

FÖRSTATLIGA PENGARNA

Så stoppar vi
bankerna från
att skapa
finanskriser

Samuel Kazen Orrefur



Samuel Kazen Orrefur är debattör, föreläsare och musiker samt arbetar som verksamhetsutvecklare för Positiva Pengar. Rapporten ges ut i samarbete med Post-keynesianska nätverket. Redaktör och grafisk formgivning: Jesper Weithz. Tryck: Universitetsservice US-AB, 2019.

Katalys – Institut för facklig idéutveckling

Katalys är ett oberoende fackligt idéinstitut som bedriver utredningsverksamhet och opinionsbildning. Våra verksamhetsområden är välfärd, samhällsekonomi, arbetsmarknad och fördelningsfrågor. Vår uppgift är att generera kunskap och perspektiv som kommer såväl den politiska debatten som fackföreningsrörelsen och dess företrädare på lokal, regional och central nivå till gagn. Men vår uppgift är även att driva den politiska debatten framåt i dessa frågor, med egna analyser och förslag grundade i fackliga perspektiv. Vi står på två ben – idéutveckling och politisk påverkan. Värderingsmässigt står vi på LO-medlemmarnas sida.

Katalys tror inte att ökade samhällsklyftor är en naturlig eller opåverkbar följd av en globaliserad värld. Vi ställer inte upp på resonemang om att bara för att det går att skapa en marknad av något som vi äger gemensamt, så ska den marknaden skapas. Vi ser att det finns konstruktiva vägar framåt för den svenska arbetsmarknaden och att de principer som en gång formade arbetsmarknaden är relevanta även i framtiden. Vi vill bidra till att den generella välfärden och trygghetssystem säkras och utvecklas. Katalys – Institut för facklig idéutveckling startades på initiativ av 6F – fackförbund i samverkan. 6F utgörs av LO-förbunden Byggnads, Elektrikerna, Fastighets, Målarna och Seko.

Besök vår hemsida: www.katalys.org



Positiva Pengar är en politiskt oberoende ideell förening som verkar för ett hållbart penningssystem. Positiva Pengar är den svenska grenen av International Movement for Monetary Reform som finns i 28 länder.

Sammanfattning

■ Många tror att Riksbanken skapar våra pengar och att bankerna finansierar sin utlåning genom inlåning. Men det stämmer inte. Bankerna skapar pengar själva i samband med lån.

■ Många tror att Riksbanken kan styra effektivt mot sina två lagstadgade mål: stabil inflation och ett säkert och effektivt betalningsväsende. Men eftersom bankerna skapar våra pengar har Riksbanken mycket svårt att styra. De åtgärder Riksbanken kan vidta i dagens system för att få fart på inflationen ökar risken för finanskriser och sker därmed på bekostnad av Riksbankens andra mål om finansiell stabilitet.

■ Bankerna har starka incitament att skapa pengar snabbare än BNP växer. För det första tjänar de mer ju mer pengar de skapar och lånar ut. För det andra står staten för delar av risken. För det tredje stimulerar Riksbankens penningpolitik bankerna att låna ut ännu mer. Mellan 1999 och 2017 ökade penningmängden 8 procent årligen men inflationen var bara 1,2 procent årligen.

■ Att bankerna skapar pengar i samband med räntebärande skuldsättning i snabbare takt än BNP växer leder till ohållbara skuldnivåer, lägre andel produktiva investeringar, växande ekonomisk ojämlikhet, bubblor på börsen och bostadsmarknaden samt finanskriser.

■ Dagens penningssystem måste reformeras. Ingen ska behöva skuldsätta sig hos privata företag för att Sverige ska få tillgång till betalningsmedel. Vi föreslår en reform i tre steg:

1. Staten tillhandahåller egna pengar i form av räntefria e-kronor.

2. Nyskapade pengar ges direkt till medborgarna eller statsbudgeten.

3. Banksubventionerna slopas genom att affärsbankernas egenskapade pengar förstatligas. Bankerna finns kvar men de får finansiera sin utlåning av svenska kronor genom inlåning och kan tillåts gå i konkurs utan risker för hela ekonomin.

Innehåll

Förord 7

1. Inledning 9

2. Hur fungerar dagens banksystem? 11

2.1 Vad är pengar? 11

2.2 Vem skapar pengar? 11

2.3 Hur skapas och förstörs pengar? 12

2.4 Hur fungerar betalningar? 12

2.5 Om banker skapar pengar, hur kan de gå i konkurs? 13

2.6 Hur mycket pengar kan en bank skapa och hur snabbt? 13

2.7 Hur påverkar centralbanken penningmängden? 15

3. Konsekvenser av att låta privata banker skapa pengar 20

3.1 Skenande priser på bostäder 20

3.2 Skenande priser på aktier och företag 22

3.3 Mindre produktivt företagande 22

3.4 Ökad ekonomisk ojämlikhet 23

3.5 Orättvisa spelregler: förmåner och subventioner till bankerna 26

3.6 Ohållbara skuldnivåer 28

3.7 Finanskriser 30

4. Så kan problemen åtgärdas 35

4.1 Steg 1: Riksbankens förslag till e-krona implementeras 35

4.2 Steg 2: Riksbanken börjar aktivt ge ut pengar 37

4.3 Steg 3: Kvarvarande affärsbankspengar konverteras till e-kronor 38

5. Möjliga invändningar och missförstånd 43

5.1 Förslaget är för socialistiskt 43

5.2 Förslaget är för liberalt 43

5.3 Det kommer att skapas för mycket pengar 44

5.4 Det kommer att skapas för lite pengar 44

5.5 Förslaget framförs bara av tillväxtkritiker eller tillväxtförespråkare 45

5.6	Är inte förslaget bara Chicagoplanen i ny skepnad?	45
5.7	Varför inte konvertera affärsbankspengarna till en privat valuta?	46
5.8	Privata valutor uppstår och blir ett problem	47
5.9	Skuggbanksektorn kommer växa	47
5.10	Reformen går inte att genomföra i dagens globaliserade värld	48
5.11	Reformen strider mot EU:s regelverk	48
5.12	E-kronan löser alla problem	48
6.	Återta makten över demokratin!	49
7.	Ordlista	51
8.	Noter	52
9.	Referenser	57

Förord

98 procent av penningmängden i Sverige är skapad av affärsbankerna. Riksbankens utgivning av sedlar och mynt står för bara 2 procent av penningmängden. Affärsbankernas möjlighet att skapa pengar gör att deras utlåning inte är baserad på inlåning från hushåll och företag. Om du inte känner till dessa fakta är du i gott sällskap – i dagens läroböcker i nationalekonomi bestäms penningutbudet av centralbanken medan affärsbankerna fungerar som förbindelselänkar mellan samhällets långgivare och låntagare.

De makroekonomiska modeller som länge användes av centralbankerna ignorerade finansmarknadernas strategiska betydelse för den makroekonomiska utvecklingen. Modellerna blev lite mer realistiska efter den globala finanskrisen 2007–2008. Men de flesta nationalekonomer är liksom ledande politiker fortfarande omedvetna om att affärsbankernas rätt att skapa pengar är en grundorsak till makroekonomisk instabilitet. Borttagandet av vissa restriktioner för denna rätt i Sverige i mitten av 1980-talet lade grunden till en av de värsta finansbubblorna i världshistorien och därmed till en djup lågkonjunktur.

Beslutsfattare och praktiker vid centralbankerna, nationalekonomer utanför ämnets huvudfåra och i hög grad även fritänkare utanför nationalekonomin har kommit till ökad insikt om att affärsbankernas kontroll över penningmängden har en negativ påverkan på samhällsekonomin och penningpolitikens effektivitet.

Föreliggande rapport om affärsbankernas rätt att skapa pengar är skriven av Samuel Kazen Orrefur. Han betonar att affärsbankernas egenskapade pengar leder till lånefinansierade fastighets- och aktiemarknadsbubblor som så småningom spricker. Risken för en framtida finanskris i Sverige är särskilt överhängande med tanke på den höga privata skuldsättningen och det faktum att finanssektorn domineras av ett fåtal storbanker. Affärsbankernas finansiering av spekulat

ion och fastighetsköp med egenskapade pengar tränger undan produktiva investeringar och resulterar i ökad ojämlikhet. Den begränsar dessutom penningpolitikens förmåga att styra finansmarknaden och makroekonomin liksom myndigheternas möjligheter att bromsa upp en lånekarusell genom amorteringskrav, lånetak, kapitaltäckningskrav med mera. Affärsbankernas rätt att ge ut pengar är ett privilegium som snedvrider konkurrensen på finansmarknaden. Andra privata aktörer måste basera sin utlåning på inlåning.

Kazen Orrefur föreslår en penningreform i tre steg. I det första steget börjar Riksbanken att ge ut elektroniska pengar till allmänheten ("e-kronan"). Det andra steget innebär att Riksbanken ökar sin andel av penningutbudet genom att aktivt ge ut pengar via statsbudgeten eller direkt till medborgarna. I det tredje steget konverteras kvarvarande affärsbankspengar till e-kronor. Sverige får nu ett enhetligt betalningssystem där alla transaktioner sker med konton för e-kronor.

Författaren bemöter slutligen tänkbara invändningar mot den föreslagna penningreformen. Han förnekar att reformen har en självklar ideologisk hemvist. Platsen som reformens politiska ombud är i dagsläget vakant. Det är vår övertygelse att affärsbankernas rätt att ge ut pengar kommer att bli ett av de hetaste ämnena i den ekonomisk-politiska debatten i såväl Sverige som andra EU-länder under 2020-talet. Arbetarrörelsen har här ett unikt tillfälle att ta initiativet i en central fråga och att bli en central aktör vid genomförandet av ett nytt ekonomisk-politiskt program precis som vid keynesianismens genombrott under 1930-talet.

Stockholm, mars 2019

Lennart Erixon, professor i Nationalekonomi vid Stockholms universitet och initiativtagare till Postkeynesianska nätverket

Daniel Suhonen, chef vid fackliga idéinstitutet Katalys

1. Inledning

Många har lärt sig att banker bara kan låna ut pengar de först lånat in. Men det stämmer inte. Banker skapar själva de pengar de lånar ut. Pengarna skapas primärt i samband med att någon beviljas lån och skuldsätter sig. Bankernas egenskapade pengar utgör i dag 98 procent av penningmängden, bara 2 procent är sedlar och mynt utgivna av Riksbanken.¹

Många har också lärt sig att centralbankerna styr hur mycket pengar som skapas. Men det stämmer inte heller. Bankerna bestämmer hur mycket de skapar och lånar ut. Därefter hjälper centralbanken till att kvitta transaktioner mellan bankerna och lånar ut det som krävs för att hålla banksystemet på fötterna. En modern centralbank styr inte utan fungerar snarare som ett serviceorgan som följer banksektorns rörelse och täcker upp för dem om någonting går snett.

Att överlåta makten över en så central samhällsinfrastruktur som penningssystemet åt privata företag är mycket problematiskt. Bankerna tjänar ju mer pengar de skapar och lånar ut och har därför starka incitament att fortsätta expandera penningmängden och skuldsättningen så länge de kan hitta kreditvärdiga kunder som är villiga att låna. Låneexpansionen eldas på ytterligare av att riskerna med att bedriva bankverksamhet till stora delar socialiserats. Det ger bankerna incitament att ta för stora risker och expandera utlåningen ännu mer. De senaste åren har låneexpansionen dessutom drivits på ytterligare av centralbankernas extrema åtgärder för att försöka pressa ner räntorna med syfte att stimulera ekonomin och få fart på inflationen. Sammantaget innebär det att bankerna skapat pengar i mycket snabbare hastighet än BNP vuxit.

Vad blir konsekvenserna av att pengar skapas i samband med lån och skuldsättning i snabbare takt än BNP växer, samt av att privata banker styr pengarna dit de ger mest avkastning utan hänsyn till samhällets bästa? Följande problem kan uppstå:

En modern centralbank styr inte utan fungerar snarare som ett serviceorgan som följer banksektorns rörelse och täcker upp för dem om någonting går snett.

(i) skenande priser på bostäder och minskad nybyggnation för att upprätthålla de höga priserna, (ii) finansiella övervärden i aktier och företag, (iii) lägre andel produktiva investeringar, (iv) orättvisa spelregler på marknaden där staten måste ge bankerna förmåner och subventioner, (v) växande ekonomisk ojämlikhet, (vi) ohållbara skuldnivåer, vilket sammantaget leder till (vii) finanskriser.²

För att bromsa bankernas expansion av utlåningen och för att förebygga framtida kriser har åtgärder såsom amorteringskrav, lånetak, höjda likviditetskrav och kapitaltäckningskrav samt ökad tillsyn och hårdare reglering av banksektorn föreslagits. Inget av förslagen som lagts eller testats hittills har dock fungerat tillfredsställande. De nya reglerna kan säkerligen bromsa hastigheten i bankernas penningsskapande något, men de garanterar inte en BNP-proportionell expansion av penningmängd, lån och skuldnivåer i samhället på lång sikt. Dessutom, i den mån regleringarna lyckas bromsa låneexpansionen, får centralbankerna ännu svårare att gasa för att nå inflationsmålet så Riksbanken tvingas då försöka föra en ännu mer expansiv penningpolitik.

Vad kan då göras? För att sätta igång debatten presenteras här ett möjligt förslag på hur ett ekonomiskt stabilare, rättvisare och mer demokratiskt alternativ kan skapas i tre separata steg som har

potentialen att helt eller delvis lösa problemen. Riksbanken borde (i) introducera e-kronor, (ii) aktivt ge ut e-kronor till regeringen och/eller direkt till medborgarna som en medborgarandel, samt (iii) konvertera samtliga affärsbankspengar till e-kronor, vilket innebär att bankerna inte kommer kunna skapa pengar på samma sätt som i dag utan måste finansiera sin utlåning genom inlåning på marknaden. Detta förslag kallas internationellt Sovereign Money och har tagits fram av Positive Money i Storbritannien. I denna rapport har förslaget anpassats till en svensk kontext samt kompletterats med idéer från Lars Alaeus, ordförande i Positiva Pengar.

Förslagen innebär att det blir möjligt att expandera penningmängden utan en ökad skuldsättning. Det kan ske genom att Riksbanken ger ut samtliga nya svenska kronor utan krav på återbetalning eller ränta. Förslaget innebär att räntorna kan tillåtas öka för att i sin tur minska utlåningen till köp av tillgångar utan risk för deflation. Riksbanken kan nämligen kompensera för ett eventuellt deflationstryck genom att ge ut nya pengar som spenderas av regeringen eller medborgarna så att den totala efterfrågan i ekonomin ökar. När samtliga pengar är utgivna av Riksbanken kommer bankerna kunna gå i konkurs utan att pengarna försvinner och den finansiella stabiliteten hotas. Banker kan fungera som vanliga konkurrensutsatta företag utan privilegier och subventioner och lånar bara ut pengar som de först lånat in. Därmed kan

Sveriges ekonomi stå robust och stark inför nästa internationella finanskris.

Denna rapport innehåller fyra kapitel.

I rapportens första kapitel beskrivs hur pengar skapas, hur mycket pengar bankerna kan skapa samt hur Riksbankens penningpolitik påverkar penningmängdens expansion. I rapportens andra kapitel utvecklas och fördjupas de sju nämnda problemen med att låta banker skapa pengar närmare. I det tredje kapitlet beskrivs slutligen ett förslag på lösning. I det fjärde kapitlet bemöts tänkbara missförstånd och invändningar.

Författarens tack

Under arbetet med rapporten har många varit involverade. Rapporten hade inte kunnat bli av utan stort stöd från Lars Alaeus, ordförande i Positiva Pengar – Tack för många långa och intressanta diskussioner, kommentarer, formuleringar till texten, lästips, argument och idéer. Tack också till Stig Tegle, som varit med under hela processen med rapporten, för många bra inspel, artikeltips och kommentarer och som drivit på för att rapporten ska bli klar och publicerad. Tack även

till Erik Hegelund och Thomas Forsell för många bra kritiska kommentarer, förslag, lästips samt diskussioner. Tack även till Lennart Erixon, Ante Farm och Markus Kalifatides för uppmuntran samt värdefulla kommentarer som lett till viktiga förbättringar. Tack även till Danne Mikula, Mats Lindqvist, Benjamin Ljung, Håkan Östman, Andreas Söderlund, Michael Thudén och Viktor Skyrman för bra diskussioner och kommentarer. Tack till Yoshi Frey för bidrag med

vassa formuleringar till avslutningen. Tack till Lennart Erixon, Johan Jeverud, Thomas Kazen och Jesper Weithz för mycket noggrann och värdefull korrekturläsning samt till Lena Nockert, Ola Gabrielson, Arttu Kontkanen samt övriga från Positiva Pengar för kommentarer, korrekturläsning och inspel. Tack även till Katalys för samarbete, utgivning och formgivning av rapporten.

2. Hur fungerar dagens banksystem?

Av alla möjliga sätt på vilka banksystemet kan organiseras är dagens system det värsta tänkbara [...] Jag är övertygad om att förändring är oundviklig. Frågan är bara huruvida vi kan komma på något bättre innan nästa generation skadas av en ännu större kris. Dagens kris har redan lämnat ett skuldberg i arv till nästa generation. Vi får inte lämna dem ett bräckligt banksystem i arv också.

Lord Mervyn King,
Englands centralbankschef 2003–2013³

2.1 Vad är pengar?

Pengar har tre egenskaper, de är värdemått, betalningsmedel och värdebärare.⁴ En dollar, euro eller krona är ett *värdemått* precis som meter, aln och ljusår är längdmått; höjden på ett hus kan exempelvis uppskattas till 3 meter och värdet av en lunch till 70 kronor. Pengar används också som *betalningsmedel* för att överföra värde. Det sker dagligen när vi handlar i en affär. Slutligen kan pengar användas som *bärare av värde* över tid. Det går att spara eller låna pengar och på så vis omfördela konsumtion från en dag till en annan.

Det är viktigt att skilja mellan pengar och tillgångar som har ett värde mätt i pengar. Tillgångar är inte pengar, vi kan inte gå till affären och köpa mjölk för till exempel en aktie. För att få pengar måste aktien först säljas.

Pengars värde är vad som i medeltal kan köpas av varor och tjänster för pengarna. Kronans värde sätts på marknaden genom att varor och tjänster säljs och köps. När priset på varor och tjänster stiger så sjunker kronans värde, vilket kallas inflation. När priset minskar så ökar kronans värde, vilket kallas deflation. *Inflation* är alltså ett annat ord för *penningvärdesminskning*, och *deflation* ett annat ord för *penningvärdesökning*.

I dag finns tre typer av svenska kronor: *centralbankspengar* som finns i ett slutet betalsystem (RIX) och används av banker för interna

betalningar, *fysiska kontanter* som används allt mindre, samt *affärsbankspengar* som vi har på våra vanliga betalkonton.⁵ I teknisk bemärkelse kan man hävda att affärsbankspengar egentligen inte är "svenska kronor" utan bara krediter, en skuld på svenska kronor. Men eftersom de (i) används av samtliga aktörer i ekonomin som det huvudsakliga betalningsmedlet, (ii) legitimeras av stat, landsting och kommuner genom att de godkänns för att betala skatt samt används av offentliga institutioner för att betala ut löner och för alla typer av transaktioner mellan offentliga och privata institutioner, samt (iii) eftersom de är garanterade av staten genom omfattande subventioner, garantier och service från Riksbanken, så fungerar affärsbankspengarna i praktiken just som landets officiella valuta: svenska kronor. Därför kommer även dagens affärsbankspengar att benämnas "svenska kronor" i denna rapport.

2.2 Vem skapar pengar?

I dagens penning- och banksystem finns tre huvudsakliga aktörer Riksbanken, affärsbanker samt övriga monetära finansinstitut.

Riksbanken har två lagstadgade uppdrag. Det första målet är att upprätthålla ett stabilt penningvärde, vilket Riksbanken sedan 1993 tolkat som 2 procent inflation i KPI (konsumtprisindex).⁶ Det andra målet är att se till att Sverige har ett effektivt och stabilt betalningsväsende, vilket Riksbanken brutit ner i fyra deluppgifter: att tillhandahålla kontanter och centralbankspengar, att förebygga finansiella kriser och ha beredskap för krishantering om en kris skulle uppstå.

Affärsbanker är privata företag som av Riksbanken fått tillstånd, bankoktroj, att under övervakning av Finansinspektionen driva bankverksamhet och skapa pengar. Affärsbanker har tre roller: de tillhandahåller och administrerar olika betalsystem, de bedriver spar- och låneverksamhet

och de har en investeringsverksamhet. Bankernas tre verksamheter är i dag inte separerade, vilket innebär att störningar i någon av de tre verksamheterna kan helt slå ut de andra.

