



Finansutskottet
103 33 STOCKHOLM

LOs yttrande över Förfrågan om synpunkter gällande utvärdering av Sveriges penningpolitik 2015–2024

Sammanfattning

- LO instämmer i den syn som uttrycks i utvärderingen att det svenska ekonomisk-politiska ramverket innebar att Riksbanken i början av utvärderingsperioden hade begränsade handlingsmöjligheter. Den strikta separationen mellan penning- och finanspolitik är en viktig bidragande orsak till att okonventionella verktyg började användas under perioden.
- Att Riksbanken hade få andra verktyg i sin verktygslåda friskriver dock inte direktionen från ansvar. De stora tillgångsköpen under utvärderingsperioden innebar betydande risker och osäkerhet. Riksbanken borde tydligare ha analyserat och redovisat kostnader och nyttor. Efter pandemins inledande fas borde Riksbanken ha avstått från ytterligare tillgångsköp.
- LO delar bedömningen att Riksbanken agerade snabbt och välavvägt under pandemins inledande fas.
- LO anser att Riksbanken under inflationstoppen brast i självständig analys av sina möjligheter att påverka den utbudsdrivna inflationen. Vidare tog Riksbanken för lite hänsyn till specifika svenska förhållanden. Den svenska lönebildningsmodellen och svenska hushålls höga räntekänslighet motiverade en lägre räntenivå än i euroområdet.
- LO tillstyrker utvärderingens rekommendation att okonventionella åtgärder bör genomgå systematisk kostnads-nyttoanalys, både i förväg och löpande.
- LO tillstyrker även rekommendationen om ökat informationsutbyte mellan finans- och penningmyndigheter. Det har under utvärderingsperioden varit tydligt att penningpolitiken fått ta ett alltför stort ansvar för att stabilisera ekonomin. LO anser att det behövs en närmare koordinering av finans- och penningpolitiken för att förbättra den svenska ekonomins funktionssätt.

- LO har inga synpunkter på utvärderingens rekommendationer vad gäller Riksbankens prognoser och modellering. Vi vill dock i sammanhanget bland annat framföra att vi anser att Riksbanken bör undersöka hur deras modeller bättre kan anpassas för att bli mer konsistenta med den svenska lönebildningsmodellen.

LOs synpunkter gällande utvärderingen av Sveriges penningpolitik 2015–2024

LO uppskattar möjligheten att få lämna synpunkter på utvärderingen av Sveriges penningpolitik under perioden 2015–2024. Detta yttrande inleds med en sammanfattning av LOs syn på den förda penningpolitiken under den utvärderade perioden. Därefter följer LOs syn på några av de rekommendationer som framförs i utvärderingen.

LOs övergripande syn på Riksbankens förda politik under utvärderingsperioden

Perioden före pandemin, 2015–2019

Som konstateras i utvärderingen föregicks det decennium som utvärderats av en period där Riksbanken felbedömde återhämtningen efter finanskrisen och påbörjade räntehöjningar för tidigt. Av finansiella stabilitetsskäl höll Riksbanken räntan högre än vad ett strikt hänsynstagande till inflationsmålet skulle motivera, i syfte att försöka dämpa hushållens skuldsättning. Åren precis innan utvärderingsperiodens start präglades av en gradvis ändrad kurs från Riksbankens sida, driven av ett fall i de mer långsiktiga inflationsförväntningarna vilka hade sjunkit under inflationsmålet.

Utvärderingsperioden inleddes således, till följd av tidigare felbedömningar, i ett läge där det var nödvändigt för Riksbanken att tydligt agera för att nå upp till inflationsmålet. LOs bedömning är att den omsvängning som gjordes strax innan utvärderingsperiodens start var helt nödvändig för att bevara inflationsmålets roll som en stabil referenspunkt i pris- och lönebildningen. I det läge Riksbanken befann sig kring starten av utvärderingsperioden – med inflation under målet och fallande inflationsförväntningar trots att räntan successivt sänkts mot noll – var steget till en okonventionell penningpolitik med negativ styrränta och tillgångsköp i det närmaste oundvikligt.

LO delar den syn som uttrycks i utvärderingen att det svenska ekonomiskpolitiska ramverket där riksdag och regering genom finanspolitiken tar ett alltför litet stabiliseringspolitiskt ansvar var en viktig bidragande orsak till att Riksbanken tog till mer okonventionella alternativ.

