

## FÖRDJUPNING – Fördelningseffekterna av Riksbankens åtgärder

---

Penningpolitiken påverkar alltid fördelningen av inkomster och förmögenheter på olika sätt, oavsett om det handlar om förändringar av styrräntan eller om köp av olika tillgångar. Det är samtidigt svårt att avgöra hur stor fördelningseffekten är, bland annat för att den skiljer sig åt på kort och lång sikt. Det är även svårt att bestämma riktningen på effekten – en expansiv penningpolitik bidrar både till stigande tillgångspriser och högre sysselsättning, vilket har motverkande fördelningseffekter. Vilken av dessa effekter som dominerar i praktiken är inte uppenbart. Klart är att utan de stora insatserna från penningpolitiken under coronakrisen hade tillväxten och sysselsättningen sjunkit ännu mer och arbetslösheten hade varit ännu högre. En sådan utveckling hade varit sämre för alla hushåll, särskilt för de med lägst inkomster och förmögenheter. Det är viktigt att följa hur fördelningen av inkomster och förmögenheter förändras framöver. Det kan bland annat påverka effekten som penningpolitiken har på den ekonomiska aktiviteten. Penningpolitiken är inte särskilt väl lämpad att användas för fördelningspolitik och det är heller inte Riksbankens uppgift. Andra politikområden har större möjligheter att vidta riktade åtgärder för att motverka oönskade fördelningseffekter.

---

### Penningpolitiken har hanterat tre kriser på drygt tio år

Under det senaste dryga decenniet har tre dramatiska händelser präglat den globala ekonomin: finanskrisen 2008–09 som övergick i den så kallade eurokrisen 2010–12, samt coronakrisen 2020. De händelserna har inneburit att den ekonomiska politiken runt om i världen i stor utsträckning har varit inriktad på krishantering. Centralbankerna och regeringarna har behövt fokusera på att återställa ordningen på turbulenta finansmarknader så att kreditförsörjningen fungerar och så långt som möjligt minska djupet på den ekonomiska nedgången som kriserna har medfört. Perioden mellan dessa kriser har dessutom innehållit ytterligare utmaningar för penningpolitiken på många håll. Konsekvensen av detta är att centralbankerna har sänkt sina styrräntor till mycket låga nivåer och genomfört stora program för köp av värdepapper för att få en ytterligare press nedåt på ränteläget.

De stora och långvariga insatserna och att åtgärder har genomförts på enskilda marknader för värdepapper har samtidigt inneburit att eventuella sidoeffekter av penningpolitiken har börjat diskuteras i större utsträckning än före finanskrisen, både

i omvärlden och i Sverige. Bland annat har penningpolitikens effekter på fördelningen av inkomster och förmögenheter fått mer uppmärksamhet.<sup>33</sup>

Frågan om penningpolitikens fördelningseffekter är en del i en bredare diskussion om varför inkomstfördelningen inom många OECD-länder har blivit mer ojämn sedan 1980-talet.<sup>34</sup> Tänkbara förklaringar som har lyfts fram är bland annat strukturella förändringar som globaliseringen, där vinsterna av de ökade handels-, produktions-, teknik- och kapitalflödena mellan länder har tillfallit vissa grupper i större utsträckning än andra. Samtidigt verkar också institutionella faktorer ha varit viktiga, som till exempel avregleringar av marknader, reformer av skatte- och socialförsäkringssystem samt förändringar på arbetsmarknaden och av den demografiska strukturen på befolkningen. Dessa faktorer har dock haft olika stora fördelningseffekter i olika länder.<sup>35</sup>

## Penningpolitiken påverkar fördelningen av inkomster och förmögenheter, men nettoeffekten är osäker

Penningpolitiken påverkar alltid fördelningen av inkomster och förmögenheter på olika sätt. Det gäller oavsett om penningpolitiken framför allt innebär förändringar av styrräntan, som var fallet från 1990-talet fram till finanskrisen, eller om det handlar om köp av olika tillgångar som blivit ett vanligt verktyg på senare tid. Då Riksbanken agerar för att förändra ränteläget genom olika kanaler får det effekter som ändrar förutsättningarna för de ekonomiska aktörernas beslut. I slutändan påverkar detta produktionen, sysselsättningen och inflationen, vilket är syftet med penningpolitiken. Men eftersom hushållen har olika stort sparande, äger olika tillgångar och har olika ställning på arbetsmarknaden, kommer penningpolitiken även att påverka fördelningen av inkomsterna och förmögenheterna.