Övriga monetära finansinstitut som exempelvis fonder och försäkringsbolag har inte beviljats bankkottor och har därmed inte rätt att skapa svenska kronor. De kan ändå bedriva inlånings- och utlåningsverksamhet, men de måste finansiera sin utlåning till 100 procent genom att låna in affärsbankspengar på marknaden.

2.3 Hur skapas och förstörs pengar?

Affärsbankspengar skapas av privata banker som krediter främst i samband med lån. Det sker genom att banken skriver in beloppen på kundens konto. Beloppen står för en skuld till kunden, ett löfte från banken att betala ut sedlar och mynt om vi går till bankomaten eller att flytta detta värde till en annan bank om så begärs. Dessa löften fungerar som betalmedel i valutan svenska kronor, samt garanteras av staten via insättningsgarantin.

På bankens balansräkning händer följande: banken skriver upp en fordran på kunden på tillgångssidan. Denna fordran är ju en tillgång för banken, ett löfte om pengar som kommer att betalas till banken någon gång i framtiden. Pengarna på kundens konto bokförs som en kredit. Dessa pengar fanns inte tidigare utan är nya betalningsmedel, ny köpkraft, skapade *ex nihilo*, ur intet, genom en notering i balansräkningen. Ordet "lån" är egentligen missvisande då det inte går att låna ut något som inte finns.⁷

Banker skapar inte bara pengar när de beviljar lån. De kan också skapa pengar för att köpa fastigheter, värdepapper, kontorsutrustning, it, mjukvara, bilar och licenser av olika slag. De skriver då upp värdet av det de köpt som en tillgång i balansräkningen och betalar säljaren genom att utöka beloppet på dennes konto. Då utvidgas balansräkningen, precis som när lån beviljas.

På sätt och vis skapar banker också pengar när de betalar ut löner, köper förbrukningsvaror och tjänster som inte kan skrivas upp på tillgångssidan. Men i dessa fall köper banken inte nya tillgångar vars värde kan skrivas upp på balansräkningen, så balansräkningen utvidgas inte. Istället bokförs köpet genom att bankens eget kapital minskar.

Bankernas tre verksamheter är i dag inte separerade, vilket innebär att störningar i någon av de tre verksamheterna kan helt slå ut de andra.

På motsvarande sätt förstörs affärsbankspengar när kunderna betalar av sina lån till banken. Banken blir då av med en tillgång: en fordran på kunden, och kunden blir av med en tillgång: pengarna. Kunden blir också av med sin skuld till banken och banken blir av med sin skuld till kunden.

Sammanfattningsvis kan man säga att pengar skapas närhelst en bank sätter in affärsbankspengar på någon icke-banks konto och förstörs när någon icke-bank överför affärsbankspengar till en bank.⁸

2.4 Hur fungerar betalningar?

Om både betalaren och mottagaren har samma bank sker en betalning genom att banken minskar saldot på betalarens konto och ökar saldot på mottagarens konto. Det kan göras helt utan att några andra banker eller pengar är involverade. Om mottagaren och betalaren har olika banker måste ett värde överföras från betalarens till mottagarens bank. Men banker kan inte betala varandra med sina egenskapade kreditpengar. Dessa pengar består ju bara av en skuld från banken till kunden. Därför tillhandahåller Riksbanken centralbankspengar för betalningar mellan banker i det slutna betalningssystemet RIX.

Sveriges betalsystem består av två fristående system: dels det allmänna betalsystemet med affärsbankspengar och kontanter som används av människor, företag, stat, myndigheter, landsting och kommuner för betalningar sinsemellan, dels RIX för banker.⁹ Affärsbankerna sköter det allmänna betalsystemet och Riksbanken sköter betalningar mellan bankerna i RIX.

Det är dock en mycket liten del av betalningarna

mellan banker som i praktiken behöver utföras. Det beror på att många transaktioner aggregeras vid dagens slut; efter bankdagen räknas sedan det nettobelopp ut som varje bank skall betala till varje annan bank. En mycket stor del av betalningarna tar då ut varandra. Endast ett litet kvarvarande belopp behöver överföras i slutändan med centralbankspengar i RIX. Denna "clearing" eller kvittning utförs dels av Bankgirot som ägs och drivs av bankerna tillsammans, dels i RIX genom att bankerna har fri tillgång till centralbankspengar hela dagen och inte behöver ta ansvar för mer än det överskott eller underskott de har vid bankdagens slut. I ekonomin kan stora mängder bilar, villor och matvaror ha sålts och köpts via bankerna, utan att bankerna själva behöver ha motsvarande mängd centralbankspengar. Bankerna bara registrerar vem som är skyldig vem vad, aggregerar skulderna och kvittar allt.¹⁰

2.5 Om banker skapar pengar, hur kan de gå i konkurs?

Banker kan inte skapa pengar åt sig själva om de får ekonomiska problem utan kan precis som andra företag bli insolventa, det vill säga hamna på ekonomiskt obestånd, genom att skulderna i balansräkningen överskrider tillgångarna. Det finns två olika processer som kan resultera i att en bank blir insolvent.

Den första processen innebär att banken tagit för stora risker och förlorar tillgångar. Den kan exempelvis starta med att några kunder inte kan återbetala sina lån. Banken kan då inte längre räkna med att lånekontraktet är värt det utlånade beloppet plus räntan utan måste räkna ner värdet på kontraktet och blir av med en del av sina tillgångar. För att klara sådana situationer har banken en buffert i form av eget kapital. Det egna kapitalet bokförs på skuldsidan i balansräkningen då det är en skuld till bankens ägare. När tillgångarna skrivs ner minskar det egna kapitalet med samma belopp för att balansräkningen ska gå ihop. En bank kan klara att några lån blir dåliga, men om ett stort antal kunder inte kan betala som avtalat blir banken insolvent: skuldsidan i balansräkningen överskrider tillgångarna. För att rädda banken från konkurs måste aktieägarna eller staten rycka in med mer kapital.

Den andra processen innebär att banken får likviditetsproblem och snabbt måste sälja av tillgångar till underpriser för att finansiera sig. Det kan exempelvis starta med att andra banker mister förtroendet för en bank och inte vill bevilja den några lån eller att kunderna mister förtroendet för banken och vill ha ut sina pengar. Banken måste nu infria sina löften och skaffa fram centralbankspengar för att betala en annan bank eller skaffa kontanter direkt åt kunden. Men bankens tillgångar består i huvudsak av lånekontrakt med långa löptider. De har få värdepapper med korta löptider och inte mycket likvida medel. Så snart banken fått slut på egna likvida medel och värdepapper med kortare löptid måste banken börja sälja av sina lånekontrakt till underpriser för att snabbt skaffa fram likvida medel. Då äts det egna kapitalet upp snabbt och mycket snart kommer bankens skulder att överskrida dess tillgångar. Enda räddningen är nu att staten eller medborgarna skjuter till mer kapital. Så fort det blir känt att en bank kan riskera konkurs kan det utlösa en uttagsstorm vilket definitivt resulterar i konkurs. Om så händer skulle hela betalsystemet kunna låsa sig. Därför ger staten en insättningsgaranti, vilket innebär att staten ersätter ett värde på upp till 950 000 kronor per person och bank om banken går i konkurs. Riksbanken är också beredd att stötta banker i kris.

2.6 Hur mycket pengar kan en bank skapa och hur snabbt?

Över lång tid finns inga teoretiska begränsningar för *hur mycket* pengar banksystemet kan skapa. Däremot finns ett antal faktorer som begränsar *hur snabbt* banksystemet och enskilda banker kan expandera penningmängden. Vissa begränsningar beror på marknadsförhållandena, andra på regler såsom de stora och komplexa regelverken Basel I–III. Här är de viktigaste begränsningarna:

Kunders efterfrågan på lån. Om ingen vill låna kan bankerna inte skapa så mycket pengar. Om efterfrågan på lån är riktigt låg kan nyutlåningen till och med bli lägre än mängden amorteringar vilket resulterar i att penningmängden kan minska.

Kundernas kreditvärdighet. Om kunderna redan är för högt skuldsatta eller om säkerheten inte är tillräcklig kan banken bedöma att det är alltför riskabelt att låna ut mer pengar. Om kunderna inte kan betala tillbaka lånet med ränta måste lånet skrivas ner och banken blir av med en tillgång.

Kapitalkrav. Komplexa regelverk för kapitalkrav har utarbetats av Baselkommittén och sedan implementerats i EU:s lagstiftning. Kapitalkraven innebär att bankerna måste ha en viss kapitalbas för att skapa och låna ut pengar, vilket kan begränsa utlåningen och risknivån i utlåningen på kort sikt. Enligt regelverken poängsätts olika typer av tillgångar efter hur säkra de bedöms vara och riskvikter räknas ut för olika typer av lån. En riskvikt anger hur stor andel av ett lån banken måste ha en buffert för. Utlåning med hög risk måste kompenseras genom att banken har tillräckligt stora och säkra tillgångar. Utlåning med lägre risk kräver inte att banken har lika stora och säkra tillgångar. Riskvikten för lån till stat, kommuner och landsting blir ofta närmast noll. Sådan utlåning bedöms som säker och kräver därför inte någon kapitalbas. Denna utlåning är därmed väldigt billig och lönsam för bankerna. Men för övrig utlåning är riskvikterna ofta högre. Då krävs en större och stabilare kapitalbas, vilket kan vara förknippat med större kostnader för banken.

Krav på likviditetsbuffert. För att undvika att banker, som beskrivits i föregående avsnitt, hamnar i en likviditetskris finns regler som ställer krav på att bankerna har en viss andel likvida tillgångar. Det kan begränsa bankernas utlåning något.

Andra bankers utlåning. En enskild bank kan inte avvika för mycket från andra banker i sin utlåningshastighet. Det beror på att om en enskild bank lånar ut mycket mer än andra banker skulle den riskera likviditetsbrist om de nyskapade pengarna flyttas över till andra banker. Om alla banker expanderar sin utlåning ungefär lika snabbt blir det ett mer jämnt flöde av centralbankspengar mellan bankerna så ingen enskild bank riskerar likviditetsbrist.

Bankens storlek. Stora banker kan skapa mer pengar än små eftersom de har många kunder

spridda över olika branscher och hushållsgrupper som betalar till varandra. Dessa banker behöver inte lika stor andel likviditet då de kan kvitta fler transaktioner och jämfört med mindre banker behöver de genomföra färre betalningar. Stora banker har också mer resurser att hantera de enormt komplexa och stora regelverken med lagar och regler om kapitaltäckning samt att hitta kryphål. Sammantaget ger detta stora banker konkurrensfördelar och minskar deras finansieringskostnader.

Dessa begränsningar gör sammantaget att banksystemet i sin helhet inte kan expandera penningmängden hur snabbt som helst. Men på lång sikt finns få begränsningarna.

Låg efterfrågan på lån begränsar bara utlåningen i lågkonjunkturer, när det i själva verket är önskvärt att mer pengar skapas. I högkonjunkturer sker expansionen av penningmängden och skuldsättningen alldeles för snabbt. Dessutom försöker bankerna skapa konstgjort hög efterfrågan precis som andra företag genom att via reklam och erbjudanden påverka kunderna att skuldsätta sig maximalt.

Kreditvärdighet är aldrig en begränsning så länge tillgångspriserna växer snabbare än skuldsättningen för då kan tillgångarna belånas ytterligare. Dessutom är kreditvärdighet i grunden inte något objektiva fenomen utan beror på bankernas framtidstro, det vill säga om de är optimistiska eller pessimistiska inför ekonomins framtida utveckling.¹¹ Under en depression kan bankerna vara väldigt pessimistiska och då strypa utlåningen kraftigt, under högkonjunkturer kan de vara överoptimistiska och anse att många fler låneansökare är kreditvärda.

Kapitalkraven är inte tillräckligt effektiva. Det beror bland annat på att bankerna tillåts använda interna modeller för att beräkna riskvikter. "Att ge bankerna rätt att använda egna riskmodeller är som att ge elever rätt att rätta sina egna prov", enligt Riksbankens chef Stefan Ingves.¹² Bankerna kom under 2017 undan med en bruttosoliditet på bara cirka 5 procent.¹³ Grovt räknat måste bankerna ha 5 kronor i eget kapital för att skapa och låna ut 100 kronor. Dessutom kan inte kapitalkrav begränsa utlåningen på lång sikt. Bankerna kan relativt enkelt möta hårdare kapitalkrav genom att

En centralbank tycks i dagens situation varken kunna styra penningmängden, inflationen eller tillväxten.

delar ut mindre i vinst till aktieägarna eller utöka sitt eget kapital mer, låna ut till säkrare investeringar, investera i säkrare tillgångar. De kan också öka lönsamheten genom större räntedifferens. När tillgångsvärdena drivs upp av alla pengar som skapats så uppfyller bankerna också förr eller senare kraven för att låna ut mera.

Krav på likviditetsbuffertar eller kassakrav begränsar ingenting i dag med tanke på det likviditetsöverskott bankerna sitter på efter Riksbankens köp av statsobligationer. Dagens likviditetsöverskott gör också att bankerna kan bli något mer oberoende av varandra vad gäller utlåningshastighet.

Slutligen har bankmarknaden gått mot att domineras av ett fåtal stora aktörer, vilket gör att lönsamheten och därmed kapaciteten för att skapa och låna ut ännu mera har gått upp. Banksystemet i sin helhet lyckas därför fortsätta skapa pengar och skulder i snabbare takt än BNP växer vilket är ohållbart och leder till stabilitets-, tillväxt- och fördelningsproblem (se kapitel 2).

2.7 Hur påverkar centralbanken penningmängden?

En sjunde faktor som bör läggas till listan över faktorer som kan begränsa hur mycket pengar bankerna skapar är centralbankens penningpolitik. Centralbanker har genom historien försökt styra bankernas utlåning samt inflationen genom att (i) bestämma hur mycket centralbankspengar bankerna får, (ii) ändra styrräntan som bestämmer till vilken ränta bankerna kan låna och spara i centralbanken, samt (iii) kvantitativa lättnader (Quantitative Easing, förkortat QE) vilket innebär

att centralbanken köper värdepapper på den öppna marknaden.

Eftersom bankerna skapar pengar själva har dock effektiviteten i dessa metoder ifrågasatts av många forskare.¹⁴ När en konjunkturuppgång startar i exempelvis byggsektorn, it-sektorn eller exportindustrin hakar bankerna på och förstärker konjunkturen genom att skapa mer pengar. Vid en konjunkturedgång stramar bankerna åt utlåningen och förstärker nedgången. Det finns inte mycket en centralbank kan göra för att begränsa bankernas förstärkning av konjunkturen. En centralbank tycks i dagens situation varken kunna styra penningmängden, inflationen eller tillväxten utan följer i huvudsak efter och speglar utvecklingen i realekonomin och utvecklingen på finansmarknaderna. I följande avsnitt diskuteras noggrannare varför ingen av de tre nämnda styrmetoderna fungerar så effektivt som avsett.

Hur påverkar styrning av mängden centralbankspengar?

Fram till 1994 försökte många centralbanker styra bankernas utlåning genom att reglera storleken på den monetära basen (mängden kontanter och centralbankspengar). På så vis trodde man att det gick att styra storleken på mängden affärsbankspengar och därigenom styra inflationen. Denna metod var dock ineffektiv av flera skäl.

För det första är det inte så att centralbanken först skapar centralbankspengar vilka sedan gör det möjligt för bankerna att låna ut. Privata banker skapar initialt pengar själva helt oberoende av centralbanken. Först därefter skapar centralbanken de centralbankspengar som krävs på bankernas begäran för att hjälpa bankerna att kvitta transaktioner mellan sig. Bankerna styr alltså penningmängden och centralbanken måste sedan agera serviceorgan för att hjälpa bankerna i efterhand med de centralbankspengar som krävs.¹⁵ När centralbanken dagligen i efterhand måste reagera på bankernas agerande och låna ut det som krävs för att hålla banksystemet över vattenytan kan inte mängden centralbankspengar användas som en effektiv styrvariabel.

För det andra är inte inflationstakten en direkt funktion av penningmängden. Även om penningmängden har betydelse påverkas inflationen också

av en rad andra faktorer som exempelvis externa chocker, aktivitetsnivån i ekonomin och utvecklingen på arbetsmarknaden som eventuellt också är förbunden med kapplöpningar mellan löner och priser. En ökning av mängden affärsbankspengar leder inte heller alltid till inflation i konsumentpriser (KPI) vilket ibland hävdas av anhängare av kvantitetsteorin samt av monetarister som Milton Friedman.¹⁶ Mellan 1999 och 2017 ökade penningmängden mycket snabbt, i genomsnitt med 8 procent årligen (se Figur 1). Men KPI-inflationen ökade bara med i genomsnitt 1,2 procent under denna period (BNP-tillväxten var i genomsnitt 2,5 procent). Att penningmängden kunnat öka så snabbt utan någon hög KPI-inflation talar för att penningmängden inte påverkar inflationen överhuvudtaget. Men det är en förhastad slutsats.

När penningmängden expanderar stärks efterfrågan på det som nya pengar används till. Om efterfrågan ökar mer än utbudet kommer priserna att öka. Men det blir inte inflation i hela ekonomin utan bara prishöjningar på de marknader där de nya pengarna spenderas. Men mellan 1999 och 2017 gick merparten av alla nya pengar till köp av aktier och fastigheter och det blev i huvudsak "inflation" i aktiepriser och fastighetspriser, inte i konsumentpriser.

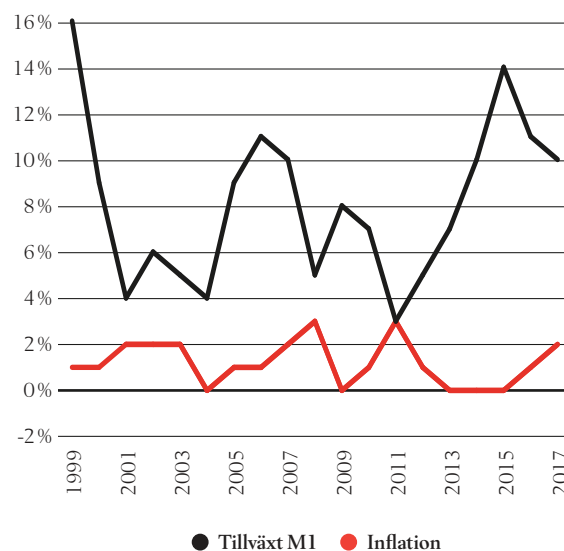
En ökning av mängden affärsbankspengar kan till och med ibland leda till lägre KPI-inflation. När pengar skapas i samband med lån ökar skuldsättningen. När hushållens skulder ökar måste en större andel av inkomsterna gå till räntebetalningar och amorteringar. Om inte förmögenhetseffekten gör att hushållen spenderar mera så kan efterfrågan och KPI-inflationen falla. Som framgår av Figur 1 tycks KPI-inflationen vara negativt korrelerad med tillväxten av penningmängden.¹⁷

Även om nya pengar spenderas på konsumtionsvaror och tjänster är det inte säkert det blir inflation i KPI. Finns ledig kapacitet i ekonomin, det vill säga om maskiner och arbetskraft inte används fullt ut, väljer företagen ofta att möta ökad efterfrågan med ökad produktion vilket gör att BNP växer istället. Om efterfrågan stiger på varor och tjänster samtidigt som det finns flaskhalsar i produktionen blir det dock inflation. Men även i ett läge med låg andel ledig kapacitet kan nya pengar ibland användas för att investera

i exempelvis infrastruktur eller bättre sjukvård, vilket eliminerar flaskhalsar och ökar ekonomins kapacitet.

Av dessa skäl var förändringar i penningmängden ett trubbigt instrument för att påverka inflationen. Centralbankerna började därför under 1990-talet att övergå till räntestyrning istället för kvantitetsstyrning.¹⁸ (Hädanefter används "inflation" för att referera till *inflation i KPI* om inte annat anges.)

FIGUR 1
Inflationen och tillväxten av penningmängden M1 1999–2017.



Källa: SCB.