Att Riksbanken hade få med andra verktyg i sin verktygslåda friskriver dock inte directionen från ansvar. Tillgångsköpen var förknippade med stor osäkerhet och betydande risker. LO anser att Riksbanken under perioden borde ha varit tydligare med dessa

osäkerheter och risker, samt med de avvägningar som gjordes. På så vis skulle Riksbanken ha kunnat bidra till en bredare och mer informerad diskussion om tillgångsköpens lämplighet jämfört med andra handlingsalternativ.

Under den aktuella perioden framförde LO-ekonomerna upprepade gånger att finans- och penningpolitiken borde samordnas mer för att förbättra den svenska ekonomins funktionssätt. Den slutsatsen står LO fast vid.

Pandemin, 2020–2021

LO delar utvärderingens bedömning att Riksbanken agerade snabbt och välavvägt under pandemins initiala fas. Direktionens bedömning, att räntesänkningar inte var meningsfulla i ett läge där den låga ekonomiska aktiviteten berodde på en medveten ekonomisk nedstängning, var rimlig. Likaså var det förståeligt att Riksbanken ville agera kraftfullt och preventivt i krisens inledningsskede och bidra med likviditet genom bland annat köp av stats-, bostads-, företags- och kommunobligationer.

Efter det initiala krisskedet blev dock Riksbankens agerande svårare att förstå. Under hösten 2020 var det tydligt att kreditmarknaderna fungerade väl. Trots det utökades tillgångsköpen. Som påpekas i utvärderingen förändrades dock syftet med dessa – från marknadsstabilisering till att upprätthålla efterfrågan. Vid denna tidpunkt hade det blivit allt tydligare att tillgångsköpen var förknippade med betydande risker, bland annat negativa fördelningseffekter och stabilitetsrisker, samtidigt som effekten på inflation och sysselsättning var förenad med stor osäkerhet.

LO delar utvärderingens bedömning att Riksbankens direktion borde ha varit tydligare med hur de värderade kostnader och nyttor med tillgångsköpen, för att bidra till en mer öppen och informerad diskussion. LOs bedömning är att Riksbanken borde ha avstått från ytterligare tillgångsköp i detta läge.

Eftersom Riksbankens möjligheter att stötta ekonomin genom sänkt styrränta i princip var uttömda redan flera år innan pandemin, anser LO att det under den senare delen av pandemin och början av återhämningsperioden fanns väldigt lite som Riksbanken kunde göra för att positivt påverka återhämtningen.

Under 2021 fanns ett uppenbart behov av en expansiv ekonomisk politik för att stödja återhämtningen. Men i detta läge förespråkade LO-ekonomerna en förskjutning i policymixen mellan finans- och penningpolitik, inte minst för att uppnå en mer balanserad utveckling av tillgångspriserna. Detta hade dock krävt att riksdagen genom finanspolitiken tog ett större stabiliseringspolitiskt ansvar.

Inflationstoppen, 2022–2024

Under 2021 började inflationen stiga för att sedan öka kraftigt under 2022. Med start i april 2022 började Riksbanken höja styrräntan och penningpolitiken lades om i en kraftigt åtstramande riktning. Som konstateras i utvärderingen var inflationen i Sverige inte ett resultat av hög inhemsk efterfrågan. LO-ekonomerna var under inflationstoppen kritiska till Riksbankens mycket snabba och kraftfulla räntehöjningar.

LO anser fortsatt att Riksbankens respons på den utbudsdrivna inflationen var obalanserad. Riksbanken var bland annat otydlig med hur (genom vilka kanaler) de i praktiken förväntade sig att räntehöjningarna skulle bidra till att dämpa inflationen. De officiella argumenten för räntehöjningarna skiftade också mellan möten.

LOs bedömning är att Riksbanken brast i en självständig analys av sina möjligheter att med räntevapnet väsentligt påverka den utbudsdrivna inflationen. De realekonomiska konsekvenserna av detta känner vi fortsatt av i dag.

LOs huvudsakliga kritik mot Riksbankens förda politik under perioden är dock att de borde ha fört en räntepolitik med hänsyn tagen till de specifika ekonomiska förhållandena i Sverige, snarare än att kopiera euroområdet penningpolitik. Under dessa år låg den svenska räntenivån mycket nära euroområdet. Detta trots att det fanns väsentliga skillnader mellan valutaområdena som, oavsett syn på penningpolitikens generella möjligheter att väsentligt påverka en utbudsdriven inflationschock, borde ha motiverat en lägre räntenivå i Sverige än i euroområdet:

1. *Den svenska koordinerade lönebildningen löper mindre risk för att medföra pris-lönespiraler än den amerikanska eller europeiska lönebildningen.*

Utvärderingen konstaterar att den svenska lönebildningsmodellen onekligen minskar risken för pris-lönespiraler, samt att de svenska löneökningarna under perioden var måttliga jämfört med många andra europeiska länder. Utredningen landar dock i en generell och ganska svepande slutsats om att en betydande penningpolitisk åtstramning förmodligen ändå var nödvändig. LOs syn är dock att Riksbanken i allt för liten utsträckning beaktade den svenska lönebildningsmodellens inflationsstabiliserande roll under dessa år.