När man diskuterar hur penningpolitiken påverkar fördelningen är det dock viktigt att ha tidsperspektivet i minnet. Över en längre period, som inkluderar både en låg- och en högkonjunktur, blir den sammantagna effekten mindre, eftersom penningpolitiken först blir mer expansiv och därefter mindre expansiv. Effekterna på inkomst- och förmögenhetsfördelningen kommer då till stor del att ta ut varandra.<sup>36</sup>

Det blir dessutom inte riktigt rättvisande att jämföra hur fördelningen såg ut före en penningpolitisk åtgärd med hur den ser ut efter det att åtgärden genomförts. Om Riksbanken väljer att **inte** reagera på till exempel en nedgång i den ekonomiska aktivi-

<sup>33</sup> Mer detaljer finns till exempel i talet av H. Ohlsson, "Penningpolitikens fördelningseffekter, 7 april 2017, Sveriges riksbank.

<sup>34</sup> Det är dock inte uppenbart att 1980 är den mest rättvisande referenspunkten. Längre jämförelser visar till exempel att spridningen av inkomster nu är ungefär densamma som på 1960-talet, se till exempel A. Lindbeck, "Fenomenet Piketty", Ekonomisk Debatt 7, 11–20, 2014.

<sup>35</sup> För mer om detaljer om utvecklingen av inkomstfördelningen globalt och de empiriska beläggen för tänkbara förklaringar, se till exempel B. Keeley, "Income Inequality. The Gap between the Rich and the Poor", OECD Insights, 2015 och F. Bourguignon, "World changes in inequality: an overview of facts, causes, consequences and policies", BIS Working Papers No 654, Bank for International Settlements, 2017.

<sup>36</sup> En vanlig utgångspunkt är att penningpolitiken på riktigt lång sikt har små eller inga effekter på tillväxt, sysselsättning och andra delar av realekonomin, dit också inkomstfördelningen hör.

teten kommer även det att medföra effekter på fördelningen av inkomster och förmögenheter. Idealiskt skulle man därför jämföra hur fördelningen ser ut efter en penningpolitisk åtgärd med den hypotetiska situationen där åtgärden **inte** genomfördes, vilket naturligtvis är svårt i praktiken.

Det är således komplicerat att beräkna exakt vilken effekt som Riksbankens åtgärder har haft på fördelningen av inkomster och förmögenheter. Det är inte ens självklart i vilken riktning penningpolitiken har påverkat fördelningen.

## Expansiv penningpolitik bidrar till stigande tillgångspriser

Lägre räntor påverkar hushållens kapitalinkomster, sparande i olika tillgångar och deras skulder. Skuldsatta hushåll gynnas av lägre räntebetalningar, allt annat lika. Det gäller särskilt hushåll med stora lån till en rörlig ränta. Samtidigt blir ränteintäkterna lägre, vilket missgynnar hushåll med relativt stort banksparande och de med relativt mycket räntebärande tillgångar. Riksbankens åtgärder för att hålla nere ränteläget, både via styrräntan och via köpen av tillgångar, bidrar samtidigt till att priserna på olika tillgångar ökar. Det gör att värdet på förmögenheterna ökar hos de hushåll som äger tillgångarna och inkomsterna blir också högre när de säljer tillgångarna. På så vis spelar också demografin en roll, bland annat eftersom storleken på sparandet och ägandet av till exempel bostäder har en naturlig koppling till åldersstrukturen.