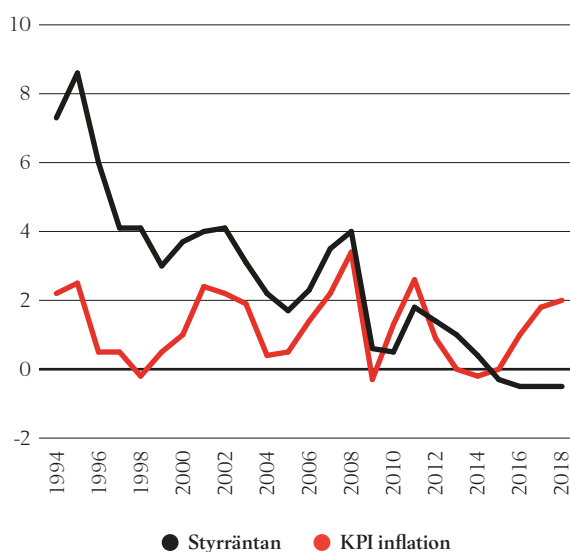
Hur påverkar styrräntan bankernas utlåning och inflationen?

I dag används styrräntan som primärt instrument i penningpolitiken. Styrräntan tänks påverka bankernas räntenivåer som i sin tur tänks påverka inflationen, primärt genom följande kanaler: (i) räntekanalen, (ii) kreditkanalen och (iii) valutakanalen.

Sammantaget borde dessa kanaler innebära en negativ korrelation mellan styrräntan och inflationen, åtminstone med en viss tidsförskjutning.¹⁹ Men när sambandet studerats för till exempel USA och Japan finns ingen evidens för att ändringar av styrräntan påverkar inflationen, vare sig direkt eller med viss tidsförskjutning. Det finns bara

evidens för att styrräntan följer utvecklingen i resten av ekonomin. Direkt eller med viss tidsförskjutning. Centralbankerna reagerar på utvecklingen i resten av ekonomin genom att höja räntan när tillväxten och inflationen är hög, och genom att sänka den när tillväxten och inflationen är låg. Det är dessutom oklart om dessa ränteändringar har någon påverkan på den reella ekonomin.²⁰ Även i Sverige tycks korrelationen vara den motsatta mot vad som kunde förväntas om styrräntan var ett effektivt styrmedel: styrräntan är, som visas i Figur 2, positivt korrelerad med inflationen. Riksbanken konstaterar att "penningpolitikens genomslag på ekonomin har försvagats".²¹

FIGUR 2
Styrräntan och inflationen 1994–2018.



Källa: SCB.

Att ändringar av styrräntan inte ger den effekt som förväntas kan också konstateras genom att jämföra Riksbankens inflationsprognoser med faktiska utfall. I dessa prognoser utgår Riksbanken från att ändringar av styrräntan kommer att vara effektiva. Därför bedömer de att inflationen kommer gå mot 2 procent trots att verkligheten gång på gång visat att så inte är fallet.²²

Att korrelationen och prognoserna är dåliga innebär inte nödvändigtvis att modeller med olika transmissionsmekanismer är felaktiga. Men

däremot fungerar förmodligen inte de tre nämnda kanalerna fullt så effektivt som förväntas enligt dessa modeller. Låt oss undersöka och utvärdera de tre transmissionsmekanismerna noggrannare.

(i) Påverkar styrräntan bankernas räntenivåer?

Styrräntan är tänkt att tvinga bankerna att lägga sina räntor inom den räntekorridor som uppstår mellan Riksbankens in- och utlåningsränta. Ändringar av styrräntan innebär dock inga markanta kostnadsförändringar som direkt tvingar bankerna att ändra sina räntor. Riksbanken kan bara indirekt påverka genom att erbjuda bankerna spar- och lånemöjligheter till andra räntor än de som råder på övriga penning- och kapitalmarknader och på så vis påverka konkurrensen. Lägre ränta på penning- och kapitalmarknader är dock inte alltid tillräckligt för att få bankerna att sänka räntan gentemot kunderna. I juli 2007 låg bankernas bolåneränta 0,83 procentenheter över styrräntan. Tio år senare, i juli 2017, låg bolåneräntan 2,15 procentenheter över styrräntan.

Vissa forskare går så långt att de hävdar att centralbankens räntekorridor inte fungerar överhuvudtaget.²³ De menar att kausaliteten är den omvända: centralbankens ränta speglar den globala och nationella utvecklingen och kan inte på något sätt "styra". Räntenivån bestäms istället primärt av kvantiteten pengar på globala marknader.²⁴

Sedan finanskrisen 2008 har bankerna skapat gigantiska mängder pengar som cirkulerar på kapitalmarknaderna och letar efter lönsamma projekt att investeras i. När mer pengar finns att låna ut än det finns efterfrågan på lån pressas räntenivåerna nedåt. Genom att under lång tid skapa pengar i snabbare takt än BNP växer har det byggts upp ett stort likviditetsöverskott som lagt grunden för en andrahandsmarknad för affärsbankspengar där dessa lånas ut till mycket låg ränta. Detta har pressat både bankerna och centralbankerna att sänka sina räntor för att inte gå med förlust.²⁵

Även om det givet ovanstående resonemang inte finns någon stark marknadsmekanism som tvingar bankerna att följa efter styrräntan väljer många banker ändå att rutinmässigt följa styrräntan. Styrräntan bygger på en helhetsbedömning av en rimlig räntenivå utifrån det globala och nationella läget samt experters bedömning av hur det kommer gå i ekonomin framöver. Därför är den

lämplig att använda som riktlinje. Med ändringar av styrräntan kan centralbanken signalera pessimism eller optimism inför framtiden vilket kan smitta av sig på bankerna.

(ii) Påverkar styrräntan via räntekanalerna?

Räntekanalerna innebär att med lägre ränta får hushåll och företag lägre räntekostnader för sina lån, de blir rikare och förväntas konsumera och investera mera. Det förväntas alltså dels ett negativt kausalt samband mellan styrräntan och privata förmögenheter, dels ett positivt kausalt samband mellan ökning av förmögenheter och efterfrågan på KPI-varor och tjänster.

Fungerar räntekanalerna? När räntan sänks ökar förmögenheterna, men hushållen blir i regel inte mer konsumtionsbenägna på grund av detta och företagen investerar inte alltid mer.²⁶ Det beror på att de som blir rikare främst är redan rikare hushåll och företag som redan har råd att köpa vad de vill ha. Studier visar att rika inte konsumerar mer om de blir ännu rikare. Istället sparar de ännu mer eller köper fler tillgångar så att resultatet knappast blir någon ökad efterfrågan, ökade investeringar eller ökad inflation.²⁷ Hade låginkomsttagare istället fått mer pengar så skulle sannolikt efterfrågan på KPI-varor/tjänster ha stärkts. Ju mer pengar som når låginkomsttagare med behov som de inte har råd att uppfylla, desto större effekt på efterfrågan och inflationen.

(iii) Påverkar styrräntan via kreditkanalen?

Kreditkanalen innebär att lägre ränta via olika mekanismer förväntas öka bankernas utlåning till företag och hushåll. Förväntningen är alltså ett negativt kausalt samband mellan styrräntan och utlåningen, samt ett positivt kausalt samband mellan ökad utlåning och ökad efterfrågan på KPI-varor och tjänster.

Fungerar kreditkanalen? Sambandet mellan styrräntan och utlåningen är väldigt svagt och under perioder det omvända mot det förväntade.²⁸ Det blir inte heller inflation bara för att utlåningen och penningmängden ökar som vi sett i Figur 1. Att det inte blev mer inflation beror på att Riksbanken inte har något inflytande över vem som ska få del av nyskapade pengar och hur de ska användas. Det bestämmer bankerna. Bankerna lånar ut anmärkningsvärt lite till konsumtion och

Efter finanskrisen 2008 har varken finanspolitiken eller näringslivet hjälpt till att få fart på efterfrågan, minska arbetslösheten och få upp inflationen

investeringar. De lånar primärt ut till köp av redan existerande tillgångar som fastigheter, värdepapper och företag. Tillgångarna kommer då byta ägare till allt högre priser utan att något produktivt arbete blir utträttat. Då blir det ingen inflation i KPI av att utlåningen ökar utan primärt inflation i tillgångspriserna.²⁹

(iv) Påverkar styrräntan via valutakanalen?

Valutakanalen innebär att när räntan höjs vill fler spara i svenska kronor med följd att efterfrågan på svenska kronan stärks. Sänks räntan flödar kapital istället till utlandet och kronan försvagas. En försvagad krona gör att priset på varor från utlandet stiger så det blir inflation. En starkare krona gör det billigare att importera varor från utlandet, priserna sjunker, och det blir lägre inflation.

Fungerar valutakanalen? Ja, senaste åren har sambandet mellan styrräntan och växelkursen varit starkt.³⁰ Riksbankens penningpolitik har kraftigt urholkat kronans värde vilket skulle kunna vara en möjlig förklaring till att inflationen sakta börjat ta fart. Att försvaga kronan så kraftigt kan dock vara förknippat med stora risker och är inte ett lämpligt medel för att få fart på inflationen.³¹

Hur påverkar QE bankernas utlåning och inflationen?

Efter finanskrisen 2008 har varken finanspolitiken eller näringslivet hjälpt till att få fart på efterfrågan, minska arbetslösheten och få upp inflationen. Det har tvingat centralbanker i många länder att stimulera ekonomin och inflationen genom att ta till drastiska åtgärder som QE.

Centralbanken skapar nya centralbankspengar genom köp av obligationer och värdepapper vilket förväntas driva ner räntenivåerna, höja tillgångspriserna och öka bankernas benägenhet att låna ut.³² QE har dock kritiserats för att vara mycket ineffektivt och främst leda till höjda priser på fastigheter och värdepapper istället för inflation i konsumentpriser.³³ Centralbanker som börjat köpa företagsobligationer har också kritiserats för att bidra till utsläpp av växthusgaser. 62 procent av Europeiska centralbankens QE till företag på totalt 160 miljarder euro gick till storföretag som ensamma står för 58,5 procent av Europas samlade utsläpp.³⁴

Riksbanken har mellan 2015 och 2018 utvidgat balansräkningen med cirka 370 miljarder och för pengarna köpt cirka 40 procent av alla svenska statsobligationer. Även om åtgärderna varit ganska ineffektiva och det finns många andra faktorer³⁵ som kan förklara att inflationen börjat ta fart har de extrema åtgärderna ändå bidragit till att pressa ner ränteläget under den globala nivån och gasa på ekonomin mitt under en högkonjunktur. Det innebär att tillgångspriserna och risken för bubblor på bostadsmarknaden och börsen har ökat ytterligare.

Genom att styra mot inflationsmålet riskerar Riksbanken därmed ironiskt nog att missa sitt andra mål om finansiell stabilitet. Riksbanken har i denna mållkonflikt valt inflationsmålet och argumenterat för att Finansinspektionen ska hantera de finansiella riskerna. För att motverka riskerna försöker Finansinspektionen bromsa expansionen genom bolånetak, amorteringskrav och begränsning av maximal lånekvot. Men så länge Riksbanken fortsätter att stimulera utlåningen med minusränta och QE blir det svårt för sådana åtgärder att ha tillräcklig effekt.³⁶ Om Finansinspektionen skulle lyckas bromsa utlåningen kan Riksbanken få ännu svårare att nå sitt inflationsmål, vilket skulle tvinga dem till en ännu mer expansiv penningpolitik.³⁷

3. Konsekvenser av att låta privata banker skapa pengar

Vi drogs in i denna röra på grund av överskottsproduktion av privat kredit och pengar: vi borde vara oroade om vår enda utväg innebär ännu mer överskottsproduktion av privata kreditpengar i framtiden.

Lord Adair Turner, tidigare ordförande vid brittiska finansinspektionen.

att upprätthålla de höga priserna, (ii) finansiella övervärden i aktier och företag, (iii) lägre andel produktiva investeringar, (iv) orättvisa spelregler på marknaden där staten måste ge bankerna förmåner och subventioner, (v) växande ekonomisk ojämlikhet, (vi) ohållbara skuldnivåer, vilket sammantaget leder till (vii) finanskriser.

I detta kapitel granskas sju problematiska konsekvenser av att låta privata banker skapa svenska kronor i samband med lån och skuldsättning. Bankernas privilegium leder till (i) skenande priser på bostäder och minskad nybyggnation för

3.1 Skenande priser på bostäder

Att privata banker kan skapa i stort sett hur mycket pengar som helst för utlåning under högkonjunkturer leder till skenande priser på bostadsmarknaden.

Bolånen är bankernas stora vinstmaskin

För stora och säkra kunder som finansbolag, byggbolag och kommuner har låneräntorna gått ner i takt med styrräntan och de kan nu låna till minusränta. Men på bolånemarknaden har storbankerna bildat ett slags oligopol där konkurrensen inte fungerar. Bolåneräntorna har knappt följt med styrräntan neråt alls. Resultatet blir en orimligt hög vinst på bolån till bankerna.

Bankerna har kontinuerligt ökat sina bruttovinstmarginaler (utlåningsränta minus finansieringskostnader) från cirka 0,2 procent 2008 till cirka 1,7 procent 2017 (se Figur 3).

För att utfärda ett bostadslån behöver banken inte göra mer arbete än att kontrollera att kunden har ett fast jobb och ett hus eller en lägenhet som säkerhet. Sedan är det bara att skapa pengar med en tangentryckning, därefter tickar räntan in. Under 2015

FIGUR 3

Bankernas räntemarginal på bolånen 2002–2017.³⁸



Källa: Finansinspektionen. Räntemarginalen är ränteintäkter minus finansieringskostnader.

kammade storbankerna totalt hem 35 miljarder från bostadslån via sina dotterbolag som sysslar med bostadslån i Sverige. Swedbank Hypotek hade en avkastning på eget kapital på 19 procent, Stadshypotek på 24 procent och Nordea Hypotek 26 procent enligt

respektive företags årsredovisning. Att bankerna gör en avkastning på 19–26 procent på eget kapital på bolåneverksamheten är inte rimligt med tanke på den extremt låga risken och arbetsinsatsen som krävs för att utfärda och förvalta ett bolån.

Ofta hör man att de stigande bostadspriserna beror på det begränsade utbudet: det byggs för lite. Men det är inte hela sanningen. Forskning visar att kausaliteten inte är att prisuppgången på bostäder skapar en ökad låneefterfrågan.³⁹ Det är snarare så att bankernas vilja att låna ut mer för att tjäna mer pengar skapar en tillgång till billiga och lättåtkomliga krediter vilket ger kunderna större köpkraft så att säljarna kan öka priserna.

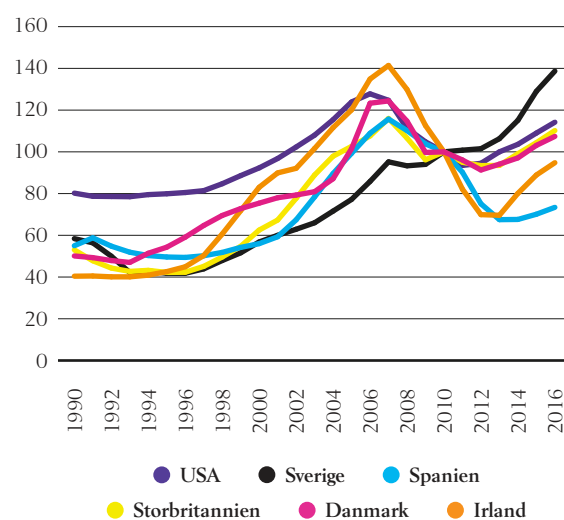
Bankerna har i dag ett egenintresse av att blåsa upp en så stor bostadsbubbla som möjligt och pressa upp priserna maximalt. Ju mer pengar de lyckas låna ut, desto mer ränteintäkter får de. När en bostadsbubbla sedan spricker får hushåll, företag och samhällsekonomin betala priset. Stora mängder kapital går upp i rök. Lånen går däremot inte upp i rök. Många kommer ha kvar stora lån till bankerna på värden långt över bostädernas marknadsvärde. Så länge inga låntagare går i konkurs är den enda negativa konsekvensen för bankerna att de inte kan fortsätta låna ut i allt högre takt. I övrigt har en spräckt bubbla inga större negativa konsekvenser för bankerna. Det är bara värdet på husen som faller, inte bankernas lånekontrakt. Bubblor är en vinstmaskin för bankerna.

Har vi en bostadsbubbla?

I Sverige har bostadspriserna totalt stigit med 190 procent sedan 2005, samtidigt som BNP bara ökat 50 procent. Mellan 1995 och 2015 ökade priset på en villa i genomsnitt med 457 procent. Samtidigt har hushållens löneinkomster inte på långa vägar hållit samma tempo. IMF konstaterar i en rapport

hösten 2016 att ökningen av priset på bostäder i Sverige är den tredje största i världen i förhållande till löneutvecklingen. Prisökningen på bostäder har varit särskilt snabb i storstäderna. Enligt en rapport från HSB har bopriserna i storstäderna justerat för inflation ökat 600–750 procent de senaste 20 åren fram till 2014.⁴⁰ Utvecklingen drivs främst av prisökningen på bostadsrätter. Enligt storbanken UBS "Global Real Estate Bubble Index" ligger Stockholm i världstopp för risk för bubbla på bostadsmarknaden.⁴¹ Bara London och Vancouver ligger sämre till. Riksbanken med Stefan Ingves i spetsen har länge varnat för en bostadsbubbla. IMF och OECD har i rapport

FIGUR 4
Bostadsprisutveckling 1990–2016,
internationell jämförelse.



Källa: OECD.

När bankerna bestämmer byggs det för lite

För att byggföretagen ska få lån kräver bankerna ofta att de först har sålt merparten av de ännu inte påbörjade lägenheterna. Veidekkes bank kräver exempelvis att minst hälften av bostäderna ska vara sålda för att lån till bygget ska beviljas.⁴² Först när så många lägenheter är sålda att markpris, byggkostnader, räntekostnader för lån och vinst åt både markägare, byggföretag och

bank är tillräckligt täckta beviljar bankerna lånet och byggandet kan starta. Samtidigt som markägare, byggföretag och banker säkrar sin vinst genom detta upplägg står bostadsköparen för hela risken att den bokade lägenhetens värde har minskat vid inflyttning ett par år efter köpet. På så vis begränsas nybyggnationen till en takt som gör det möjligt att upprätthålla de höga

priserna. Markägare och långivare styr alltså hur mycket bostäder som byggs för att maximera sina vinster. Incitamenten vid högkonjunktur driver på mot dyra och alltför stora bostäder, och i lågkonjunktur blir det inga bostäder byggda alls. Det innebär att det reella behovet av mer kostnadseffektiva och framförallt mindre bostäder uppfylls alldeles för dåligt.

efter rapport varnat Sverige för en överhettad bostadsmarknad. Länder som liknar Sverige har redan spräckt sina bostadsbubblor.

I andra länder föll priserna i samband med finanskrisen 2008 (se Figur 4). Priserna på svensk bostadsmarknad har dock bara fortsatt att öka. En anledning till att priserna inte föll mer i Sverige var att Alliansen hade tagit bort fastighetsskatten. Värdet på svenska bostäder steg avsevärt över en natt och bostadspriserna kunde vara stabila under finanskrisen för att sedan fortsätta öka. Denna explosiva prisökning kan omöjligen hålla i sig på lång sikt. Vid nästa finanskris finns risk för en betydligt större minskning av bostadspriserna än den som skedde i Danmark och andra länder 2008.

3.2 Skenande priser på aktier och företag

Värdet på svenska börsen (OMX30) har ökat i genomsnitt 13 procent årligen mellan 1990 och 2014. Dessa enorma värdeökningar kan inte förklaras uttömmande av att företagen reellt skulle gått så mycket bättre. Den genomsnittliga BNP-tillväxten under samma period var bara 2 procent. En väsentlig del av värdeökningen beror på den låga räntan som blivit resultatet av den stora mängd pengar bankerna kunnat skapa, bland annat tack vare Riksbankens expansiva penningpolitik.

När räntorna sjunker får hushåll med stora lån lägre räntekostnader samtidigt som värdet på deras tillgångar, det vill säga hushållens förmögenheter, ökar. Hushållen har dock, som konstaterat i avsnitt 2.7, inte valt att konsumera mera de senaste åren när förmögenheterna ökat utan har istället sparat en större andel av sina inkomster. När räntorna är låga blir avkastningen dock låg för säkra sparformer med konsekvensen att hushållen i större utsträckning har börjat placera sina pengar mer riskfyllt för att få högre avkastning. Med låg ränta lönar det sig dessutom i större utsträckning att investera lånade pengar direkt på börsen. Resultatet blir att priserna på aktier drivs upp samtidigt som risknivån stiger.