Sedan 1997 bygger den svenska lönebildningsmodellen på samordnade förbundsförhandlingar där LO-samordningen, Industriavtalet och Svenskt Näringslivs samverkansordning är de tre centrala delarna. Den internationellt konkurrensutsatta industrin förhandlar först och sätter ett normerande märke för löneökningstakten som resten av arbetsmarknaden följer. Märket biter hårt. I princip samtliga svenska arbetsgivare påverkas av industrinormeringen. Branschernas avvikelser från märket är små.

Löneglidningen – löneökningar utöver vad avtalen säger – har avtagit över tid.

Det är en vedertagen utgångspunkt inom svensk fackföreningsrörelse att utgå ifrån inflationsmålet (snarare än inflationsförväntningarna), näringslivets genomsnittliga produktivitetstillväxt, vinstutvecklingen och Sveriges relativa konkurrenskraft i bedömningen av löneutrymmet inför avtalsrörelser.

LO-ekonomerna förklarade och underströk denna utgångspunkt återkommande för Riksbanken under perioden, utan effekt. Inte ens efter det att återhållsamma löneavtal slutits under våren 2023 avstannade räntehöjningarna.

2. *Svenska hushåll, med hög skuldsättning och rörliga räntor, är mer räntekänsliga än amerikanska och europeiska hushåll. Samma räntehöjning dämpade därför den svenska ekonomin mer.*

LO anser att Riksbanken inte beaktade de svenska hushållens höga räntekänslighet tillräckligt under inflationstoppen, vilket ledde till en allt för åtstramande penningpolitik. Därmed bär Riksbanken ett tydligt ansvar för den jämförelsevis svaga ekonomiska utvecklingen i Sverige i relation till andra europeiska länder under denna period.

De svenska hushållens höga räntekänslighet nämns bara kortfattat i utvärderingen, även om det konstateras att denna kanal troligen är ovanligt stark i Sverige. Samtidigt beskrivs Riksbankens åtstramande penningpolitik som framgångsrik då den lyckades bromsa inflationen.

LO anser inte att det finns belägg för att Riksbankens penningpolitik är den huvudsakliga förklaringen till den avtagande inflationen. Inflationsutfallet har varit mycket snarlikt det i de flesta europeiska länder under perioden trots stora skillnader i räntekänslighet och därmed även i hur åtstramande penningpolitiken faktiskt var. Detta tyder snarare på att den huvudsakliga orsaken till att inflationen föll tillbaka var att utbudschockerna naturligt arbetade sig igenom ekonomin och klingade av. Vidare innebar prisökningarna i sig själva en kraftig åtstramning av efterfrågan i ekonomin när hushållens köpkraft sjönk.

LOs syn på några av de rekommendationer som framförs i utvärderingen

Rekommendationen 10.1 att stärka ramverket för penningpolitiska verktyg

I utvärderingen föreslås att okonventionella åtgärder bör genomgå mer systematisk kostnads-nyttoanalys, både i förväg och löpande.

Under den utvärderade perioden började flera nya okonventionella penningpolitiska verktyg tillämpas. Det blev successivt under perioden

allt tydligare att framför allt tillgångsköpen var förknippade med flera betydande risker, samtidigt som effektiviteten var osäker. Riksbanken borde ha varit mer djuplodande i sin analys av dessa risker och osäkerheter, men också tydligare i sin kommunikation kring bland annat syfte och avvägningar. Ett mer strukturerat ramverk för bedömning av dessa okonventionella verktyg vore välkommet. LO tillstyrker därför utvärderingens rekommendation.

Rekommendationen 10.2 att öka informationsutbytet mellan finans- och penningmyndigheter, särskilt under perioder av stress

I utvärderingen rekommenderas en förbättrad kommunikation mellan finans- och penningpolitiska myndigheter. I utvärderingen understryks att målet inte skulle vara att fatta gemensamma beslut, utan snarare att diskutera vilka typer av åtgärder och strategier som kan ge de största nettovinsterna med minst risk.

