

# Håller centralbankerna på att förvandlas till skattemyndigheter?

FREDRIK N G ANDERSSON  
OCH ANDREAS BERGH

Nu sätts ofta att centralbankers främsta syfte vara att värna ett fast penningvärde, dvs att bekämpa inflationen. Så har det emellertid inte alltid varit. Modellen med oberoende centralbanker med ett uttalat mandat för prisstabilitet började växa fram på 1970-talet, när stora delar av den industrialiserade världen led av hög inflation i kombination med stigande arbetslöshet. Denna sk stagflation underminerade tron på den diskretionära stabiliseringspolitiken och på regeringarnas förmåga att säkerställa full sysselsättning utan skenande inflation. Den vetenskapliga inspirationen för dagens system kom från teorin om rationella förväntningar, med centrala bidrag av Milton Friedman, Robert Lucas, Finn Kydland och Edward Prescott. Mest känd är kanske den formaliserade analysen av tidsinkonsistensproblemet (Kydland och Prescott 1977). Beslutsfattare som lovar låg inflation har incitament att senare skapa överraskande inflation för att tillfälligt minska arbetslösheten, exempelvis strax före allmänna val. Detta beteende urholkar centralbankens trovärdighet och leder till att hushåll och företag förväntar sig en allt högre inflationstakt, vilket i sin tur undergräver beslutsfattarnas förmåga att kontrollera inflationen på lång sikt.

Lösningen på detta problem har bedömts vara (enligt teorin) att skapa operativt oberoende centralbanker som isoleras från kortsiktig politik, och ges ett uttryckligt och ofta lagfäst mandat att eftersträva prisstabilitet. Först när prisstabilitet har uppnåtts kan central-

banken ta hänsyn till andra policymål. Med start 1990 i New Zealand rullades modellen med operativt oberoende centralbanker och prisstabilitetsmandat ut i världen. Kanada, Storbritannien och Sverige följde snart efter. Europeiska centralbanken (ECB), som inrättades 1998, var från starten utformad som ett oberoende organ med huvuduppgiften att upprätthålla prisstabilitet. Denna typ av centralbank har blivit så pass tongivande att den (tyvärr) i många fall är den enda som nationalekonomistudenterna kommer i kontakt med under sin utbildning. Många studenter kan i dag inte föreställa sig ett annat system.

Historiskt sett har dock centralbankernas roll varit både bredare och annorlunda. Goodhart (2011) framhåller att centralbanker traditionellt har strävat efter tre mål: att upprätthålla prisstabilitet, att skydda den finansiella stabiliteten och att finansiera regeringar i tider av krig eller kris. När inflationsmålen infördes var tanken att helt stryka det tredje målet, eftersom ingen centralbank kan finansiera offentliga utgifter med sedelpressarna och samtidigt garantera prisstabilitet. I Sverige och inom euroområdet är det uttryckligen förbjudet för centralbanken att direkt köpa statsobligationer från staten.

Nu står emellertid klart att de institutionella ramverk som tillkom för att hantera tidsinkonsistensproblemet, led av exakt samma problem. Under finanskrisen 2008/09 och den påföljande europeiska skuldkrisen 2010–15 valde centralbankerna att agera för att stabilisera finansmarknaderna genom storskaliga tillgångsköp och ultralåga eller till och med negativa styrräntor. Fem år senare kom pandemin och med den massiva obligationsköp och en exceptionell monetär expansion. Agerandet motiverades i grunden på samma sätt hela tiden: Den expansiva penningpolitiken var nödvändig för att på kort sikt stabilisera finansmarknaderna och hjälpa den

## INLÄGG

*Fredrik N G Andersson* är docent i nationalekonomi och forskar kring ekonomisk politik. [Fredrik\\_n\\_g.andersson@nek.lu.se](mailto:Fredrik_n_g.andersson@nek.lu.se)

*Andreas Bergh* är välfärdsforskare och docent i nationalekonomi och forskar om offentlig ekonomi vid Lunds universitet och Institutet för Näringslivsforskning. [Andreas.bergh@ifn.se](mailto:Andreas.bergh@ifn.se)

reala ekonomin att återhämta sig. Visst följdes pandemin av en ekonomisk återhämtning, men eftersom vi inte känner till det kontrafaktiska scenariot kan vi bara gissa om hur viktigt centralbankernas agerande var. Däremot vet vi med säkerhet att agerandet skapade incitament för regeringar att låna och ackumulera statsskulder.