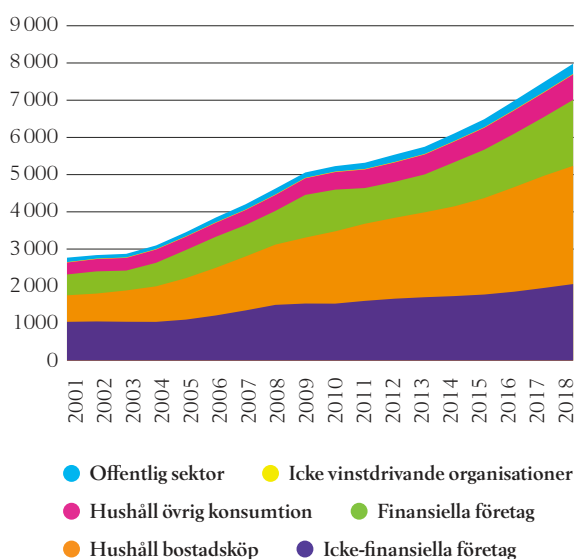
När räntorna sjunker lönar det sig också allt mer för företagen att låna för att köpa upp andra företag. Så länge avkastningen från köpet överstiger räntekostnaderna för lånet ökar företagets totala vinst. Eftersom företagets vinst i absoluta tal ökat utan att det egna kapitalet och antalet ägare vuxit kan företaget dela ut högre vinst till

ägarna. Samtidigt kan företaget och de anställda missgynnas eftersom de måste bära allt större lånekostnader. Ju lägre ränta, desto fler företag kommer att vilja använda denna strategi och köpa upp andra företag för att öka avkastningen till ägarna. När efterfrågan på företag växer drivs företagspriserna upp. När ett företag säljs och värderas högre än sina nettotillgångar bokförs det överstigande värdet som "goodwill" i det köpande företagets balansräkning. Goodwill kan sägas motsvara ägarnas förväntningar om framtida vinst. Företaget kan sedan, med denna goodwill som säkerhet, låna ännu mer pengar för att expandera och köpa upp ännu fler företag. Denna karusell av lån och uppköp för att ge allt färre ägare allt större vinst per investerad krona gör att värdet på företagen och deras aktier drivs upp utan att företagets reella verksamheter egentligen förändras. Dessutom ökar risknivåerna genom denna hävstångsstrategi: när det går bra blir vinsterna större, men när det går dåligt blir förlusterna större. Om räntekostnaderna ökar eller företagets vinst minskar räcker inte det egna kapitalet långt och risken för konkurs ökar. För att säkra pengarna är det därför en bra strategi att inte äga företag för länge utan sälja och i reda pengar få ut det finansiella övertäcket som byggts upp.

3.3 Mindre produktivt företagande

När bankerna i dag skapar svenska kronor går de inte i huvudsak till produktivt företagande. Mellan 2001 och 2018 har den totala utlåningen tredubblats. Andelen som gått till icke-finansiella företag har minskat kontinuerligt från 38 procent till 26 procent under perioden. Av den ökade lånevolymen är det totalt bara 13 procent som gått till icke-finansiella företag. Resterande 87 procent av låneexpansionen har i huvudsak gått till bostadsköp samt finansiella företag (se Figur 5). Och av de 13 procent som gått till icke-finansiella företag används som nämnts en del till improduktiv expansion genom uppköp.

Lån till köp av tillgångar kan ha trängt ut lån till mer produktiva ändamål.⁴³ En entreprenör med stora fastighetslån får sämre kreditbetyg och betalar därmed högre ränta för att ta ytterligare lån till produktiva ändamål än en entreprenören som inte haft några fastighetslån alls. Med generell

FIGUR 5**Bankernas utlåning till olika sektorer
2001–2018.⁴⁴**

Källa: SCB. Observera att i bankernas utlåning till offentlig sektor är bara direkt utlåning till kommuner, landsting, Riksgäldskontoret och statlig förvaltning inräknade, köp av statsobligationer och andra obligationer ingår ej.

höga skuldnivåer kan företag ha så låg kreditvärdighet att de får svårt att låna till produktiva investeringar även om det är uppenbart för alla parter att investeringen sannolikt kommer betala sig många gånger om. Ekonomin kan då fastna i ett läge av underinvesteringar.

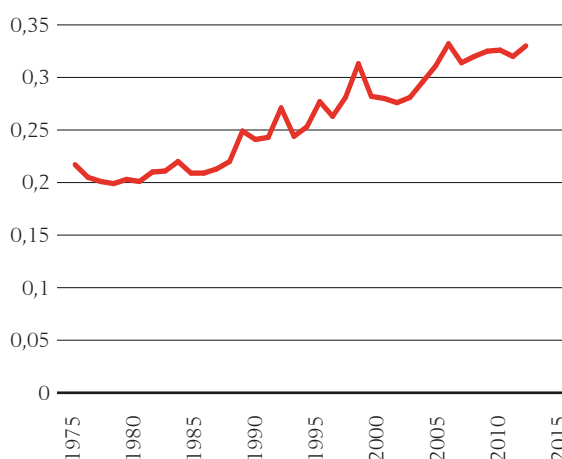
Företagen uppger i Riksbankens företagsintervjuer att bankerna blivit mindre villiga att låna ut till investeringar sedan finanskrisen 2008. Bankerna har efter krisen prioriterat lån till bostäder och tillgångsköp som är säkrare på kort sikt, men leder till en stor bubbla på lång sikt, istället för lån till produktiva investeringar som är osäkra på kort sikt, men skapar nya robusta värden på lång sikt. Det innebär att företagen i allt större utsträckning tvingats finansiera sig själva. 1996 var 75 procent av företagens lånefinansiering banklån. Men sedan dess har andelen minskat: 2017 var den bara 42 procent. Resten var koncernlån och räntebärande värdepapper företagen gav ut själva enligt SCB. Framförallt mindre företag drabbas då som inte kan finansiera sina investeringar själva och som inte är lika säkra och därmed kreditvärda som stora företag. Forskning visar att samma utveckling skett i alla rikare länder. Företag finansierar sig numera i allt högre utsträckning själva och undviker banklån.⁴⁵

3.4 Ökad ekonomisk ojämlikhet

Sedan kreditavregleringen 1985 gjorde det möjligt för bankerna att skapa pengar i ett ännu högre tempo än tidigare har den privata nettoförmögenheten i Sverige (hushåll och företags tillgångar minus skulder) mer än femdubblats från 3 000 miljarder till 16 000 miljarder kronor på 30 år. Ökningen av de privata förmögenheterna har dock inte kommit alla till del. Den rikaste tiondelen ökade sin andel av den totala förmögenheten från 54 procent till 77,8 procent mellan 1975 och 2017.⁴⁶ Denna utveckling har dessutom accelererat under de senaste åren.⁴⁷

Ojämlikheten i förmögenhetsfördelningen kan erhållas genom beräkningar av den så kallade gini-koefficienten. Ett värde på 1 innebär att en person äger alla tillgångar, ett värde på 0 att alla äger precis lika mycket. Tyvärr finns inga längre sammanhållna serier av gini-koefficienter för förmögenhetsfördelningen. Men 1985 var gini-koefficienten för nettoförmögenheten enligt SCB 0,81. Den ökade sedan till 0,86 under 1997. Efter 2012 uppskattas den ligga mellan 0,9 och 1.⁴⁸ Det innebär att Sverige går mot en utveckling där ett litet fåtal äger allt mer.

Sedan kreditavregleringen har inte bara ojämlikheten i ägande av tillgångar ökat. Även ojämlikheten i hushållens disponibla inkomster har ökat. För att mäta ojämlikheten i disponibla inkomster kan också en gini-koefficient beräknas.

FIGUR 6**Gini-koefficienten för disponibel inkomst
i Sverige 1975–2013.**

Källa: SCB.

För gini över disponibla inkomster finns en sammanhållen serie sedan 1975 (se Figur 6). Av alla länder i OECD sker ökningen av ojämlikhet i disponibla inkomster snabbast i Sverige sedan 1985.⁴⁹ Det är främst de allra rikaste som dragit ifrån mycket. Den rikaste procentens inkomster låg i absoluta tal tämligen stilla mellan 1940 och 1980. Men efter 1985 tog en dramatisk ökning fart: från en genomsnittlig månadsinkomst på 50 000 kronor till den ofantliga summan 225 000 kronor i månaden 2007. Vad förklarar då ökningen av ojämlikhet i förmögenheter och disponibla inkomster?

Ojämlikheten i ägande av tillgångar ökar när bankerna skapar pengar

Det är främst de redan rika som äger företag, värdepapper och fastigheter. När priset på dessa tillgångar ökar är det därför främst rika som blir ännu rikare.

Vad förklarar då tillgångsprisökningarna? Vanliga förklaringar är reella värdeökningar⁵⁰ samt ändrade skattesatser⁵¹. De enorma tillgångsprisökningar som ägt rum sedan 1985 kan dock rimligen inte förklaras till fullo av dessa faktorer.⁵² Det finns goda skäl att tro att en väsentlig del av prisökningen istället beror på att bankerna tillåts skapa mer pengar för köp av tillgångar än

vad utbudet av tillgångar hinner växa.⁵³ Att detta skett senaste decennierna stöds av forskning⁵⁴, men också av det faktum att cirka 87 procent av den ökade lånevolymen gick till finans- och fastighetsmarknaden (se ovan). Ytterligare bevis är att när penningmängden ökar snabbare än bruttonationalinkomsten (BNI) ökar också tillgångsvärdena snabbare än BNI; korrelationen mellan M3/BNI och tillgångsvärdena/BNI är stark, 0,91. Tillväxttakten av penningmängden korrelerar också starkt med tillväxttakten av tillgångsvärdena (se Figur 7).

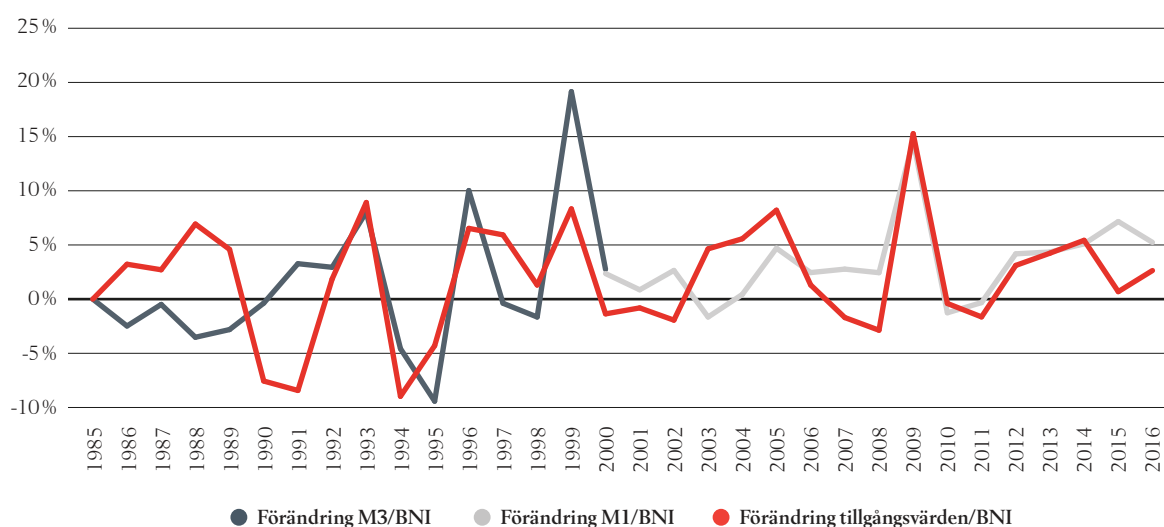
Ojämlikheten i disponibel inkomst ökar när bankerna skapar pengar

Det råder en tydlig korrelation mellan ojämlikhet i disponibla inkomster och att privata banker skapar pengar (se Figur 8).

Forskning visar att från 1980 fram till i dag beror ökad ojämlikhet i disponibla inkomster primärt på ökad ojämlikhet i kapitalinkomster.⁵⁵ Över 85 procent av de 343 miljarderna i kapitalinkomster för 2015 gick till den rikaste tiondelen av hushållen. Det motsvarar en genomsnittlig kapitalinkomst på 35 000 i månaden, vilket utgör 45 procent av deras disponibla inkomster.⁵⁶

Kapitalinkomster definieras som summan av avkastning i form av aktieutdelning, ränteintäkter

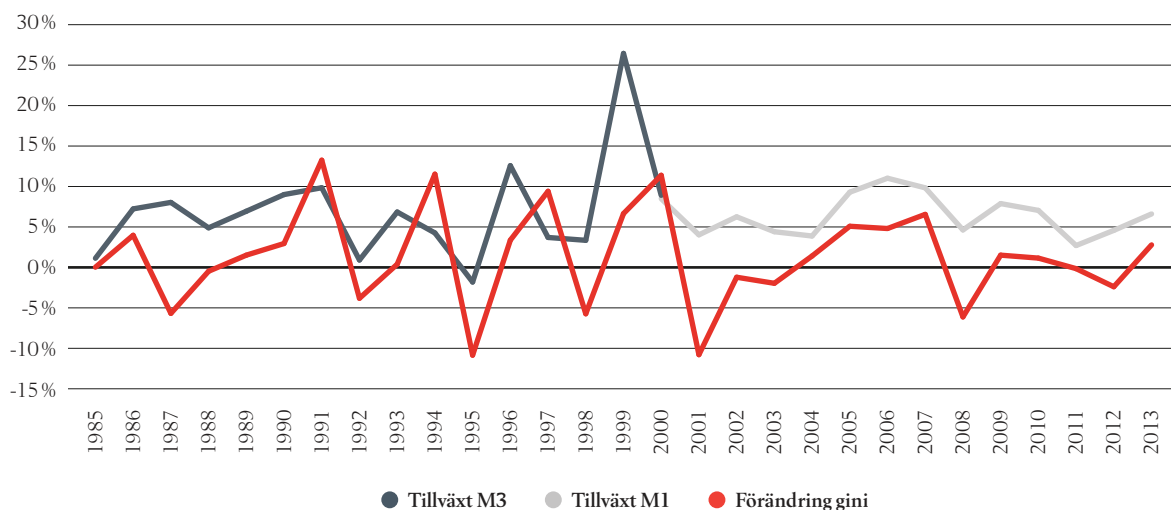
FIGUR 7
Förändring av penningmängden/BNI och förändring av tillgångsvärdena/BNI 1985–2016.⁵⁷



Källa: SCB och Waldenström (2016; 2017).

FIGUR 8

Förändring av penningmängden och förändring av gini för disponibla inkomster 1985–2013.⁵⁸



Källa: SCB.

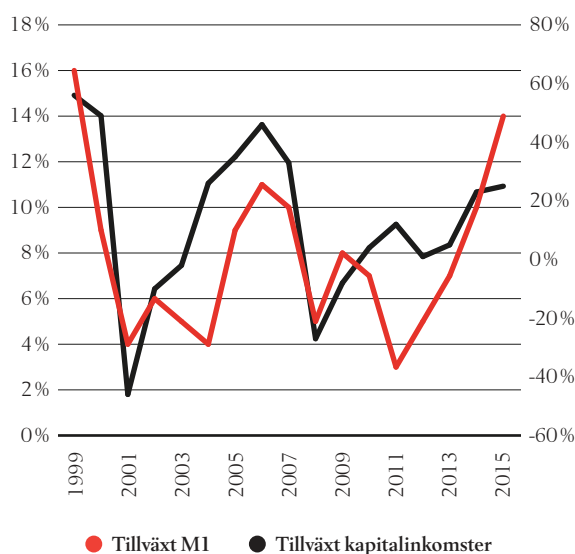
och realisationsvinst vid försäljning av tillgångar och ökar därför när tillgångspriserna ökar. Samma förklaringar som givits till varför tillgångspriserna ökar gäller därmed för varför kapitalinkomsterna ökar. Förklaringen ligger också i linje med observationen att förändringen av M3 ligger tidsmässigt lite före förändringen av gini i Figur 8. Bara för att pengar skapas och tillgångsvärden ökar blir det inte omedelbart ökade kapitalinkomster. Det är först när aktierna ger avkastning, bostadspriserna trissas upp och bostäder säljs eller när aktiepriserna trissas upp och aktierna säljs som ojämlikheten i inkomster ökar.⁵⁹ Men en sådan tidsförskjutning föreligger inte alltid. Tillgångsvärdena och kapitalinkomsterna och inkomstspredningen kan börja öka på egen hand på grund av andra faktorer utan att penningmängden först växer. Men för att tillgångspriserna och kapitalinkomsterna ska kunna fortsätta växa krävs att bankerna hakar på och förstärker utvecklingen genom att skapa nya pengar. Att kapitalinkomsterna ökar när bankerna skapar pengar kan också ses tydligt i Figur 9.

Ett konkret exempel på hur ökade tillgångs- priser kan ge kapitalinkomster är bostadsrätter i Stockholms innerstad. Priserna har gått från 4,3 miljoner kronor för 80 m² i december 2011 till 7,3 miljoner september 2016. När lägenheten säljs gör säljaren en realisationsvinst på 3 miljoner. Bortser vi från räntekostnaden och andra boendeutgifter

(vilka är ganska små i sammanhanget) motsvarar det 50 000 kronor i månaden bara för att äga en bostadsrätt i innerstan. Jämför det med att bo i en hyreslägenhet: istället för att bli 50 000 rikare i månaden måste hyresgästen betala flera tusen varje månad i hyra.

FIGUR 9

Kapitalinkomster och penningmängd 1999–2015.

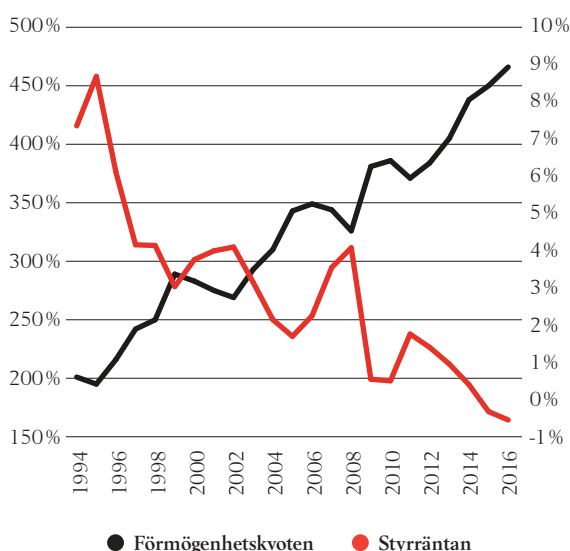


Källa: SCB.

Riksbankens penningpolitik har ökat ojämlikheten ännu mer

Riksbankens expansiva penningpolitik kan ha bidragit till att öka ojämlikheten. Sänkt styrränta och QE har pressat ner marknadsräntorna vilket dels minskat hushållens räntekostnader, dels möjliggjort ännu större lån vilket trissat upp tillgångspriserna. Korrelationen mellan sänkt styrränta och ökande förmögenheter (ökande nettoförmögenhet i relation till hushållens inkomster) är stark (-0,92) vilket kan ses i Figur 10.

FIGUR 10
Förmögenhetskvoten och styrräntan 1994–2016.



Källa: SCB och Waldenström (2016; 2017). Förmögenhetskvoten definieras som summan av de privata förmögenheterna dividerat med nationalinkomsten.

Observera dock att även om styrräntan säkert bidragit till att förmögenhetskvoten och den ekonomiska ojämlikheten ökat, är det inte säkert att detta samband är särskilt starkt. En alternativ förklaring till korrelationen som diskuteras i avsnitt 2.7 är att ränteläget först ändras på marknaden, sedan följer styrräntan efter. Styrräntan fungera i första hand som en indikator på hur förmögenhetskvoten utvecklas. Men det är räntenivåerna på de globala kapitalmarknaderna och inte styrräntan som primärt drivit ner räntenivåerna och ökat förmögenhetskvoten.

3.5 Orättvisa spelregler: förmåner och subventioner till bankerna

Banker fungerar inte som vanliga företag. De har fått en rad subventioner och garantier från staten. I detta avsnitt granskas bankernas privilegier noggrannare.

Privilegiet att tjäna pengar på att skapa pengar

När icke-banker som försäkringsbolag, fonder eller andra organisationer som inte beviljats bankotroj (tillstånd att skapa pengar) lånar ut pengar så måste de finansiera utlåningen fullt ut. De måste först låna in pengarna av någon annan eller spara ihop pengarna själva för att ha något att låna ut. Banker kan däremot finansiera sin utlåning genom att skapa pengar. Det ger orättvisa konkurrensfördelar för banker framför andra företag.