Generellt sett har kapitalinkomster störst betydelse för hushållen med de högsta inkomsterna, särskilt de i den yttersta toppen av fördelningen. Detsamma gäller förmögenheterna i och med att aktier och liknande finansiella tillgångar är koncentrerade till hushållen med störst förmögenheter.<sup>37</sup> Reala tillgångar som villor och bostadsrätter är visserligen jämnare fördelade bland hushållen, men stigande priser på bostadsrätter verkar sammantaget ha bidragit till en mer ojämn förmögenhetsfördelning i Sverige efter finanskrisen.<sup>38</sup>

## Men en expansiv penningpolitik håller också sysselsättningen uppe

Men den expansiva penningpolitiken har inte bara bidragit till stigande tillgångspriser utan har också bidragit till en starkare arbetsmarknad, till en inflation närmare inflationsmålet och – under kriserna – till ett mindre fall i den ekonomiska aktiviteten än vad som annars skulle ha inträffat. Detta skapar också fördelningseffekter. Mer

<sup>37</sup> Detta gäller hushållens personliga förmögenheter. Om de fonderade tillgångarna som hushållen äger via pensionssystemen också räknas in är fördelningen jämnare.

<sup>38</sup> J. Lundberg och D. Waldenström, "Wealth inequality in Sweden: What can we learn from capitalized income tax data?", *Review of Income and Wealth* 64(3), s. 517–541.

specifikt har en högre sysselsättning och lägre arbetslöshet bidragit till att inkomstfördelningen, och möjligtvis även förmögenhetsfördelningen, blivit jämnare än vad den skulle ha varit om penningpolitiken inte hade varit lika expansiv.<sup>39</sup>

För de allra flesta hushåll står arbetsinkomsterna för den största delen av inkomsterna, vilket innebär att förändringar av lönerna och antalet arbetade timmar har stor betydelse för inkomstfördelningen. I Sverige är det framför allt skillnaden mellan inkomsterna hos de som har ett jobb och de som inte har det som är betydelsefull, snarare än löneskillnaderna mellan de som jobbar. Hushåll med inkomster från arbetslöshetsersättning, sjuk- och aktivitetsersättning och andra former av ekonomiskt stöd återfinns framför allt i den nedersta delen av inkomstfördelningen. Om man har ett jobb eller inte avgör dessutom hur stor pension man kommer att få från det offentliga pensionssystemet och om man får tillgång till en avtalspension eller inte. Inkluderar man denna typ av pensionstillgångar i hushållens förmögenheter verkar således en expansiv penningpolitik för en jämnare ekonomisk fördelning.

## Blandade resultat från forskningen kring penningpolitikens effekt på inkomst- och förmögenhetsfördelningen

Genom olika åtgärder för att förändra ränteläget, vilket i sin tur påverkar ekonomin i stort, påverkar alltså penningpolitiken inkomst- och förmögenhetsfördelningen via olika kanaler. Vissa av dessa kanaler har fördelningseffekter som motverkar varandra, som de via olika tillgångspriser och arbetsmarknaden. Det är därför svårt att på förhand säga vad den samlade effekten blir och det är ytterst en fråga för den empiriska forskningen att avgöra. Att studera effekterna är dock förknippat med flera praktiska svårigheter, bland annat tidsaspekten, som nämndes tidigare. En annan komplikation är att effekterna via flera olika kanaler behöver studeras samtidigt. Det kan också saknas relevanta uppgifter om hushållens inkomster och förmögenheter. Det gäller i högsta grad i Sverige där studier av förmögenhetsfördelningen försvåras av att uppgifter om individuella hushålls tillgångar och skulder inte längre samlas in. Riksbanken har betonat att det är angeläget att denna brist på data åtgärdas snarast, se till exempel Finansiell stabilitet 2020:2.