Den urholkning av de offentliga finanserna som pågått i de flesta länder sedan finanskrisen har skapat en ny situation, där regeringar mer eller mindre explicit kräver en expansiv penningpolitik för att finansiera de offentliga utgifterna. Donald Trumps upprepade kritik av Federal Reserve är ett framträdande exempel, men liknande tendenser finns i Europa. ECB har redan vidtagit åtgärder för att i framtiden kunna monetarisera skulder genom det så kallade Transmission Protection Instrument (TPI), som ger ECB diskretionär befogenhet att köpa statsobligationer för att, som det heter, skydda effektiviteten i den penningpolitiska transmissionsmekanismen (ECB 2022). Det officiella syftet med TPI är alltså att säkerställa att ECB:s penningpolitik transmitteras på ett jämnt sätt över alla euroländer. Den konkreta innebörden är dock att ECB (tillsammans med nationella centralbanker inom Eurosystemet) kan göra köp på sekundärmarknaden av statsobligationer i länder vars finansieringskostnader har försämrats ”orimligt mycket” – enligt ECB:s egen bedömning.

Vi går med andra ord mot en situation där centralbankerna inte primärt agerar väktare mot inflationen utan i stället skiftar fokus mot det tredje historiska målet: finansiering av offentliga utgifter. Centralbanker kommer då att agera som skattemyndigheter där banken finansierar staten genom att köpa statsobligationer, vilket skapar inflation och reducerar den offentliga skulden i relation till BNP. På längre sikt är beroendet av centralbanksfinansiering det-

samma som *seigniorage*, även känt som inflationsskatt.

För många som endast känner till låginflationsekonomin där centralbanker har prisstabilitet som övergripande mål, är det sannolikt inte uppenbart hur monetär expansion genom obligationsköp fungerar som beskattning. Svaret är att monetär expansion ökar den offentliga sektorns andel av ekonomin, och minskar således den privata. Genom att skapa pengar för att stödja regeringar (eller banker och finansinstitut som får del av stödet) överförs en del av kostnaderna för att finansiera den offentliga sektorn till allmänheten genom att reducera värdet på deras pengar. Inflationsskatt och inkomstskatt leder alltså båda till en ökad offentlig andel av ekonomin.

#### *Centralbankernas agerande under finans- och skuldkriserna*

Eftersom förändringen av centralbankers roll redan tycks ha ägt rum menar vi att det vore ärligare att öppet erkänna denna förändring i centralbankernas beteende hellre än att upprätthålla fiktionen om fullständigt oberoende. ECB är ett tydligt exempel. Under statsskuldkrisen i början av 2010-talet drabbades flera euroländer (framför allt Grekland, men även Portugal, Irland och Spanien) av lånekostnader som hotade deras förmåga att finansiera de offentliga utgifterna. Privata investerare började (sannolikt med rätta) tvivla på dessa staters solvens. Som svar på detta vidtog ECB extraordinära åtgärder, först genom programmet för värdepappersmarknaderna (SMP) och senare genom direkta monetära transaktioner (OMT, *Open Market Transactions*). Båda innebar storskaliga köp av statsobligationer som sänkte avkastningen och stabiliserade marknaderna, vilket i praktiken innebar att en del av medlemsstaternas skulder monetariserades.

OMT kom med villkor som var ut-

formade för att begränsa dess omfattning. Det instrument för transmissions-skydd (TPI) som infördes 2022 går däremot längre och ger ECB befogenhet att ingripa utan sådana villkor när den ser risker för transmissionen av penningpolitiken. Även om dessa åtgärder bidrog till att avvärja omedelbara betalningsinställelser, flyttade de riskerna till alla som håller och använder euron.

Den senaste tidens utveckling i Frankrike och Belgien är ytterligare exempel. Påfrestningar på de offentliga finanserna, till följd av höga offentliga skulder och ihållande underskott, har blåst nytt liv i oron för hållbarhet. ECB kan bli tvungen att hålla låga räntor för att undvika att utlösa en finanspolitisk kris i Frankrike, eller kanske t o m köpa franska statsobligationer direkt genom TPI-programmet. I båda fallen skapar ECB en inflationsskatt som överför delar av kostnaden för den franska offentliga sektorn till alla användare av euron.

På andra sidan Atlanten har den amerikanska centralbanken agerat på ett liknande sätt. Under finanskrisen 2008 lanserade Fed massiva obligationsköpsprogram (*Quantitative Easing*, förkortat QE) för att stabilisera banker och kreditmarknader. Senare, som svar på pandemin, absorberade Fed biljoner dollar i statsskuldemissioner, höll räntorna låga och finansierade extraordinära finanspolitiska utgifter. Genom att utöka penningmängden för att köpa statspapper och företagstillgångar stöder Fed utgifter och investeringar. Men det minskar oundvikligen också det reala värdet av de dollar som hushåll och företag innehar, jämfört med en kontrafaktisk situation med en stramare penningpolitik. Detta är hur *seigniorage* fungerar: staten skaffar inte resurser genom explicit beskattning, utan genom att ge ut nya pengar, vilket urholkar valutans köpkraft. Eftersom dessa åtgärder ofta utformas och beskrivs som komplicerad teknisk penningpolitik, flyger de ofta

under radarn i debatten om skatter och den offentliga sektorns storlek. Men det är där de hör hemma (vilket påpekades i *Ekonomisk Debatt* redan av Jonung 1976).