Anta att en icke-bank lyckas låna in pengar till 3 procent ränta och sedan lånar ut dessa till 5 procent. De gör då en vinst på mellanskillnaden 2 procent. En bank däremot skapar pengarna och behöver därför inte finansiera sin utlåning i stort sett mer än vad regelverken om kapitaltäckning kräver. En bank som lånar ut till 5 procent ränta går med närmast 5 procent i vinst. De 3 procent extra vinst banken gör i jämförelse med icke-banken i exemplet kan ses som bankens "kvasi-seigniorage", extra pengar som banken kan tjäna bara genom privilegiet att skapa pengar.

En grov uppskattning av bankernas extravinst från att skapa pengar i dag är cirka 1,5 procent av penningmängden 2 800 miljarder. Det är ett kvasi-seigniorage på cirka 42 miljarder. Det motsvarar cirka hälften av bankernas vinster och kan beskrivas som en årlig hyra vi betalar till bankerna för att det ska finnas pengar.⁶⁰

Privilegier nödvändiga för ett stabilt betalningsväsende

När privata banker skapar pengar måste staten vid en större finanskris som sista instans rädda de banker som riskerar att falla. Om staten inte gör detta finns en risk att hela betalssystemet låser sig och vi varken kan få ut våra pengar i sedlar eller betala med kort eller Swish. Därför har staten gett bankerna en rad garantier och subventioner. Bankernas subventioneras av medborgarna genom

(i) en implicit garanti från statens sida att rädda bankerna vid kris, (ii) en stabilitetsfond med bland annat statliga medel, (iii) en valutareserv i andra valutor och (iv) en explicit insättningsgaranti.

Implicit garanti. I takt med att privata banker kontrollerar en allt större del av penningmängden har Sveriges ekonomi blivit allt mer beroende av storbankerna för att fungera. Fallor bankerna faller hela betalningssystemet, därav uttrycket "too big to fail". På grund av detta har det blivit allt viktigare att ställa upp för och rädda storbankerna vid kriser. Statens implicita löfte att rädda storbankerna vid kris är enligt Finansinspektionen värt i genomsnitt 26 miljarder årligen (1998–2014) vilket motsvarar cirka hälften av bankernas årliga bruttovinster under perioden.⁶¹ I och med lagen om resolution har Riksgälden dock fått möjlighet att ta över banker och låta bankers långivare och aktieägare få betala vid konkurs. Regelverket är dock komplext och det återstår att se hur Riksgälden kommer tillämpa lagstiftningen. Inget annat land har hittills låtit sina storbanker falla trots liknande lagstiftning. När bankerna i Italien var i kris 2016–2017 valde den italienska regeringen att inte tillämpa den nya lagstiftningen utan istället rädda bankerna med statliga pengar genom flera stödpaket. Hur det blir i Sverige vid nästa kris återstår att se.

Stabilitetsfonden. Trots att staten på papperet i och med lagen om resolution lovat att inte längre rädda storbankerna och trots att bankernas avgift till stabilitetsfonden ersatts med en ny resolutionsavgift, finns det fortfarande kvar ett antal miljarder statliga pengar avsatta i stabilitetsfonden för att rädda bankerna vid nästa kris. När fonden grundades sköt staten till 15 miljarder. I fonden ligger därtill 19 miljarder från försäljning av aktier i Nordea och ett antal miljarder från de olika stödprogram som genomfördes i samband med finanskrisen 2008. Kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor tolkar sammantaget situationen som att svenska staten kommer vara fullt beredd att rädda bankerna även nästa gång.

Valutareserv. För att ha beredskap för problem med svenska bankers stora exponering i utländska valutor håller Riksbanken en valutareserv i utländska valutor värd cirka 460 miljarder kronor.⁶² För att uppnå detta har lån för cirka 240 miljarder tagits i dessa valutor. Dessa lån kostar ränta för staten och har ifrågasatts av riksdagspolitiker. Riksbanken motiverar lånen med att det kommer bli mycket dyrare att låna den utländska valuta som kommer krävas när krisen inträffat.

Icke-systemviktiga privilegier bankerna lyckats förhandla sig till

Utöver dessa systemviktiga subventioner har bankerna sådan makt i dagens samhälle att de lyckats förhandla sig till en rad andra subventioner och privilegier som gör att de kan expandera sin utlåning och sina vinster ännu mer.

Ränteavdraget. Som i stort sett det enda landet i västvärlden har Sverige en frikostig skatterabatt på bankernas tjänster i form av ränteavdrag på cirka 30 miljarder årligen, ett bidrag som den rikaste tiondelen av hushållen nyttjar 20 gånger mer av än den fattigaste tiondelen.⁶³ Ränteavdraget leder

till att kunderna kan ta större lån, varpå bankerna kan skapa mer pengar, öka sin utlåning och tjäna ännu mer.

Ingen momsplikt. Finansiella tjänster är helt momsbefriade vilket enligt en statlig utredning ökar branschens vinster med 18 miljarder om året.⁶⁴ Utredningen föreslår också en bankskatt som skulle återta 4–7 miljarder. I dagen system är det dock svårt att definiera vad som genererar ett mervärde i bankernas verksamhet som därför lämpligen bör beskattas.

Personligt ansvar trots säkerhet för lånet. I USA kan privatpersoner

som tagit lån med huset eller bilen som säkerhet låta banken ta över huset eller bilen och på så vis bli av med skulden. I Sverige följer skulden med hela livet och ökar med räntan. Människor som under en period inte kan betala sina räkningar till banken drabbas av extrema räntor och bötesavgifter. De kan bli "skuldslavar" åt en bank resten av livet och under sitt arbetsliv dra in mycket mer pengar åt banken än de ursprungligen lånade. Bankerna vet att ingen vill råka ut för en sådan skuldfälla. Därför är det mindre risk att låna ut pengar i Sverige.

Insättningsgarantin. När betalsystemet står och faller med bankerna är det också nödvändigt med en statlig insättningsgaranti för att stabilisera banksystemet. Utan insättningsgaranti kan rena rykten och misstankar om att en bank går dåligt leda till uttagsstormar. Banken hamnar då i en likviditetskris. För att förhindra detta krävs en insättningsgaranti. Bankerna kan då erbjuda säkrare tjänster till sina kunder än de har täckning för själva och sedan låta kunderna betala för detta bakvägen genom skatten. Dessutom blir kunderna mindre benägna att byta bank vilket snedvrider konkurrensen på bankmarknaden. Tanken är att bankerna själva ska finansiera insättningsgarantin genom en årlig avgift till insättningsgarantifonden. Fondens värde uppgick i december 2016 till 38 miljarder, men det motsvarar bara 2,3 procent av de garanterade insättningarna. Det är tveksamt om dessa pengar skulle räcka vid en större kris. Staten måste då täcka upp resterande belopp.⁶⁵

Konsekvensen av bankernas privilegier: högre risknivå och vinster

Tack vare alla privilegier, subventioner och garantier kan bankerna ta större risker och göra stora övervinster. I Sverige dominerar fyra stora banker: Swedbank, Nordea, Handelsbanken och SEB. Räntetotot, skillnaden mellan bankernas ränteintäkter och ränteutgifter, har ökat från 103 miljarder till nästan 120 miljarder 2017. Efter bankernas utgifter i form av främst löner återstod 105,6 miljarder, efter skatt 81,7 miljarder i vinst 2017. Av dessa delades nästan 69 miljarder ut till aktieägarna.

Enligt bankföreningens vd Hans Lindberg gör dock storbankerna inga övervinster.⁶⁶ Bankernas avkastning på eget kapital har legat ganska stabilt runt 12 procent senaste åren, inga övervinster jämfört med andra stora företag. Huruvida någonting bör klassificeras som övervinster beror dock på hur pengarna tjänas och vilka risker som tas. En helt riskfri och av medborgarna garanterad avkastning på 12 procent årligen av eget kapital kan inte jämföras med motsvarande avkastning för vanliga företag som i allmänhet tar stora. Sedan säger inte procentsiffran allt; bankernas stora balansräkningar i proportion till antal anställda gör att de kan kamma hem extremt stora belopp i absoluta tal även om den procentuella avkastningen inte är astronomisk.

3.6 Ohållbara skuldnivåer

När samtliga pengar skapas av privata banker krävs att företag, privatpersoner och staten skuldsätter sig och betalar ränta till privata banker för att penningmängden ska utökas och efterfrågan stimuleras.

Vad är riskerna med hög skuldsättning?

När penningmängden expanderas genom skuldsättning och växer mycket snabbare än BNP blir skuldsättningen till slut så hög i relation till inkomsterna att det blir mycket svårt för företag och hushåll att låna mera. Världens totala skulder uppgår i dag till historiska belopp: över 225 procent av världens totala BNP.⁶⁷ Ekonomin blir i och med detta mycket instabil och känslig för svängningar. Höjs räntan, blir det lågkonjunktur, går låntagare i konkurs och förlorar jobbet, eller spricker en bubbla på börserna eller bostadsmarknaden så kan många tvingas börja spara och amortera så penningmängden krymper och tillgångspriserna, tillväxten och inflationen faller. Då kan en ond spiral av skuldeflation inledas såsom skedde under 30-talet i USA.⁶⁸

Kortfattat innebär skuldeflation att lönerna och priserna faller, samtidigt som skulderna ligger kvar på samma höga nivå. Skulderna blir då relativt inkomsterna allt högre vilket gör att hushållen måste lägga en allt större andel av inkomsterna på räntebetalningar och amorteringar. Motivationen att spara och amortera istället för att konsumera eller investera ökar ytterligare när penningvärdet stärks. Ju längre tid någon håller i pengarna utan att konsumera eller investera, desto mer kan köpas för dem senare. När efterfrågan faller spås deflationen på.⁶⁹

Med hög skuldsättning finns risk för balansräkningsrecession.⁷⁰ När skulderna framstår som orimligt höga eller priset på tillgångar faller blir hushåll och företag motiverade att börja betala av sina skulder för att undvika ett läge där de har högre skulder än tillgångar. Även i ett läge där hushållen har sunda inkomster i relation till sina skulder kan de drastiskt skära ner på sin konsumtion och satsa på att bygga upp sina tillgångar om till exempel värdet på deras bostad faller kraftigt.⁷¹ Ifall pengar läggs på att amortera istället för att köpa tillgångar faller tillgångspriserna. Då blir det

ännu viktigare att betala av lånen för att få en sund balansräkning.

Ifall skuldbördan blir för tung riskerar de mest skuldsatta företagen och hushållen att gå i konkurs. Om skulderna inte kan betalas av måste bankerna skriva ner sina tillgångar. Då kan bankerna bli insolventa vilket kan utlösa oroligheter i hela finansvärlden. I och med globaliseringen av finansvärlden kan en sådan kris sprida sig till andra banker och ge svallvågor över hela världen. Arbetslösheten ökar, fler kan inte betala sina skulder och den onda cirkeln förstärks.

Hur höga skulder klarar ekonomin?

Så länge inkomsterna ökar och vi producerar mer behöver inte ökad skuldsättning vara farlig. Inledningsvis kan ökad skuldsättning ge en stimulans och leda till tillväxt förutsatt att låntagarna startar från låg skuldnivå.⁷² Den ökade tillväxten kommer i detta fall av att samhället använder outnyttjad potential. Men om skulderna ökar snabbare än inkomsterna blir skulderna förr eller senare så stora och kostsamma att investeringar, konsumtion och tillväxt hämmas.⁷³ Det kan till och med bli omöjligt att låna pengar till investeringar som alla parter är överens om skulle varit produktiva och gett god avkastning; gamla skulder blockerar möjligheten att låna mer.

Vid vilken nivå på skuldsättningen leder då ökad

skuld inte längre till ökad ekonomisk output (ökad BNP) utan börjar snarare hämma ekonomin? Det går inte att uttala sig exakta om detta. Det enda som går att vara säker på är att när skulderna under många år ökar snabbare än inkomsterna blir riskerna allt större för att en händelse ska utlösa en skuldskris.⁷⁴

Även om privat skuldsättning är det huvudsakliga problemet som, enligt ekonomisk forskning, ökar risken för skuldeflation och finanskriser, är inte heller offentlig skuldsättning alltid oproblematiskt. En för stor statsskuld leder till stora räntebetalningar till privata aktörer. Uppskattningsvis överförs mellan 5 procent och 25 procent av skatteintäkterna till finansindustrin i form av räntebetalningar i OECD-länderna.⁷⁵ En alldeles för stor statsskuld kan också minska ett lands kreditvärdighet och sänka trovärdigheten för ett lands valuta.

I Sverige låg statsskulden 2018 dock bara på cirka 26 procent av BNP vilket är mycket lågt i ett europeiskt perspektiv. För Sveriges del är problemet snarare att statsskulden är för låg. Svenska staten har ett stort utrymme att låna till att göra nödvändiga offentliga investeringar. Hade denna möjlighet utnyttjats hade antagligen tillväxten och inflationen blivit högre utan att Riksbanken hade behövt sänka räntan lika mycket och privatpersoner behövt skuldsätta sig i samma utsträckning. Hade staten investerat mer skulle den privata skuldsättningen troligen ha varit lägre och därmed risken för en allvarlig finanskris lägre.⁷⁶

Skenande privata skulder i Sverige

De svenska hushållens skuldsättning har ökat rekordsnabbt under de senaste 20 åren, från 90 procent av årlig disponibel inkomst 1996 till 180 procent av den disponibla inkomsten 2016. 590 000 hushåll hade 2015 en skuldkvot på över 300 procent och 190 000 hushåll ligger över 600 procent. Hushållens totala skulder låg på 3 800 miljarder i januari 2018. Den årliga tillväxttakten var 7,2 procent vilket är långt mer än den årliga inkomstökningen eller Sveriges årliga BNP-tillväxt. Denna

snabba ökning fortsätter trots amorteringskrav och bolånetak.

Tunga organisationer som IMF och OECD har flera år i rad varnat Sverige för hushållens skyhöga skuldsättning. Även Riksbankens chef Stefan Ingves har under lång tid varnat för det växande skuldberget. År 2014 uttalade sig Ingves om att det absoluta taket är nått vid en skuldkvot på 180 procent. Skulle den privata skuldsättningen bli högre når vi ett tillstånd av "skulddominans" där hela penningpolitiken och finanspolitiken måste

ställa om till att ensidigt fokusera på att minska skuldsättningen. Samma år såg det också ut som skuldkvoten nått taket och börjat stanna av. Den hade bara ökat med 5,1 procentenheter på 4 år. Men efter att Riksbanken inlett sin extremt expansiva penningpolitik ökade skuldkvoten mellan 2014 och 2017 med 17 procentenheter till hela 186 procent! Ingves tak är därmed redan nått. Och trots det fortsätter Riksbanken sin expansiva penningpolitik för att stimulera utlåningen ytterligare.

3.7 Finanskriser

Mainstreamteorier inom nationalekonomin blundar oftast för problemen med att låta privata banker skapa pengar. Etablerade ekonomer var därför överraskade av krisen 2008. De påstod att krisen inte gick att förutspå och att finansmarknaderna i stort sett fungerade perfekt kort före den största krisen sedan 1930-talet utbröt.

Efter finanskrisen 2008 publicerades journalister, ekonomer och politiker många analyser av vad krisen berodde på och vad som orsakar finanskriser generellt.

Enligt den första vägen av analyser berodde krisen på synliga faktorer som girighet, höga bankbonusar samt oansvarigt och riskfyllt

agerande. Nerskurna bonusar och lägre löner i finansindustrin föreslogs för att ge girigheten mindre utrymme.

Senare ifrågasattes kasinoverksamheten med derivathandel, off-shore financial centers (OFC:s) och off-balance-conduits. Felaktiga kreditvärderingar och risker som osynliggjorts kritiserades också. En rad lösningar föreslogs för att konvertera OTC-handeln (over-the-counter trade) till registrerad börshandel, stänga ner offshorebolag, förbjuda riskabla strukturerade produkter och naken blankning, samt hårdare krav för kreditbetyg och krav på mer transparens.

Andra lösningar som föreslogs var ökade kapitaltäckningskrav för bankerna och höjda

Hur stor del av skuldsättningen beror på att bankerna tillåts skapa pengar?

Som framgår av Figur 11 råder det en tydlig korrelation mellan tillväxttakten i penningmängden och tillväxttakten i den sammanlagda offentliga och privata skulden till svenska monetära finansinstitut.

Men hela Sveriges skuld på 8 140 miljarder (augusti 2018) till svenska finansinstitut har inte uppstått i samband med att banker skapat pengar.⁷⁷ Det finns andra sätt att

öka skuldsättningen. För det första kan affärsbankspengar fortsätta att cirkulera och lånas ut igen på en andrahandsmarknad efter att bankerna skapat dem. Många finansinstitut är inte banker. De skapar inte pengar utan sysslar med in- och utlåning av redan existerande affärsbankspengar.

För det andra kan skulder uppstå till följd av transaktioner som inte involverar just affärsbankspengar.

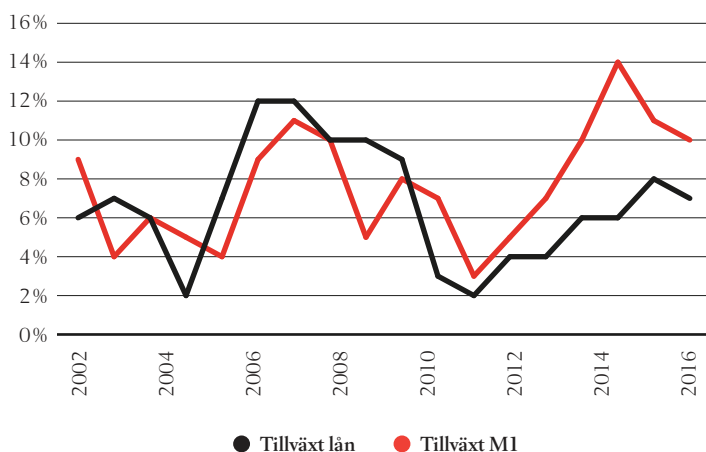
Exempelvis kan värdepapper och andra tillgångar lånas ut vilket innebär att en skuld uppstår.

För det tredje flödar en hel del pengar tillbaka till bankerna igen i form av räntebetalningar utan att skuldsättningen minskar; alla affärsbankspengar som skapats i samband med lån finns alltså inte kvar ute i cirkulation även om skulden som uppstod när pengarna skapades finns kvar.

Hur stor del av skuldsättningen beror då på att banker skapar pengar? Det är svårt att uppskatta eftersom det kräver jämförelse med ett alternativt penningssystem. Men en mycket försiktig uppskattning som inte tar hänsyn till positiva dynamiska effekter i ett alternativt system är att eftersom dagens penningmängd M1 på 2 820 miljarder (augusti 2018) motsvarar 35 procent av den totala utlåningen, skulle den totala skuldsättningen varit åtminstone 35 procent lägre om Riksbanken skapat alla pengar. Några av de simuleringar av effekterna av en penningreform, som gjorts av bland annat forskare från IMF, visar dock på dramatiskt lägre skuldnivåer än så.⁷⁸

FIGUR 11

Tillväxt av penningmängden och tillväxt av total inhemsk lånevolym 2000–2017.



Källa: SCB.

likviditetskrav. I dag ligger kraven på 3–12 procent i Europa (beroende på hur man räknar). Men under 1800-talet var kapitaltäckningskraven 40–50 procent i Amerika, och 30 procent i Europa. Det förhindrade inte finanskriser då. Man kan fråga sig varför lösningar som aldrig fungerat tidigare i historien skulle fungera i dag.

Att försöka reglera banksektorn är inte heller lätt. Resultatet har blivit en enorm och kostsam byråkrati med komplexa regelverk på tusentals sidor (Basel I, II och III). Kostnaden för att implementera Basel III fullt kan ha varit cirka 70 000 heltidstjänster med byråkrater i EU.⁷⁹ Enligt en annan beräkning kan kostnaden varit mellan 40 och 120 miljoner euro för varje bank.⁸⁰ Vilka de exakta kostnaderna sedan blev är oklart, men helt klart rör det sig om en gigantisk byråkrati. Bankerna lyckas ständigt hitta nya kryphål och därför är Basel IV redan på gång.

En annan förklaring till krisen var att krisen orsakades av att vissa banker var för stora för att kunna tillåtas falla. Om storleken på bankerna i sig är problemet skulle en lösning vara att stycka upp dem för att öka konkurrensen. Det vore visserligen en rimlig åtgärd, men det löser inte grundproblemet. *Hela* banksektorns storlek och ställning – inte enskilda bankers storlek – är problemet.

Vissa ekonomer har slutligen börjat identifiera skuld- och kreditbubblor som orsak både till finanskrisen 2008 och till finanskriser generellt, vilket är ett stort framsteg. Få har dock frågat sig varifrån alla pengar kommer som krävs för att radikalt öka skuldsättningen och blåsa upp bubblorna. Därför har bara åtgärder som amorteringskrav och lånetak framkommit som seriösa alternativ i samhällsdebatten för att minska den privata skuldsättningen. Dessa åtgärder är bra, men de löser som sagt inte grundproblemet.