En genomgång av den forskning som finns kring penningpolitikens fördelningseffekter visar bland annat att det finns relativt få studier som specifikt tar upp effekterna av andra centralbanksåtgärder än förändringar av styrräntorna.<sup>40</sup> Det är i och för sig inte så konstigt, eftersom till exempel de stora köpen av tillgångar har startat relativt nyligen. De flesta studier fokuserar dessutom bara på ett fåtal av de olika kanaler genom

<sup>39</sup> Förändringar av inflationen har också fördelningseffekter, eftersom den påverkar det reala värdet på till exempel tillgångar och skulder. Jämförelsevis var dock detta av större betydelse innan politiken med inflationsmål då inflationen var hög och varierade mycket. Det kunde då ske stora och oväntade omfördelningar mellan till exempel högt skuldsatta hushåll och de med stort sparande från år till år.

<sup>40</sup> Slutsatserna nedan kommer från genomgången av forskningen i artikeln av A. Colciago, A. Samarina och J. de Haan, "Central Bank Policies and Income and Wealth Inequality: A Survey", *Journal of Economic Surveys*, 33(4), s. 1199–1231, 2019.

vilka penningpolitiken påverkar fördelningen. Med tanke på detta, och på att studierna fokuserar på olika länder och använder olika metoder, är det heller inte förvånande att resultaten visar sig vara blandade; vissa studier finner att lägre räntor bidrar till en jämnare inkomstfördelning, medan andra finner det motsatta. Även resultaten från de få studierna av centralbankernas tillgångsköp är blandade där vissa finner att fördelningen blir jämnare, vissa att den bli ojämnare och vissa att den sammantagna fördelningseffekten av tillgångsköpen är nära noll. Detsamma gäller resultaten för penningpolitikens effekt på förmögenhetsfördelningen.

## Inkomstfördelningen i Sverige har blivit mer ojämn sedan början av 1980-talet

Även om det är svårt att beräkna effekten av penningpolitiken specifikt är det viktigt att studera på vilket sätt fördelningen av inkomster och förmögenheter utvecklas över tiden. För centralbanker är det bland annat relevant eftersom det kan påverka effekten som penningpolitiken har på den ekonomiska aktiviteten.<sup>41</sup> Det vanligaste sättet att studera fördelningen är via den så kallade Ginikoefficienten, som är ett mått som indikerar hur spridda till exempel inkomsterna är mellan hushållen. Måttet är utformat så att koefficienten är noll om fördelningen är helt jämn, det vill säga om alla hushåll har samma inkomst. Är situationen den motsatta och ett enda hushåll har alla inkomster får koefficienten värdet ett.

Diagram 50 visar hur Ginikoefficienten för de disponibla inkomsterna i Sverige har förändrats sedan 1995, där disponibel inkomst är summan av arbets- och kapitalinkomster och olika typer av transfereringar minus skatter. Diagrammet visar även Ginikoefficienten för de disponibla inkomsterna inklusive kapitalvinster (och förluster), det vill säga vinster av prisstegringar på bostäder, aktier och andra tillgångar som realiserats vid försäljning. Sådana vinster inkluderas ibland i studier av inkomstfördelningen. De är dock förknippade med mätproblem och försvårar jämförelser av inkomsterna över tiden, eftersom vinsterna kan variera kraftigt från år till år.<sup>42</sup>

Spridningen av inkomster minskade under 1960-talet och framför allt 1970-talet. I början av 1980-talet började dock spridningen att öka. Av diagram 50 framgår att trenden mot en mer ojämn inkomstfördelning har fortsatt de senaste tjugofem åren.<sup>43</sup> Utvecklingen har dock varierat en del. Fördelningen var till exempel relativt oförändrad åren direkt efter finanskrisen 2008–09, men 2014 började Ginikoefficienten att öka igen. Utvecklingen bröts dock 2017 då fördelningen var nära

<sup>41</sup> Se referensen i föregående fotnot för mer detaljer.