LO-ekonomerna har länge argumenterat för en närmare koordinering av finans- och penningpolitiken. Den ekonomiska politiken har under det senaste decenniet präglats av en tydlig obalans, där penningpolitiken har fått ett alltför stort ansvar för att stabilisera ekonomin. Under perioden mellan finanskrisen och pandemin bidrog en alltför åtstramande finanspolitik till den låga inflation som i sin tur nästan tvingade fram den okonventionella penningpolitiken och de obalanser och risker som följde med den. När den utbudsdrivna inflationen ökade under åren efter pandemin saknade Riksbanken instrument för att effektivt dämpa inflationen. Välriktade finanspolitiska åtgärder hade däremot kunnat bidra till att balansera resursutnyttjandet och dämpa inflationen.

I den normpolitik som etablerades efter 1990-talskrisen förväntades Riksbanken sköta konjunkturstabiliseringen genom räntepolitiken, medan regeringen skulle fokusera på att hålla de offentliga finanserna i balans och bedriva strukturpolitik.

Sedan dess har det penningpolitiska utrymmet krympt, bland annat till följd av fallande neutrala räntor. Samtidigt har finanspolitik visat sig vara mer effektiv som stabiliseringspolitik, i avseendet högre multiplikatorer, än vad som tidigare antagits. Dessa insikter i kombination med att den svenska arbetsmarknaden har kännetecknats av hög arbetslöshet under hela perioden med normpolitik motiverar en ny ordning.

LO anser att riksdag och regering genom finanspolitiken bör ges ett större ansvar för att stabilisera den reala ekonomin. I en effektiv stabiliseringspolitik bör finans- och penningpolitiken dra åt samma håll. Penningpolitikens huvudsakliga uppgift bör vara att stabilisera den efterfrågedrivna inflationen, det vill säga den del av inflationen som härrör från det inhemska konjunkturrella trycket.

LO tillstyrker därför utvärderingens rekommendation om ökat informationsutbyte mellan finans- och penningpolitiken. Det har potential att vara en viktig pusselbit i att skapa en bättre helhet i den ekonomiska politiken. En närmare koordinering mellan finans- och penningpolitiken skulle dock förmodligen med fördel kunna innehålla fler komponenter i syfte att undvika en återgång till nollräntan och framför allt ta ekonomin närmare full sysselsättning.

Rekommendationen 10.3 att förbättra prognoser, modellering och riskbedömning

I utvärderingen föreslås ett antal förbättringar vad gäller prognoser, modellering och riskbedömning mot bakgrund av erfarenheter från den utvärderade perioden. LO har inga synpunkter på de förslag som läggs av utredningen i detta avsnitt, men vi vill i sammanhanget framföra två ytterligare förbättringsförslag på detta område.

I utvärderingen noteras att den svenska lönebildningsmodellen beaktas i Riksbankens så kallade MAJA-modell. Det är självfallet positivt att modellen i del har anpassats för svenska förhållanden.

I den information LO tagit del av framstår det dock som att Riksbankens modeller inte fullt ut lyckas beskriva svenska förhållanden. Den svenska löneglidningen har minskat över tid och märket biter hårt. Vår lönebildningsmodell innebär att arbetslöshet eller faktisk inflation har begränsad betydelse för löneutvecklingen. Därmed blir räntans betydelse för hur lönerna utvecklas också begränsad. Riksbanken bör undersöka hur deras modeller bättre kan anpassas för att bli mer konsistenta med den svenska lönebildningsmodellen.

LO vill också framföra att en övertro på storskaliga modeller lätt kan leda fel. Att kvalitativt studera faktiska förhållanden och beteenden hos marknadsaktörer är ofta viktigare än modellering.

Det andra förbättringsförslaget LO vill framföra gäller Riksbankens scenarioanalyser. Det vore bra om Riksbanken kunde publicera alternativa prognoser där *endast* räntenivån under prognosperioden justeras. Det skulle göra det möjligt för utomstående att förstå vilken effekt banken tror att exempelvis en procentenhet lägre styrränta skulle ha på den svenska ekonomin. I scenarierna i de penningpolitiska rapporterna under inflationstoppen förändras flera antaganden samtidigt vilket gjorde det svårt att dra några slutsatser från underlaget.

Med vänlig hälsning
Landsorganisationen i Sverige

Johan Lindholm

Anna Almqvist
Handläggare