Den monetära grundorsaken till finanskriser

Som Adair Turner, tidigare chef för Storbritanniens finansinspektion, konstaterat var "finanskrisen 2007/08 ett resultat av att vi misslyckades begränsa det privata finanssystemets skapande av privat kredit och pengar".⁸¹

I goda tider vill banker låna ut mer samtidigt som det finns många som vill låna. Detta innebär att mer pengar skapas som ytterligare driver på

konjunkturen. Det saknas ett inbyggt ankare som sätter stopp och förankrar expansionen av penningmängden i realekonomin. Det är alltid rationellt för varje enskild aktör att fortsätta lånekarusellen och expandera penningmängden så länge alla andra gör det. Resultatet blir att alla fortsätter lägga på mer ved i brasan och pumpar upp värdet på tillgångar ända tills finanssystemet kollapsar.

I dåliga tider vill få låna samtidigt som bankerna tvekar att låna ut eftersom riskerna är större. Bankerna gasar alltså i goda tider och bromsar i dåliga tider vilket skapar instabilitet och förstärker konjunktursvängningar med fullskaliga finanskriser som följd.

Denna förklaring står inte i motsättning till modeller som fäster vikt vid derivathandel, inkomstfördelningen, bostadsmarknaden med mera för att förklara ekonomiska kriser. För att förstå finanskriser måste vi som Joseph Huber konstaterar skilja på olika förklaringsnivåer: det finns en *monetär grundorsak* till de *finansiella och politiska orsakerna* till finanskriser, nämligen dagens penningssystem där vinstdrivande företag skapar samtliga pengar i samband med räntebärande lån. Detta penningssystem leder ofrånkomligen till att penningmängden och skuldsättningen expanderar för snabbt i relation till BNP vilket kan förklara varför tillgångspriserna kunnat öka så mycket, att skulderna kunnat expandera så snabbt och hur handeln med olika typer av riskabla värdepapper drivits upp så mycket.⁸²

Att banker tillåts skapa pengar är alltså inte en alternativ eller konkurrerande förklaring till kriserna utan en mer grundläggande förklaring som ofta förbises. Dessutom är den förenlig med många andra mer direkta förklaringar till finanskriser.⁸³

Den förklaring Huber och Turner nämner har starkt stöd av forskningen. Åtskilliga studier av hundratals kriser visar övertygande att när penningmängden, lånen och skuldsättningen expanderar snabbare än BNP växer leder det till finanskriser.

Orsaken är att en allt större andel överskottspengar skapas som inte behövs i realekonomin utan cirkuleras runt på finansmarknaderna där investerare vill placera sina pengar så att de ger avkastning. Men eftersom realekonomin inte

hinner med i finansmarknadens hastighet så finns inte tillräckligt med lönsamma projekt med låg risknivå att investera i. Räntenivåerna pressas ner och investerare som jagar avkastning tvingas söka sig till allt mer riskabla placeringar varpå risknivån drivs upp. Höga risknivåer måste inte vara problematiskt när de pengar som investeras kan gå förlorade. Men när lånade pengar som inte kan gå förlorade investeras riskabelt och när samhällets totala skuldsättning skenar, då kan små händelser, som konstaterats i kapitel 3.6, utlösa onda spiraler av skuldeflation med en långvarig depression som följd.

Valutahandeln är numera flera hundra gånger så stor som volymen av den reella ekonomiska handeln i varor och tjänster.⁸⁴ Värdet av alla derivat är hela tio gånger världens BNP. I USA har de finansiella tillgångarnas andel av BNP växt från runt 450 procent av BNP 1979–1982 till 1 100 procent av BNP 2007.⁸⁵

Hur stor finansiell överbyggnad klarar real-ekonomin av att bära? Hur stora kan de finansiella tillgångarna bli i relation till BNP innan de blir dysfunktionella och ett hot mot vår välfärd? Exakt var gränsen går och när en kris utlöses går inte att veta. Det beror på en rad specifika omständigheter. Möjligen kan de finansiella tillgångarna bli några gånger större än BNP. Men absolut inte tiofalt gånger större än BNP som den var i USA före krisen.⁸⁶

Nästa finanskris kan drabba Sverige extra hårt

Finanskriser drabbar hela ekonomin. Tidigare finanskriser har följts av nedmontering av den statliga välfärden, sänkta pensioner, försäljning av allmän egendom, åtstramningar och av perioder med hög arbetslöshet. De som förlorar jobbet kan bli fast i långvarig arbetslöshet, tappar delar av sin kompetens och får svårare att ta sig tillbaka in på arbetsmarknaden när konjunkturen vänder.⁸⁷ Alla drabbas, utom bankerna som räddas av staten och kan fortsätta göra stora vinster i både bra och dåliga tider. Olika länder drabbas dock olika hårt av globala finanskriser. Det finns tyvärr ett antal faktorer som pekar på att Sverige kan drabbas extra hårt.

För det första klarade Sverige sig relativt väl finanskrisåret 2008 genom en expansiv

penningpolitik som bidrog till ökad utlåning och därmed till att bygga upp större skulder och på så sätt skjuta obalanserna i ekonomin på framtiden. När nästa finanskris kommer måste vi hantera både de risker som skjutits på framtiden sedan finanskrisen 2008 samt de nya risker och bubblor som byggts upp sedan dess.

För det andra har Sverige internationellt sett en mycket hög privat skuldsättning och bland världens mest överhettade bostadsmarknader. Trots att reformer som bolånetak infördes 2010 och amorteringskrav infördes 1 juni 2016 så fortsatte utlåningen och fastighetspriserna bara att öka. Ett år efter att amorteringskravet infördes var årsökningstakten på bostadspriserna enligt SCB fortfarande över 8 procent vilket är alldeles för högt i relation till BNP. Våren 2018 började dock ökningstakten plana ut och prisnivån sjunka vilket innebär att nybyggnationen bromsar in trots att behovet av bostäder fortfarande är mycket stort.

För det tredje har Riksbankens penningpolitik nått vägs ände: om räntorna tvingas upp till rimliga nivåer utlöses en kris. Om räntorna hålls fortsatt konstlat låga växer bubblorna ännu mer och vi skjuter bara en ännu värre kris på framtiden.

För det fjärde har Sverige fått ett alltmer instabilt läge på börsen. Företagens övervärdering har gjort börsen oerhört känslig. Vid tecken på minskad arbetslöshet och högkonjunktur har börsen till och med ibland börjat reagera negativt eftersom oron växer för räntehöjningar. När den reella ekonomin går dåligt har börsen ibland även börjat reagera positivt eftersom de förväntar sig att Riksbanken kommer att fortsätta med minusränta och QE så priserna på aktier och andra tillgångar kan fortsätta trissas upp.

För det femte har Sverige i dag en av de största banksektorerna i världen, vilket gör Sverige extra känsligt för en finanskris. Bara Nordea hade 2015 tillgångar på 6 biljoner kronor och var därmed 1,4 gånger så stor som Sveriges BNP.⁸⁸ De fyra storbankerna tillsammans var samtidigt cirka 3,2 gånger så stora som hela Sveriges BNP. Bara Holland och Schweiz har en större banksektor i relation till BNP.

För det sjätte är Sveriges banker mycket känsliga. Med en bruttosoliditet på cirka fem procent hade storbankerna under 2016 i genomsnitt bara fem kronor i eget kapital för utlåning av en hundralapp.

Vad är en lagom stor penningmängd i relation till BNP?

Det är omöjligt att säga exakt hur stor en lagom penningmängd är i relation till BNP. Men det går att göra en grov uppskattning.⁸⁹ De flesta betalningar av varor och tjänster i realekonomin genomförs en gång i månaden. Vissa betalningar görs oftare, andra mer sällan, men ett rimligt antagande är ändå att de flesta görs en gång i månaden. En grov uppskattning är därför att varje krona i ekonomin används i genomsnitt 12 gånger på ett år. För att köpa de varor och tjänster som produceras i ekonomin på ett år skulle det då behövas minst en penningmängd i storleksordningen BNP/12, vilket motsvarar en kvot M1/BNP på 0,08. Är penningmängden större än så skulle det vara ett "monetärt överskott".

Med BNP/12 som riktlinje var det monetära överskottet i Tyskland 1980 bara 60 procent, i Kanada 70 procent och i Island inget alls. Penningmängdens

storlek i relation till BNP fortsatte sedan vara låg och stabil i många år. År 1995 var till exempel det monetära överskottet av Euro bara 70 procent. Strax före finanskrisen 2008 ökade penningmängden mycket dramatiskt. I Euroländerna, Sverige och Danmark var överskottet 400 procent, i Schweiz 560 procent och i Storbritannien hela 690 procent. I dag har penningmängdens storlek i relation till BNP växt till gigantiska mått. I Sverige är överskottet 600 procent, i Storbritannien 900 procent och i Euroländerna 730 procent.

BNP/12 är dock lite i underkant då det inte inkluderar de pengar som krävs för köp som inte räknas med i BNP (köp av aktier, fastigheter och företag, räntebetalningar samt annan finansiell verksamhet). För att beräkna hur stor en rimlig penningmängd borde vara inklusive de pengar som krävs

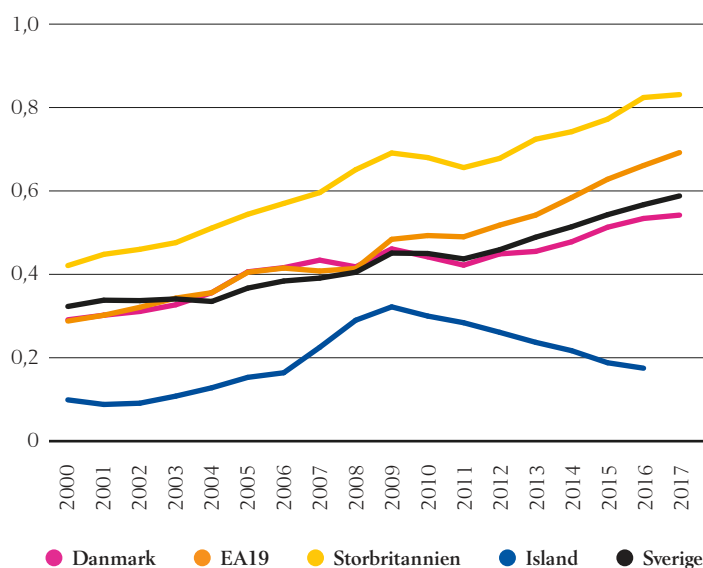
för en lagom stor finanssektor kan vi istället utgå från penningmängdens storlek i relation till BNP 1980 innan den gigantiska kreditexpansionen startade. Ingen statistik för M1 finns tillgänglig för Sverige före 1998. Men vi kan titta på liknande länder: M1/BNP var i Kanada 0,14, Danmark 0,17 och Tyskland 0,13. En mycket grov uppskattning för Sverige kan därför vara en kvot på cirka 0,15. Med 2017 års BNP på 4 600 miljarder innebär det en penningmängd på 690 miljarder i Sverige, vilket motsvarar en fjärdedel av dagens svenska penningmängd på 2 800 miljarder.

Att en modern ekonomi klarar sig fint med en betydligt mindre penningmängd än i dag kan också ses genom att studera hur kvoten M1/BNP utvecklats för Island. Island hade i början av 2000-talet en betydligt mindre penningmängd i relation till BNP än övriga länder (se Figur 12). Därefter ökade penningmängden mycket snabbare i Island än i övriga länder. När finanskrisen 2008 kom innebar det att Island drabbades extra hårt.

I stort sett alla länder löste krisen 2008 genom att rädda bankerna och bevilja mera lån vilket gjorde att M1/BNP fortsatte öka. Island lät dock sina banker falla. I Island som enda land minskade M1/BNP stadigt från 0,29 år 2008 till 0,18 år 2016, detta samtidigt som landets tillväxt tog fart igen. Efter att Island lät bankerna falla kunde ekonomin påbörja en återhämtning. Arbetslösheten minskade till rekordlåga nivåer jämfört med övriga Europa. 2016 sjönk arbetslösheten till under 3 procent samtidigt som tillväxten var mycket hög, 7 procent. En sådan positiv utveckling i realekonomin var i motsats till vad bankerna brukar hävda helt förenlig med att penningmängdens storlek i relation till BNP minskade varje år.

FIGUR 12

Penningmängdens andel av BNP 2000-2017, internationell jämförelse.



Källa: OECD. Penningmängden har blivit allt större i relation till BNP, med undantag för åren närmast efter 2008 då kvoten sjunkit något. Island som lät bankerna falla har som enda land en stabil utveckling efter krisen mot en mer rimlig storlek på penningmängden samtidigt som BNP ökar.

Ska vi klara nästa finanskris är det klokt att förbereda oss på att använda nya och innovativa penningpolitiska verktyg.

Så dålig soliditet är bara möjlig tack vare medborgarnas garantier; det är oerhört lågt för ett normalt företag och utsätter Sveriges ekonomi för stora risker.

För det sjunde ökar klyftorna i Sverige snabbast bland alla länder i OECD vilket kan leda till försvagad köpkraft för många och sämre efterfrågan i den reella ekonomin. Skuldsatta blir känsligare för höga räntor vilket i sin tur ökar riskerna vid en kris. Om många inte kan betala sina lån kan banker bli insolventa och resultatet bli en kris.

För det åttonde är Sverige det land i världen med minst andel kontanter. De senaste åren har bankerna successivt skapat en allt större del av penningmängden och, som Stefan Ingves konstaterar i en debattartikel, håller privata alternativ helt på att konkurrera ut den svenska kronan.⁹⁰ I takt med att privata banker kontrollerar en allt större del av penningmängden har Sveriges ekonomi blivit allt mer beroende av storbankerna för att fungera. Faller bankerna faller hela betalningssystemet och därmed hela ekonomin.

För det nionde har Riksbanken bränt allt sitt räntekrut och kommer därför få mycket svårt att stimulera ekonomin när nästa kris kommer. Efter krisen 2008 sänkte Riksbanken styrräntan från 4,75 procent till 0,5 procent under en mycket kort period (ett halvår) och har därefter fortsatt med minusränta och kvantitativa lättnader för att stimulera ekonomin. 2018 var styrräntan -0,5 procent. Den går inte att sänka mycket mer utan risk för att medborgarna får negativ ränta på sina bankkonton och börjar gå tillbaka till kontanter istället. När merparten av alla statsobligationer är uppköpta blir kvantitativa lättnader dessutom allt mer ineffektiva. När alla statsobligationer är

uppköpta måste Riksbanken dessutom övergå till att köpa mer riskabla företagsobligationer eller bostadsobligationer.

Nästa finanskris kräver nya lösningar

Hittills har världens centralbanker försökt lösa finanskriser genom mer av den medicin som utlöst kriserna: stimulera till ökad utlåning och skuldsättning.⁹¹ År 2008 räddades världsekonomin till stora delar av att Kina som är den enda stora nation som hade blygsamma lån. Landet kunde därför ta på sig stora skulder för att hålla uppe världsefterfrågan. Nu har Kina en minst lika stor lånevolym som andra länder. Det finns inget motsvarande draglok som kan skuldsätta sig mer och rädda världsekonomin igen vid nästa finanskris. Dessutom kan en ännu högre skuldsättning aldrig vara en långsiktig lösning på en finanskris som orsakats av för hög skuldsättning. Ska vi klara nästa finanskris är det klokt att förbereda oss på att använda nya och innovativa penningpolitiska verktyg. Samtidigt som Sverige är ett av de länder som byggt upp störst risker så har vi kanske också de bästa möjligheterna att lösa situationen. Vi har ett demokratiskt och öppet samhälle, den it-teknik som krävs, en centralbank som undersöker och implementerar nya lösningar såsom Swish och e-kronan och framförallt: vi har en egen valuta. Dessa förutsättningar gör det fullt möjligt att göra en mjuklandning nu istället för att fortsätta driva för vinden mot en större krasch i framtiden. Men bara om den politiska handlingskraften och viljan finns.

4. Så kan problemen åtgärdas

[Sovereign Money] skulle ge enorma fördelar. Det skulle bli möjligt att öka penningmängden utan att uppmuntra folk att skuldsätta sig upp över öronen. Det skulle bli slut på "too big to fail" i bankvärlden. Det skulle också överföra seignioraget – vinsten från att skapa pengar – till allmänheten.

Martin Wolf, chefsekonomisk kommentator på Financial Times.⁹²

Dagens penningssystem är, som visat i denna rapport, i grunden dysfunktionellt. Därför räcker det inte med ökad tillsyn och kontroll av bankerna, fler komplexa regelverk eller högre skatter och avgifter på finanssektorn för att förebygga finanskriser. Systemet måste reformeras på ett genomtänkt sätt. Skuldnivåerna måste frikopplas från mängden pengar så det blir möjligt att expandera penningmängden utan ökad skuldsättning och räntebetalningar till privata banker. Den starka kopplingen mellan räntan och inflationen måste brytas så att räntan kan stiga och bromsa ökningen av tillgångspriserna utan risk för deflation. Sverige behöver vidare ha ett robust och säkert betalningssystem som inte står och faller med bankernas balansräkningar. Statens subventioner och garantier till banksektorn måste slopas. Tydliga och rättvisa spelregler för bankmarknaden måste utvecklas. Då kan problemen som diskuterats i denna rapport åtgärdas helt eller delvis.

I detta kapitel presenteras ett möjligt förslag på hur detta kan åstadkommas i tre steg som internationellt går under namnet "Sovereign Money" och som här har anpassats till svensk kontext.

Riksbanken kunde (i) introducera e-kronor, (ii) aktivt ge ut e-kronor och (iii) konvertera samtliga affärsbankspengar till e-kronor. Det innebär att Riksbanken får ensamrätt att ge ut samtliga svenska kronor. Riksbanken bestämmer hur mycket pengar samhället behöver enligt demokratiskt fastställda mål för penningpolitiken

och regeringen bestämmer via finanspolitiken vad pengarna ska användas till. Nya pengar skapas inte längre av bankerna i samband med lån. Men efter att pengarna sats i cirkulation kan de givetvis sparas och lånas ut. Inflationen kan då hållas stabil utan att tillgångspriser, skuldnivåer och ekonomiska klyftor ökar.

4.1 Steg 1: Riksbankens förslag till e-krona implementeras

Som ett första steg mot en stabilare svensk ekonomi kunde Riksbanken börja tillhandahålla elektroniska centralbankspengar åt allmänheten. Denna idé presenterades av Positive Money under namnet "Digital Cash" i en rapport i januari 2016 och har under samma år presenterats av Positiva Pengar för Riksbanken under flera möten.⁹³ Tio månader senare föreslog vice riksbanksdirektör Cecilia Skingsley att utreda idén under namnet "e-kronan".⁹⁴ E-kronutredningen har sedan dess hunnit ge ut både en första rapport 2017 och en andra rapport 2018.⁹⁵

Bakgrunden till Riksbankens initiativ att utreda e-kronan är, som vi har sett, att Sverige är det land med lägst andel fysiska kontanter och där kontantanvändningen minskat mest. Riksbanken ser stora risker med att de privata bankernas egenskapade pengar håller på att helt konkurrera ut Riksbankens kontanter. För att kunna nå sina lagstadgade mål om ett säkert och effektivt betalningsväsende måste Riksbanken fortsatt säkra sin roll som en central aktör på betalningsmarknaden.

Riksbanken föreslår därför att e-kronan blir en digital form av sedlar och mynt som ges ut av Riksbanken och som gör det möjligt för alla att sköta sina betalningar oberoende av affärsbankerna med helt säkra pengar som saknar likviditets- och kreditrisk.

Hur ska e-kronan implementeras?

Riksbanken föreslår två kompletterande versioner av e-kronan: dels en kontobaserad e-krona som finns på konton hos Riksbanken och dels en värdebaserad e-krona som kan lagras på exempelvis kort eller andra enheter och som ska möjliggöra betalningar utan tillgång till internet.

En värdebaserad e-krona kommer bara omfatta mindre belopp och inte fungera för

större betalningar. Riksbanken bedömer att en värdebaserad e-krona kan implementeras utan lagändringar eftersom den juridiskt kommer att klassificeras som en e-peng. Därför har Riksbanken gått vidare med att som ett första steg undersöka tekniska lösningar för en värdebaserad e-krona.

En kontobaserad e-krona skulle kunna användas för större betalningar. Den kan juridiskt klassificeras som "inlåning", en verksamhet som

Ska e-kronan ha ränta?