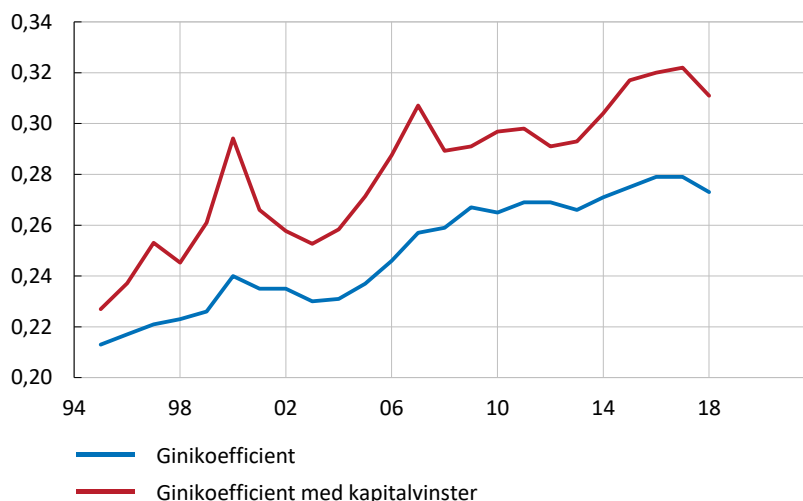
<sup>42</sup> För mer om mätproblemen med kapitalvinster och betydelsen av kapitalinkomster för inkomstfördelningen i allmänhet, se "Kapitalinkomster och inkomstfördelning", bilaga 3 till Långtidsutredningen 2019, SOU 2019:62. SCB:s officiella inkomststatistik inkluderar realiserade kapitalvinster och de inkluderas även i regeringens fördelningspolitiska redogörelser.

<sup>43</sup> Databegränsningar gör det svårt att skapa en sammanhållen serie för Ginikoefficienten före 1995. De data som finns indikerar dock att trenden startade på 1980-talet. Det stöds också av andra fördelningsmått. Mer detaljer om utvecklingen av inkomstfördelningen finns bland annat i Huvudbetänkande av Långtidsutredningen 2019, SOU 2019:65, D. Waldenström, "Perspektiv på den ekonomiska ojämlikheten i Sverige", Ekonomisk debatt 4, 2020 och Fördelningspolitisk redogörelse, bilaga 3 till Budgetpropositionen 2021, Prop. 2020/21:1. Se också artiklarna i "Increasing Income Inequality in the Nordics", Nordic Economic Policy Review 2018.

oförändrad och 2018 – det senaste året som det finns statistik för – minskade skillnaderna i inkomster mellan hushållen.

**Diagram 50. Ginikoefficient för hushållens disponibla inkomster**

Ginienheter



Anm. Beräkningarna baseras på SCB:s undersökningar Hushållens ekonomi (HEK) 2005–2012 och Inkomster och skatter (IoS) 2013–2018. Beräkningarna tar hänsyn till att hushållens sammansättning varierar.

Källa: SCB.

En av huvudförklaringarna till att spridningen i inkomster har fortsatt att öka är att skillnaderna i inkomsterna mellan de som inte arbetar och de som har arbetsinkomster har blivit större. Det beror bland annat på demografiska förändringar, reformer av inkomstbeskattningen och att transfereringarna inte har ökat i samma takt som de genomsnittliga inkomsterna.<sup>44</sup> En andra huvudförklaring är att kapitalinkomsterna har ökat i toppen av inkomstfördelningen, särskilt i den yttersta toppen. Det är främst en effekt av stigande inkomster från räntor och utdelningar, särskilt utdelningar i fåmansbolag vilket till viss del kan kopplas till gynnsammare skatteregler för sådana bolag. Inkluderar man kapitalvinster har inkomsterna i toppen av inkomstfördelningen dragit ifrån ytterligare. De senaste åren har dessa vinster till största delen kommit från försäljningar relaterade till fastigheter.