### *Seigniorage: Den dolda skatten*

Vårt huvudbudskap är att det inte är gratis att skapa nya pengar. När centralbanker injicerar likviditet i stor skala beskattar de i praktiken valutaanvändare genom att minska det reala värdet på deras innehav. Till skillnad från en inkomstskatt eller en moms är skatten osynlig. Den sprider sig över alla innehavare av euro eller dollar. Medan inkomstskatter typiskt sett är progressiva, är inflationsskatten sannolikt regressiv och faller tyngst på låginkomsthushåll, pensionärer och andra med fasta inkomster med få inflationsskyddade finansiella tillgångar (se exempelvis Wolff 2023). I euroområdet kommer kostnaden i första hand att falla på länder med en relativt låg statsskuld som kommer att gynnas mindre av inflationsskatten jämfört med starkt skuldsatta länder.

Det är sannolikt bara en tidsfråga innan utvecklingen skapar stora och synliga politiska spänningar mellan medlemsstaterna på ett sätt som äventyrar det europeiska projektet. Euroländer som Estland, Lettland, Irland och Nederländerna har hållit fast vid stabilitetspakten, och har statsskulder som i vissa fall ligger långt under stabilitetspaktens tröskel på 60 procent av BNP. Vad händer när insikten sprider sig bland väljare i dessa länder att tacken de får för sin återhållsamhet är att de får vara med och finansiera den offentliga sektorn i länder som inte kunde eller ville spara lika mycket i de offentliga finanserna?

En ökad användning av *seigniorage* får också allvarliga konsekvenser på lång sikt. Genom att förlita sig på sina centralbanker kan regeringar skjuta upp politiskt svåra reformer som att minska utgifterna, höja skatterna eller förbättra

företagsklimatet. Att skjuta upp sådana reformer gör ekonomierna svagare och ökar beroendet av ytterligare ingripanden från centralbankerna. Med tiden riskerar ett beroende av denna mekanism att befästa högre inflation, intensifiera sociala och politiska spänningar, urholka förtroendet för institutioner och i slutändan undergräva både den ekonomiska utvecklingen och den politiska stabiliteten. Det rör sig alltså inte om några små kostnader som kan ignoreras. Riskerna är stora.

### Slutsats

Centralbankernas historia visar att penningpolitiken aldrig har varit statisk. Olika politiska regimer har uppstått, vissa har varit mer framgångsrika än andra, men ingen har varat för evigt. Alla modeller har formats av sin tids problem och möjligheter. Efterhand som världen förändras har penningpolitiken anpassats. Vår tids modell med oberoende centralbanker med explicita inflationsmål är ett resultat av 1970- och 1980-talens stabiliseringspolitiska misslyckanden. Detta system, som en gång utropades som det sista steget i den monetära styrningen, har ställts inför allvarliga utmaningar sedan finanskrisen 2008–09.

Hotet mot denna modell kommer från länder som under 2000-talet byggt upp omfattande offentliga skulder och avstod från tillväxtskapande reformer. Många länder har i fredstid aldrig upplevt en mer kraftfull skulduppbyggnad än under de senaste 25 åren. Genom historien har höga offentliga skulder,

då ofta i samband med krig, inneburit att centralbanken har ingripit genom att monetarisera skulderna. I dag ser vi liknande tendenser i fredstid. Centralbankerna skiftar från ett ensidigt fokus på prisstabilitet till att stödja högt skuldsatta stater. Osäkerheten om centralbankernas agerande blir en ny källa till volatilitet.

Även om centralbankerna framgångsrikt har avvärjt omedelbara kriser genom att gå in som ”långgivare i sista hand” för regeringar, har de samtidigt riskerat sin svärvunna trovärdighet och sitt oberoende. Vägen framåt kräver en kritisk omvärdering av förhållandet mellan finans- och penningpolitik, så att vi inte offrar långsiktig ekonomisk stabilitet och institutionellt förtroende för kortsiktig politisk opportunist.

### REFERENSER

- ECB (2022), ”The Transmission Protection Instrument”, ECB Pressmeddelande, 21 juli 2022, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.en.html>.
- Goodhart, C A E (2011), ”The Changing Role of Central Banks”, *Financial History Review*, vol 18, s 135–154.
- Jonung, L. (1976), ”Inflationen som skatt”, *Ekonomisk Debatt* 8(4), s 497–509.
- Kydland, F E och E C Prescott (1977), ”Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, *Journal of Political Economy*, vol 85, s 473–492.
- Wolff, E N (2023), ”Is There Really an Inflation Tax? Not For the Middle Class and the Ultra-Wealthy”, NBER Working Paper 31775, doi:10.3386/w31775.