Riksbanken föreslår att den värdebaserade e-kronan blir räntefri. Att den är räntefri innebär att ingen måste betala ränta till någon annan för att pengarna ska kunna existera, precis som är fallet med kontanter i plånboken. Riksbanken bedömer dock att nollränta på den kontobaserade e-kronan är problematisk av följande skäl:

För det första skulle en e-krona med nollränta försämra effekten av minusränta och QE. Om styrräntan blir negativ kan stora företag och andra aktörer som i dag fått minusränta på sina pengar bara flytta över till e-kronor. Ingen kommer att vilja köpa stats- eller företagsobligationer med minusränta när det går att spara i helt säkra e-kronor till nollränta. Räntan på e-kronan skulle därmed sätta ett lägsta golv för alla räntor.

För det andra skulle en fritt tillgänglig e-krona med nollränta, beroende på ränteläget på övriga marknaden, riskera att bli mer eller mindre attraktiv än vad penningpolitiken bedömer vara önskvärd. I ett läge med negativa räntor kan efterfrågan på e-kronor stiga kraftigt hos utländska aktörer, vilket kan stärka den svenska kronan och göra det svårare att nå inflationsmålet. I ett läge med positiva räntor kan en e-krona med nollränta bli mycket marginaliserad.

För att kunna påverka efterfrågan på e-kronor samt bevara penningpolitikens effektivitet i

tider av låg inflation och låg ränta föreslår Riksbanken ränta på den kontobaserade e-kronan. Detta är dock problematiskt av flera skäl:

■ En ränta på e-kronan strider mot Riksbankens grundkoncept att "erbjuda en konkurrensneutral infrastruktur" som likt sedlar och mynt är ett neutralt betalningsmedel. Att konkurrera med bankerna om kundernas insättningar genom att erbjuda ränta är inte konkurrensneutralt. Vilken nivå på konkurrensen är rimlig? Hur mycket bör efterfrågan på e-kronan pressas upp eller ner genom att justera räntan? Det kommer bli svårt för Riksbanken att hitta en lämplig nivå samt att motivera sitt beslut.⁹⁶

■ Om Riksbanken vill få fler att använda e-kronor finns lämpligare åtgärder än en positiv ränta. Exempelvis kan e-kronan ges status som "lagligt betalningsmedel" vilket innebär att alla företag som idkar näringsverksamhet i Sverige och som i övrigt tar emot digitala betalningar är skyldiga att ta emot e-kronan som betalningsmedel. Stat, kommuner och landsting kan börja betala ut löner till anställdas e-kronakonton och all skatt kan tas in i e-kronor.

■ Det är korrekt att om e-kronan blir väldigt populär i omvärlden kommer kronan att stärkas. Men om Riksbanken går vidare med reformens steg 2 blir det inte svårare utan betydligt lättare att nå inflationsmålet. Dessutom

skulle en starkare krona i och med steg 2 troligen bara vara positivt. Ju mer populär e-kronan blir utomlands, desto större mängder svenska kronor kan Riksbanken skapa utan risk för någon större inflation. Detta är positivt för de medborgare, företag och offentliga projekt som får del av de nyskapade pengarna.

■ Positiv ränta på e-kronakonton vore ett sätt för Riksbanken att skapa nya e-kronor som tillförs ekonomin. Att nya e-kronor ska ges primärt till de aktörer som har mest e-kronor är dock inte en rimlig princip för distribution av nya pengar. Bättre sätt att distribuera nya pengar på föreslås i reformens steg 2.

■ Riksbankens syfte med att försöka upprätthålla ett negativt ränteläge på marknaden vore att få fart på inflationen. Men negativ ränta på e-kronor vore ett sätt att dra tillbaka e-kronor från ekonomin. Att kontinuerligt på detta sätt minska penningmängden är inte en långsiktig lösning för att få fart på inflationen. Bättre lösningar föreslås i reformens steg 2.

Av dessa fem skäl är det en bättre idé att göra e-kronor till äkta digitala kontanter som precis som dagens kontanter är räntefria och konkurrensneutrala betalningsmedel. För att kunna bedriva effektiv penningpolitik bör Riksbanken sedan lämpligen gå vidare med reformens steg 2.

Riksbanken inte har ett tydligt mandat för att syssla med i dag. En kontobaserad e-krona kräver ett riksdagsbeslut. Därför är det mycket viktigt att frågan lyfts upp för en politisk diskussion. Den kontobaserade e-kronan skulle kunna implementeras på två sätt. En lösning är att Riksbanken själv erbjuder alla företag och medborgare konton med e-kronor direkt. En annan lösning är att Riksbanken bara tillhandahåller den grundläggande infrastrukturen via en öppen e-kronaplattform och att banker och andra företag sedan kan koppla upp sig mot plattformen och administrera kundernas e-kronor, sköta kundkontakterna samt erbjuda olika betalningslösningar via appar, föremål med smarta funktioner som klockor, chip, ringar och dylikt som kan användas för att göra betalningar. Vilken lösning som väljs har ingen betydelse vad gäller de ämnen som avhandlats i denna rapport.

E-kronans konsekvenser

Att införa en räntefri e-krona parallellt med dagens affärsbankspengar kunde ha följande positiva konsekvenser för Sverige:

Ett mer säkert betalningssystem. När en storbanks balansräkning faller hotas inte kundernas e-kronor eftersom e-kronorna finns på Riksbankens balansräkning.⁹⁷ Om en bank närmar sig obestånd skulle dock mycket snabbt pengar flyttas till e-kronakonton och de som blir sist kvar skulle förlora en del av sina pengar. Därför måste insättningsgarantin finnas kvar.

Tillgångsbubblorna kan börja krympa. När kunderna väljer att flytta över pengar till e-kronakonton måste affärsbankerna flytta över motsvarande värde till Riksbanken. Först med centralbankspengar så länge de har sådana. Sedan måste de börja sälja tillgångar för att få in pengar att betala Riksbanken med. Tillgångsbubblorna kan då börja krympa och ett deflationstryck uppstå som kan behöva motverkas genom steg 2 nedan.

Mindre vinst i banksektorn. För att inte alltför många av bankernas kunder skall flytta sina pengar till e-kronakonton med nollränta kommer bankerna att höja sparräntorna och på så vis locka kunderna att stanna kvar. Detta gör att bankernas

räntemarginal och vinst minskar något. Men det innebär också att mycket få kunder kommer att flytta över sina pengar till e-kronakonton. Bankernas betalkonton med både insättningsgaranti och högre ränta är ett mer lönsamt alternativ för kunderna. E-kronan kommer därför sannolikt inte bli särskilt efterfrågad såvida inte fler åtgärder vidtas för att göra e-kronan till Sveriges huvudsakliga betalningsmedel.

Bättre konkurrens på marknaden för betalningar.

Med e-kronan kommer det att bli lättare för små aktörer att skapa smidiga betalningslösningar och ta upp konkurrensen med storbankerna. Detta gör att innovativa och mindre företag kan skapa bättre betaltjänster samtidigt som storbankernas vinster kan pressas ytterligare.⁹⁸

4.2 Steg 2: Riksbanken börjar aktivt ge ut pengar

Att införa e-kronan parallellt med dagens affärsbankspengar som Riksbanken föreslår är bra, men inte tillräckligt. Alla nya pengar kommer fortfarande skapas som affärsbankspengar av bankerna, först därefter kan de växlas över till e-kronor. Dessutom kommer behovet av nya verktyg för att få fart på inflationen att bli allt mer påträngande när minusräntan och QE förlorar sin effekt.

Därför krävs ett andra steg: Riksbanken bör aktivt skapa pengar och leverera antingen till regeringen via statsbudgeten, vilket föreslås av Positive Money, eller direkt till medborgarna som en medborgarandel, vilket föreslås av Lars Alaeus.^{99 100} Detta ger Riksbanken ett nytt effektivt verktyg att påverka inflationen utan att försöka manipulera räntenivåerna. Därmed kan QE avslutas och styrräntan höjas från sin minusnivå. Då blir det lättare att nå inflationsmålet utan att tillgångspriserna, skuldnivåerna och de ekonomiska klyftorna trissas upp.

Konsekvenser av att

Riksbanken ger ut pengar aktivt

Att Riksbanken aktivt ger ut pengar samtidigt som QE avslutas och styrräntan höjs har sannolikt följande tre positiva konsekvenser.

■ Tillgångspriser och finansiella bubblor växer inte lika snabbt. När QE och minusräntan avslutas

blir räntorna högre och det blir därmed dyrare att låna till köp av företag, aktier och fastigheter. Resultatet blir att finansiella bubblor och risker i ekonomin inte byggs upp lika snabbt.

■ Ett stabilare penningvärde kan upprätthållas. Ett eventuellt deflationstryck till följd av att QE avslutas och styrräntan höjs kan kompenseras av att Riksbanken aktivt skapar pengar till regeringen eller medborgarna.

■ Mer produktiva investeringar. Nya pengar spenderas aktivt av medborgarna eller regeringen i realekonomin vilket antagligen (givet att medborgarna och regeringen inte har samma spekulationsdrivna vinstmaximerande investeringsmoral som bankerna) leder till en mer produktiv utveckling än om bankerna skapar pengar åt börsen och fastighetsmarknaden.

■ De ekonomiska klyftorna ökar inte lika snabbt. När tillgångspriserna växer långsammare så kommer de ekonomiska klyftorna inte heller att öka lika snabbt. När Riksbanken distribuerar pengar som vi medborgare bestämmer över hur de ska spenderas, kommer nyskapade pengar dessutom gynna alla istället för ett fåtal i toppen av samhällspyramiden.

4.3 Steg 3: Kvarvarande affärsbankspengar konverteras till e-kronor

Att avsluta QE, höja styrräntan och låta Riksbanken aktivt ge ut e-kronor är dock inte tillräckligt på längre sikt. Bankerna kommer att fortsätta skapa merparten av våra pengar som krediter i samband med lån och bankernas egenskapade kreditpengar kommer att fortsätta utgöra det dominerande betalningsmedlet i ekonomin vilket är problematiskt av flera skäl:

För det första så måste staten fortsätta subventionera bankerna för att bibehålla finansiell stabilitet så länge affärsbankspengar är huvudsakligt betalningsmedel i ekonomin och värdet på dessa garanteras av Riksbanken.

För det andra kommer affärsbankerna att fortsätta låna ut för mycket till köp av tillgångar så att tillgångspriserna ökar oproportionerligt snabbt i förhållande till BNP-tillväxten.

För det tredje är de verktyg Riksbanken har till sitt förfogande för att bromsa expansionen av penningmängden inte tillräckliga. Högre styrränta kan ha en viss effekt även om detta historiskt aldrig fungerat för att begränsa utlåningen till att ske i takt med BNP-tillväxten. Riksbanken kan inte heller som ensam centralbank i Europa höja styrräntan på egen hand så att den avviker kraftigt från övriga centralbankers räntor. Att höja styrräntan är dessutom ett trubbigt verktyg. För att skapa en sund ekonomi vore det bättre om räntorna kunde sättas mer flexibelt med exempelvis högre ränta för utlåning till miljöfarlig och improduktiv verksamhet.

Därför föreslås här ett tredje steg: reformen Sovereign Money. Reformen är utarbetad av Positive Money i Storbritannien och först beskriven i boken *Modernizing Money*.¹⁰¹ Det kompletta reformförslaget beskrivs också utförligt i texten "Sovereign Money, an introduction" samt i boken *Sovereign Money*.^{102 103} Reformen förespråkas av bland annat Martin Wolf, chefsekonomisk kommentator på Financial Times och har utretts av KPMG på beställning av Islands premiärminister i en rapport med positiva slutsatser.¹⁰⁴ Förslaget innebär, som redan sagts, att samtliga kvarvarande affärsbankspengar konverteras till e-kronor så e-kronan blir det enda digitala betalningsmedlet i svensk ekonomi med status som "svensk krona" vars värde garanteras av Riksbanken. Det innebär att dagens penningssystem med affärsbankspengar och centralbankspengar som två separata betalsystem ersätts med ett enhetligt betalsystem där samtliga betalningar sker mellan e-kronakonton. Det innebär också att bankerna inte längre skapar pengar vid utlåning. Vill de låna ut svenska kronor måste de först tjäna eller låna in dem.

Konvertering av affärsbankspengar till e-kronor över en natt

Konverteringen sker bokföringstekniskt genom att bankerna blir av med sin skuld till kunderna, det vill säga att samtliga affärsbankspengar försvinner. Dessa pengar ersätts av en lika stor skuld från Riksbanken till kunderna, det vill säga de ersätts med e-kronor som är skulder i Riksbankens balansräkning. Ur kundernas perspektiv märks

ingen skillnad. Deras affärsbankspengar på betalkonton har bara ersatts av e-kronor på e-kronakonton. Men ur bankernas perspektiv har Riksbanken befriat dem från en avsevärd skuld och de har blivit 2 800 miljarder rikare (2018 års penningmängd). Bankerna får därför en lika stor konverteringsskuld till Riksbanken som de måste återbetala under en längre tidsperiod.

Transformeringsav penningsystemet

Efter konverteringsnatten inleder Riksbanken återbetalningen av konverteringsskulden. Det innebär att en transformering som har praktiska konsekvenser för hela ekonomin inleds. Positive Money har ingen detaljerad beskrivning av när och hur konverteringsskulden skall betalas av. Men Lars Alaeus från Positiva Pengar föreslår att räntan på konverteringsskulden höjs mycket sakta, lite i taget varje natt, under en tidsperiod på mellan 10 och 30 år. Bankerna får då successivt ökade utgifter för att betala räntan på konverteringsskulden vilket pressar bankerna till att höja utlåningsräntorna. Då räntan på konverteringsskulden blir högre än avkastningen på tillgångar som banken äger blir det lönsamt för banken att sälja dessa tillgångar för

att återbetala konverteringsskulden. Att bankerna säljer tillgångar i kombination med sakta stigande marknadsräntor leder till att tillgångspriserna och därmed risken för bubblor minskar.

När bankerna återbetalar konverteringsskulden försvinner pengar på samma sätt som de försvinner när lån betalas av i dag vilket kan leda till ett visst deflationstryck. Det kompenseras av att Riksbanken under hela processen skapar tillräckligt mycket nya pengar för att hålla uppe inflationen.

När hela konverteringsskulden är återbetald har skulder, tillgångspriser och marknadsräntor stabiliserats på en ny nivå som är i balans med tillgång och efterfrågan givet de nya spelreglerna för ekonomin. Genom denna transformering av penningssystemet kan Sveriges ekonomi mjuklanda över lång tid och riskerna vid en kommande global finanskris minimeras.

Tydlig arbetsfördelning mellan finanspolitik och penningpolitik

För att uppnå en tydlig och transparent arbetsfördelning mellan penningpolitik och finanspolitik bör Riksbanken bestämma *hur mycket* pengar

Utlåning och sparande efter konverteringen

Dagen efter konverteringen kommer allt vara lika för alla aktörer utom banker och Riksbanken. Penningmängden har exakt samma storlek. Bankerna har lika stora tillgångar och skulder som innan och räntenivåerna förblir desamma. Men nu kan bankerna inte längre skapa några svenska kronor. Dessutom kan bankerna inte låna ut pengar som ligger på medborgarnas e-kronakonton. De kommer dock ändå ha mycket gott om pengar att låna ut. Dels har de centralbankspengar som på grund av QE växt till 445 miljarder blivit e-kronor som nu kan lånas ut. Dels förstås inte pengar längre när någon amorterar på sina lån, pengarna

kan återanvändas och lånas ut igen. För att få in ytterligare pengar att låna ut krävs dock att bankerna börjar låna in av sparare.

Exakt hur bankernas inlånings- och utlåningsverksamhet ska regleras efter konverteringsnatten återstår att utreda noggrannare. Ett alternativ som sannolikt kommer förespråkas av liberaler är att överlåta åt den fria marknaden att själva hitta på regelverk och villkor för olika produkter att investera i. Positive Moneys har dock utarbetat ett konstruktivt förslag som troligtvis är bättre – bankerna måste här införa olika investeringsfonder med sin egen riskprofil, separata balansräkningar för in- och utlåning samt

interna räntenetton.¹⁰⁵ Exempelvis kan en fond bildas för bostadslån, en för gröna företagsinvesteringar, en för konsumtionslån och så vidare. Spararna sätter in pengar på överenskommen tid och får sedan tillbaka pengarna krona för krona plus den överenskomna räntan.¹⁰⁶ Varje investeringsfond bär sin egen risk och kan komma på obestånd oberoende av andra fonder. Hur bank och insättare delar på risk och vinst kan vara specificerat i fondens villkor. Detta förslag är en bra utgångspunkt för en vidare diskussion, men det bör givetvis jämföras med andra alternativ för att få tillstånd ett effektivt regelverk.

som ska skapas och regeringen eller medborgarna avgöra till *vad* pengarna ska användas. Regeringen ansvarar för statsbudgeten och Riksbanken för att stabilisera penningvärdet inom ramen för de mål som fastställts demokratiskt för penningpolitiken.¹⁰⁷

Hur kan nyskapade pengar distribueras och användas?

Positive Money föreslår att nyskapade pengar ges till regeringen. Pengarna kan sedan användas exempelvis till infrastruktur- och klimatinvesteringar, anställa fler i välfärden, skattesänkningar, delas ut lika till alla medborgare eller delas ut till exempelvis en statlig investeringsbank för att lånas vidare till exempelvis klimatinvesteringar.¹⁰⁸ Visar det sig att för mycket pengar getts ut kan pengar enkelt dras tillbaka via skatten.

Om nya pengar ges till regeringen måste regeringen ange tydligt i budgeten hur man planerar använda pengarna, exempelvis 20 procent medborgarandel, 30 procent utlåning till gröna företag och 50 procent statliga investeringar. I det senare fallet är det viktigt att regeringen noga specificerar vilken typ av investeringar som planeras. Riksbanken använder sedan samma indikatorer och modeller som i dag i kombination med informationen om hur regeringen planerar att använda pengarna för att göra sin inflationsprognos och bedöma hur mycket pengar som behöver ges ut. Regeringen ansvarar sedan för att pengarna används som beslutat i budgeten. Regeringen/Finansdepartementet och Riksbanken kommer därmed att behöva samarbeta i högre grad än i dag för att identifiera lämpliga distributionskanaler för nya pengar givet ekonomins nuvarande status, inflationsnivå, aktuell samt önskad tillväxtnivå och andra politiska mål. Men samtidigt blir arbetsfördelning mellan finanspolitik och penningpolitik tydligare än idag för regeringen har alltid sista ordet angående vad pengarna ska användas till och Riksbanken sista ordet vad gäller hur mycket pengar som behöver skapas.

Alaeus (2018) föreslår istället att nya pengar delas ut direkt från Riksbanken till medborgarna som en medborgarandel och dras tillbaka genom en liten procentuell avgift på e-kronakonton vid behov. Riksbanken kan då distribuera nya pengar

direkt vid vilken tidpunkt som helst helt oberoende av regeringens finanspolitik. Medborgarna får alla nyskapade pengar och regeringen måste precis som i dag finansiera hela statsbudgeten med olika skatter. Det ger en ännu tydligare separation mellan finans- och penningpolitik än föregående förslag.

En kombination av förslagen är också möjlig där merparten av pengarna går via statsbudgeten, men där Riksbanken vid behov kan ge ut pengar direkt till medborgarna eller till och med låna ut direkt till banker eller företag. Föreliggande rapport diskuterar dock inte närmare vilken distributionsmetod för nya pengar som är bäst och vilken arbetsfördelning mellan finanspolitik och penningpolitik som är lämpligast. Det är en fråga som kan utredas i ett annat sammanhang.

Konsekvenser av reformen Sovereign Money

Det går aldrig att veta exakt vilka konsekvenser en reform kommer att ha förrän den testats i praktiken. Ekonomi är ingen exakt vetenskap utan bygger på teorier om människors beteende. Människor är ofta svårare att förutsäga än man tror. Med reservation för detta är det ändå rimligt att tro att det tredje steget i den föreslagna penningreformen kan ha följande positiva konsekvenser för Sveriges ekonomi:

Alla statliga subventioner till bankerna skrotas.

Bankerna kommer inte att ha några finansiella privilegier framför andra företag. De kan inte längre skapa pengar för att köpa aktier, obligationer, kontorsutrustning eller för att låna ut. De måste finansiera sina inköp till 100 procent. Bankerna blir vanliga företag som kan gå i konkurs om de inte klarar konkurrensen.

Hela seignioraget tillfaller demokratin.

Hela vinsten från att skapa pengar (seignioraget) tillfaller staten och medborgarna istället för att gå till privata banker och deras ägare.

