

Finanspolitiska rådet (2013), *Svensk finanspolitik. Finanspolitiska rådets rapport 2013*.

Furceri, Davide, Loungani, Prakash och Zdzienicka, Aleksandra (2016), The Effects of Monetary Policy Shocks on Inequality. IMF Working Paper 16/245, International Monetary Fund.

Hasselberg, Ylva och Ohlsson, Henry (2016), Collective wealth formation: Conflict and compromise in Sweden, 1950–2000. I P. Hudson och K. Tribe (red), *The contradictions of capital in the twenty-first century. The Piketty opportunity*. Agenda Publishing, Newcastle.

Karabarbounis, Loukas och Neiman, Brent (2014), The Global Decline of the Labor Share. *The Quarterly Journal of Economics* 129(1), s 61–103.

Lundberg, Jacob och Waldenström, Daniel (2016), Wealth inequality in Sweden: What can we learn from capitalized income tax data? Under publicering i *Review of Income and Wealth*.

OECD (2015), Income and Wealth Inequality and Monetary Policy. ECO/CPE/WP3(2016)3, Economics Department, Economic Policy Committee.

Ohlsson, Henry (2016), Beslut idag, konsekvenser långt in i framtiden, Anförande 18 mars, Sveriges riksbank.

Piketty, Thomas (2015), *Kapitalet i tjugoförsta århundradet*. Karneval förlag.

Proposition 2011/12:100, Bilaga 3 Fördelningspolitisk redogörelse, 2012 års ekonomiska vårproposition.

SNS (2017), *Konjunkturrådets rapport 2017*.

SoU 2013:78, Överskuldssättning i kreditsamhället? Betänkande av Utredningen om överskuldssättning. Statens offentliga utredningar.



Sveriges riksbank (2011), *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*

Waldenström, Daniel (2016), The National Wealth of Sweden, 1810–2014, *Scandinavian Economic History Review* 64(1), s 36–54,