Vad kommer då att hända med inkomstfördelningen framöver? Den senaste Långtidsutredningen, LU 2019, fokuserade på ekonomisk ojämlikhet och redovisade bland annat scenarier för inkomstfördelningens utveckling fram till 2035, givet befolkningsprognoser och antaganden om den ekonomiska utvecklingen i stort. Resultaten varierade något, men alla scenarierna pekade mot att inkomstskillnaderna mellan hushållen kommer att öka framöver. Beräkningarna i Långtidsutredningen gjordes dock av

<sup>44</sup> Vissa av dessa förändringar har dock sannolikt också bidragit till att öka sysselsättningen och tillväxten under perioden.

naturliga skäl utan kännedom om coronapandemin. Hur den djupa konjunkturedgången har påverkat inkomstfördelningen är inte uppenbart, men den ökade arbetslösheten bidrar i sig till en större spridning av hushållens inkomster.<sup>45</sup>

## Utan de penningpolitiska åtgärderna skulle arbetslösheten ha stigit ytterligare

Åren före coronakrisen präglades till stor del av en stark konjunktur där sysselsättningen ökade trendmässigt och arbetslösheten sjönk ned mot den nivå som rådde innan finanskrisen. Sysselsättningen bland personer som enligt Arbetsförmedlingen har en utsatt ställning på arbetsmarknaden, bland annat personer födda utanför Europa, ökade också, om än från låga nivåer. Den expansiva penningpolitiken bidrog till detta, vilket alltså indirekt hade en utjämnande fördelningseffekt som motverkade effekten via de stigande tillgångspriserna.

Under coronakrisen har penningpolitiken handlat om att sätta in åtgärder för att hålla ränteläget lågt och se till att kreditgivningen kan fortsätta att fungera trots konsekvenserna av pandemin. Det bidrar till att mildra effekterna av krisen och skapar förutsättningar för en snabbare ekonomisk återhämtning. Som ekonomin är uppbyggd är det naturligt att penningpolitikens åtgärder riktas mot och går via den finansiella sektorn, även om målet med åtgärderna är att stötta realekonomin under krisen. Klart är att utan de stora insatserna under coronakrisen hade tillväxten och sysselsättningen sjunkit ännu mer och arbetslösheten hade varit ännu högre. En sådan utveckling hade varit sämre för alla svenska hushåll, särskilt för de med lägst inkomster och förmögenheter.

Det är viktigt att följa hur fördelningen av inkomster och förmögenheter förändras. Det kan bland annat påverka effekten som penningpolitiken har på den ekonomiska aktiviteten. Men eftersom penningpolitiken påverkar ekonomin brett och har fördelningseffekter som delvis motverkar varandra är den i sig dåligt lämpad att användas för fördelningspolitik. Det är inte heller Riksbankens uppdrag, utan sådana överväganden bör göras av folkvalda.<sup>46</sup> Andra politikområden har större möjligheter att vidta riktade åtgärder för att motverka oönskade fördelningseffekter.<sup>47</sup> Det är också viktigt att åtgärda strukturella problem som skapar fördelningseffekter där de som är etablerade på till exempel arbets- och bostadsmarknaden gynnas, medan andra grupper som har svårt att ta sig in på dessa marknader missgynnas.

<sup>45</sup> Se Fördelningsspolitisk redogörelse, bilaga 3 till Budgetpropositionen 2021, Prop. 2020/21:1.

<sup>46</sup> Se bland annat kapitel 18 i Riksbankskommittén Slutbetänkande "En ny Riksbankslag", SOU 2019:46.

<sup>47</sup> Diskussioner kring och förslag på sådana åtgärder finns bland annat i L. Calmfors och J. Roine, "Introduction", Nordic Economic Policy Review 2018, s. 6–16 och F. Bourguignon, "World changes in inequality: an overview of facts, causes, consequences and policies", BIS Working Papers No 654, Bank for International Settlements, 2017.