Balanserade marknadsräntor minskar risken för bubblor.

Räntorna på lån till exempelvis bostäder kommer att bero på en balans mellan tillgång på insatta pengar, efterfrågan på bostadslån, risker i branschen samt bankens vinst som nu är pressad av konkurrensen från andra banker. Räntorna kommer inte längre att påverkas av Riksbankens

försök att nå inflationsmålet utan blir marknads-
mässiga. Med ett marknadsmässigt ränteläge
blir bubblorna inte lika stora. Dessutom sker
antagligen en balansering mellan olika marknader:
låntagare som planerar att köpa redan existerande
tillgångar konkurrerar med företag som vill ha

pengar till produktiva investeringar som faktiskt
skapar något nytt. Bankerna kan inte skapa nya
pengar för köp av tillgångar hur som helst, utan
penningmängden är begränsad. Ett produktivt och
växande företag som skapar nytt värde kommer ha
råd att betala högre ränta. Företaget kommer att

Hur mycket pengar kommer Riksbanken ge ut?

Riksbanken kommer att ge ut den
mängd pengar som krävs för att nå
demokratiskt fastställda mål för
penningpolitiken, exempelvis ett
stabilt penningvärde. Hur mycket
pengar kommer då att tillföras
varje år? Det är svårt att beräkna av
två skäl.

För det första har olika sätt att
spendera nyskapade pengar olika
snabb effekt på ekonomin och
inflationen på kort sikt. Vid statliga
investeringar måste jobb upphand-
las och människor anställas vilket
leder till en mer fördröjd effekt
på inflationen. Skatteändringar
beslutas i samband med budget och
tar längre tid innan de kan påverka
inflationen. En medborgarandel
innebär att pengarna kommer ut i
ekonomin snabbare och effekten på
inflationen blir mer direkt.

För det andra blir de långsiktiga
effekterna på tillväxt, jobb och infla-
tion olika beroende på hur pengarna
spenderas. Om pengarna används
till att sätta lediga resurser i arbete
och göra infrastrukturinvesteringar
som leder till bättre förutsättningar
för handel och företagande kan
effekten bli reala BNP-ökningar
i högre grad och inflation i lägre
grad. Om staten väljer att använda
pengarna för att öka tillväxten
kommer mer pengar att behöva
skapas. Om staten väljer att använda
pengarna så att det blir inflation
istället för tillväxt kommer mindre
pengar att behöva skapas.

Det är därför svårt att göra en
bra uppskattning av hur mycket
pengar som behöver skapas. Frågan
löses bäst av Riksbanken genom

försök till prognoser i kombination
med erfarenhetsbaserad inläring.
Men beräkningen från tidigare
kapitel kan användas för en grov
genomsnittlig uppskattning.
Enligt denna beräkning är en
optimal penningmängd efter ett
genomförande av den diskuterade
reformen ungefär så stor som
1980 innan finansavregleringarna
påbörjades, det vill säga cirka $BNP \times 0,15$. Penningmängden behöver
öka i genomsnitt lika snabbt som
reala BNP växer plus inflationen.
Räknat med 2 procent inflation
och 3 procent real tillväxt utifrån
2017 års BNP så blir det årliga
seignioraget 34,5 miljarder och
med nolltillväxt 13,8 miljarder.
Om BNP minskar lika mycket som
inflationen kommer inga pengar att
tillföras och om BNP minskar mer
än så kan pengar komma att behöva
dras in.

Under transformeringen måste
nya pengar ges ut för att ersätta de
som tas ur drift när konverterings-
skulden betalas. Med dagens BNP
på 4 600 miljarder blir det cirka
690 miljarder. Fördelat på 30 år
blir det ytterligare 23 miljarder om
året.

Det sammanlagda seignioraget
skulle därmed under de första 30
åren mycket grovt räknat kunna
bli cirka 58 miljarder (cirka 37 vid
nolltillväxt) årligen. Det motsvarar
6 procent (4 procent) av statsbud-
geten, 2,6 procent (1,7 procent) av
Sveriges totala offentliga utgifter
på 2 178 miljarder eller 480 kronor
(310 kronor) per invånare och
månad. Efter de trettio åren blir

det 3,7 procent (1,5 procent) av
statsbudgeten eller 290 kronor
(120 kronor) per invånare och
månad. Observera dock återigen
att denna beräkning är en oerhört
osäker uppskattning. Den är gjord
för att få en ungefärlig känsla för
vilka proportioner det rör sig om.

Mer konkret innebär det att
pengarna skulle räcka till följande,
om någon av nedanstående kanaler
för distribution av nyskapade
pengar väljs:

**Infrastruktur- och klimat-
investeringar.** Vid 3 procent
tillväxt skulle det bli cirka 60
miljarder per år under de första
30 åren och därefter cirka 30
miljarder årligen till välbehövliga
investeringar.

Fler anställda i välfärden.
Pengarna kunde också användas till
att anställa fler i välfärden. Om alla
nya pengar distribuerades genom
denna kanal skulle seignioraget
de första 30 åren räcka till att
anställa i genomsnitt 140 000 till
en månadslön på 25 000 vid ett
scenario med 3 procent tillväxt
eller 87 000 vid nolltillväxt.

Medborgarandel. Pengarna
fördelas lika direkt till medborgar-
nas e-kronakonton. Om alla nya
pengar under de första 30 åren ges
ut som medborgarandel blir det i
enlighet med beräkningarna ovan
cirka 500 kronor per person och
månad i ett scenario med 3 procent
tillväxt, eller cirka 300 kronor med
nolltillväxt.

När tillgångsvärdena minskas minskar också de ekonomiska klyftorna i förmögenheter och kapitalinkomster.

konkurrera till sig de pengar som finns att låna. Så de pengar som finns kommer alltså sannolikt att investeras mer produktivt.

Den ekonomiska ojämlikheten minskar. När tillgångsvärdena minskas minskar också de ekonomiska klyftorna i förmögenheter och kapitalinkomster. Klyftorna minskar också av att seignioraget kommer alla till del istället för att gynna samhällets elit.

Skuldnivåerna blir markant lägre. Den starka kopplingen mellan penningmängd och skuldnivå bryts. Pengar kan ges ut utan att någon skuldsätter sig och måste betala ränta. Investeringar och köp kommer i större utsträckning att göras med sparade medel. Lägre tillgångspriser gör att ingen behöver ta lika stora lån för att exempelvis köpa ett hus.

Konjunktursvängningarna dämpas. När bankerna inte längre skapar pengar själva kan de inte expandera penningmängden snabbt i högkonjunkturer. För att möta den höga efterfrågan på lån måste de höja räntan på investeringssparkonton så att de får in mer e-kronor att låna ut, vilket leder till högre utlåningsräntor. Att räntenivåerna stiger bidrar till att dämpa högkonjunkturen. I lågkonjunkturer blir efterfrågan på lån till investeringar låg medan många vill spara. När mycket sparpengar finns att låna ut sjunker räntenivåerna. Det blir billigt att låna vilket stimulerar till fler investeringar. Riksbanken behöver alltså inte längre manipulera räntan för att gasa och bromsa i hög- respektive lågkonjunkturer. Marknadsmekanismer kommer istället med de nya spelreglerna att bromsa vid

högkonjunkturer och motverka lågkonjunkturer. Arbetsmarknaden blir mer stabil vilket kan ge en lägre arbetslöshet.

Förutsättningarna för arbetsmarknadens parter blir stabilare. När Riksbanken får bättre verktyg för att styra inflationen kan penningvärdet hållas stabilt och förutsägbart. Då kommer arbetsmarknadens parter att ha samma inflationsförväntningar och lönebildningen bli enklare.

Ägarkoncentration blir mindre. Med högre ränta blir det inte lönsamt att expandera företag via uppköp i samma utsträckning. Företagets vinster stannar i större utsträckning i företaget och kan gå till löneökningar istället för att tas ut till ägarna vid försäljning.

Arbetsfördelningen mellan statliga myndigheter blir tydligare. Sannolikheten för den typ av konflikter vi sett de senaste åren mellan Riksgälden, Finansinspektionen och Riksbanken om vem som ansvarar för finansiell stabilitet kommer antagligen minska.¹⁰⁹

Risken för en allvarlig finanskris minimeras. Med rimliga och sunda spelregler för bankerna och handeln kommer inte längre de politiska och ekonomiska krafter som finns i samhället att driva mot finanskriser på samma sätt som i dag. Riksbanken skapar de pengar som krävs för att hålla penningvärdet stabilt och regeringen fördelar dessa så att skulder och tillgångspriser inte drivs upp. Betalsystemet blir en robust och säker infrastruktur som inte står och faller med privata företag. I övergångsfasen till Sovereign Money kommer dessutom de risker och obalanser som byggts upp att successivt reduceras under full kontroll av Riksbanken. Med lägre privat skuldsättning, mer balanserade priser på bostäder, aktier och företag, bättre förutsättningar för höga löner och låg arbetslöshet, mer produktiva investeringar, mindre spekulation och ökad ekonomisk jämlikhet kommer Sverige sannolikt klara sig bättre än andra länder i en kommande global finanskris.

5. Möjliga invändningar och missförstånd

5.1 Förslaget är för socialistiskt

Är förslaget att förstatliga affärsbankspengarna alltför socialistiskt för att kunna få tillräcklig politisk uppbackning? Nej, förslaget går tvärtom hem mycket bra i liberala kretsar. Liberaler har traditionellt kritiserat staten för att subventionera specifika privata företag och snedvrida konkurrensen. Liberaler har också traditionellt varit kritiska till ekonomiska klyftor som beror på privilegier och inte på eget arbete. Liberaler har dessutom en rad specifika skäl för att förespråka rapportens förslag.

För det första måste även den liberal som förespråkar minsta möjliga nattväktarstat ställa sig frågan: vilka pengar ska krävas in i skatt och användas för att finansiera statens utgifter? Nordeas, Swedbanks eller något annat privat företags egenskapade pengar? För att staten ska kunna vara en neutral aktör som inte ensidigt gynnar något specifikt företag så måste staten ge ut sina egna pengar. Staten kan då använda sina egna neutrala pengar för att betala löner och ta in skatter.

För det andra åtgärdar reformerna som föreslås i denna rapport ett systemfel i dagens penningssystem, vilket är önskvärt oavsett vilken ideologi man har. Liberaler som vill minimera statens inflytande kan argumentera för att nyskapade pengar bör finansiera skattesänkningar eller delas ut direkt från Riksbanken till medborgarna utan möjlighet för politiken att röra pengarna.

För det tredje kan en liberal stödja att affärsbankspengarna konverteras till statliga e-kronor istället för till privata valutor. Bankerna har gått med stora övertvinster under många år på grund av alla statliga subventioner. Att förstatliga affärsbankspengarna helt är en rimlig kompensations för denna historiska orättvisa. Bankerna får därefter starta om igen från ruta noll och på lika villkor med andra privata företag konkurrera på betalningsmarknaden. Lyckas de återigen skapa

efterfrågan på någon privat och osäker valuta borde liberaler inte ha något emot det. Då har ju dessa pengar uppstått spontant på marknaden utan statliga subventioner.

5.2 Förslaget är för liberalt

Ett annat missförstånd som framkommer ibland är att förslaget skulle vara alltför liberalt, bygga på eller ha rötter i marknadsfundamentalistiska idéer eller innebära att staten slutar ta ansvar för systemviktiga kreditmarknader.¹¹⁰ Men det stämmer inte.

Förslagen som presenteras i denna rapport har rötter i Currency school, som stod i motsättning till Banking school i den brittiska debatten under 1820–1840. Banking school argumenterade för att den fria marknaden alltid skapar en optimal penningmängd och att inga regleringar behövs. Denna skola byggde på en rad marknads-ekonomiska antaganden som "Fullarton's law of reflux" och "Real bills doctrine" som ligger i linje med von Hayeks hypotes om effektiva och självreglerande marknader, doktrinen om pengars neutralitet och teorier som inspirerat den politiska högern som fokuserar på marknadsjämvikt. Mot denna teori stod Currency school, som argumenterade för att penningmängden inte alls reglerar sig själv på ett optimalt sätt. Bankerna är vinstdrivande företag och har ett incitament att expandera penningmängden mycket snabbare än BNP växer, det är ohållbart och leder till finanskriser. Rapportens förslag uppvisar alltså ett tydlig släktskap med en socialistisk tradition av förespråkande av statliga lösningar och kritik mot fria marknader.

Förslaget till detaljerat regelverk på hur lånemarknaden ska struktureras genom olika branschspecifika investeringsfonder är inte heller marknadsfundamentalistiskt, utan ligger helt i linje med den svenska välfärdsstatens idé om att

staten sätter tydliga regler och ramverk som tyglar marknadskrafterna och gör dem samhällsnyttiga.

Reformen handlar inte heller om att sluta ta statligt ansvar för systemviktiga kreditmarknader. Förslaget är att konvertera alla affärsbankernas statligt uppbäckade kreditpengar till e-kronor. Därmed avskaffas i stort sett hela den befintliga kreditmarknaden. Eftersom pengar utgör ett naturligt monopol är det inte sannolikt att nya och osäkra privata valutor skulle kunna ta upp konkurrensen med e-kronan. Men skulle det växa fram nya privata kreditvalutor senare, som skapar problem för ekonomin, bör staten självfallet hantera problemen genom att reglera och lagstifta vid behov.

5.3 Det kommer att skapas för mycket pengar

Ibland hävdas att det kommer bli hyperinflation om Riksbanken tillåts skapa pengar. Det stämmer inte. I dag råder hyperinflation på bostadsmarknaden och börsen eftersom privata banker skapar alla pengar och inte tar ansvar för inflationen. I denna rapport föreslås att Riksbanken bör ta ansvar för att en lagom mängd pengar ges ut för att nå demokratiskt fastställda mål för penningpolitiken, exempelvis ett inflationsmål. Det innebär att risken för hyperinflation snarare kommer att minska.

5.4 Det kommer att skapas för lite pengar

Ett klassiskt missförstånd, som uppstod i slutet på 1800-talet när Riksbanken skulle få sedelmonopol, var att Riksbanken omöjligt skulle kunna tillhandahålla de pengar som krävs för att tillfredsställa näringslivets behov. Detta argument framfördes flitigt av banklobbyn och dåvarande riksdagsledamoten professor Pontus E Fahlbeck.¹¹¹ Men han hade fel, sedelmonopolet blev som Riksbanken konstaterar mycket framgångsrikt.¹¹² Samma argument framförs just nu av dagens banklobbyister. Förslaget har anklagats för att leda till penningbrist, höga räntenivåer och vara för stelt för att tillgodose näringslivets behov så att resultatet skulle bli att produktivt företagande hämmas.¹¹³ Men nu liksom då bygger dessa argument på missförstånd, okunskap och egenintresse.

För det första beror inte hur flexibelt ett

penningssystem är på *vilken aktör* som skapar pengar, utan enligt *vilket kriterium* pengar skapas. Om penningmängden hålls helt fixerad och aldrig ändras blir resultatet ett extremt stelt penningssystem. Om nya pengar skapas direkt på beställning åt alla som vill ha pengar blir resultatet ett extremt flexibelt penningssystem. Däremellan finns ett stort spektrum av olika möjliga kriterier för när pengar ska skapas. Frågan om *vilket kriterium* som är optimalt måste hållas isär från frågan om *vem som ska tillåtas skapa svenska kronor*. En reform där affärsbankspengar konverteras till e-kronor så att Riksbanken ges ensamrätt att ge ut svenska kronor är kompatibel med samtliga möjliga kriterier för hur flexibelt svenska kronor ska skapas.

För det andra är dagens penningssystem alldeles för flexibelt när det gäller att skapa pengar till börsen och bostadsmarknaden och för inflexibelt när det gäller utlåning till produktivt och grönt företagande. Som framgår i avsnitt 3.3 går mindre än 13 procent av utlåningen till företag, och av dessa pengar går merparten inte till produktiva investeringar, utan till uppköp av tillgångar och andra företag. Företagen finansierar merparten av sina investeringar själva, oberoende av bankerna, bland annat eftersom det är så svårt att få banklån för att göra något produktivt.

För det tredje gör de reformförslag som förespråkas i denna rapport det möjligt att optimera flexibiliteten och tillgången på pengar för olika marknader så att det blir mindre pengar åt börsen och bostadsmarknaden, och mer åt produktivt företagande. Det kan ske på tre sätt: (i) Den som vill kommer att kunna låna ur investeringsfonder där olika aktörer såsom medborgare, företag, kommuner, landsting och staten kan spara överskottspengar till viss risk och ränteavkastning. I den mån dessa investerare har en grönare, kreativare och mer samhällsnyttig investeringsmoral än dagens banker kommer det sannolikt att bli lättare för företag att låna till produktiva, kreativa och miljövänliga investeringar än i dag. (ii) Regeringen kan välja att spendera pengarna de får av Riksbanken på ett målinriktat sätt för att stimulera marknader de vill se växa. (iii) Riksbanken eller regeringen kan direkt till företag eller till banker låna ut pengar som är öronmärkta för att lånas vidare till exempelvis gröna investeringar eller

Reformen förespråkas av både tillväxtkritiker och tillväxtförespråkare eftersom förslaget skulle kunna möjliggöra både lägre och högre tillväxt.

andra former av produktivt företagande och på så vis garantera att det alltid är extra lätt att låna pengar för att göra bra saker som demokratin vill främja.

För det fjärde kan Riksbanken – om efterfrågan faller, räntenivåerna stiger, arbetslösheten ökar eller inflationen sjunker för att Riksbanken under en period gett ut för lite pengar – då mycket enkelt kompensera för det genom att ge ut mera pengar. När mer pengar injiceras i ekonomin till medborgarna eller statliga investeringar ökar efterfrågan vilket gör att företagen kan öka investeringstakten och anställa flera. Om mer pengar ges ut än vad som absorberas av realekonomin så byggs ett överskott upp. När tillgången på pengar är högre än efterfrågan på lån pressas räntenivåerna ner.

Slutligen är det värt att påpeka att företag gynnas av hög efterfrågan i ekonomin, det är grundförutsättningen för att vilja göra investeringar. Om nyskapade svenska kronor sätts i cirkulation i realekonomin istället för på börsen och bostadsmarknaden kan den reella efterfrågan stiga, vilket är förutsättningen för att företagen ska vilja investera mera.

5.5 Förslaget framförs bara av tillväxtkritiker eller tillväxtförespråkare

Förslaget har ibland anlagats för att vara en orealistisk reform med rötter hos den tillväxtkritiska miljörelsen. Förslaget har å andra sidan anlagats för att för blint fokusera på att öka ekonomins produktivitet. Men ingen av dessa invändningar stämmer. Reformen förespråkas av både tillväxtkritiker och tillväxtförespråkare eftersom förslaget skulle kunna möjliggöra både lägre och högre tillväxt.

Tillväxtkritiker brukar påpeka att dagens penningssystem leder till ohållbart höga skuldnivåer som måste hanteras på något vis, och att tillväxt är en mycket effektiv strategi för att öka inkomsterna så att skuldernas andel av inkomsterna sjunker. Skulderna blir då allt lättare att bära för alla aktörer i ekonomin, och riskerna för minskade investeringar, skulddeflation och skuldkris minskar. Nuvarande penningssystem har därför anlagats för att öka politikens incitament att driva på mot tillväxt istället för att fokusera på andra värden.

Tillväxtkritiker brukar också påpeka att nuvarande penningssystem är instabilt under nerväxt. Blir tillväxten för låg eller negativ finns risk för skulddeflation och en påföljande finanskris. Nuvarande penningssystem har därför kritiserats för att vara "beroende" av tillväxt för att fungera bra. En lösning vore Sovereign Money. Då kan penningvärdet hållas stabilt och skulddeflation undvikas även i längre faser av nerväxt.

Tillväxtförespråkare brukar istället påpeka att hög skuldsättning fungerar som en belastning som minskar företagets möjlighet att göra investeringar, riskerar att strypa ekonomin och hämma tillväxten. En penningreform som leder till drastiskt lägre skuldnivåer skulle göra att ekonomin kunde blomstra och växa mycket snabbare. Dessutom kan nyskapade pengar användas på att sätta ledig kapacitet i arbete och utnyttja ekonomins fulla potential, vilket kan möjliggöra mycket höga tillväxtnivåer.

5.6 Är inte förslaget bara Chicagoplanen i ny skepnad?

Det stämmer att förslagen i denna rapport har rötter i Frederick Soddis (1926) och Irving Fishers (1935) idé att bankerna skulle tvingas täcka upp 100 procent av sin utlåning genom att hålla motsvarande mängd centralbankspengar. Detta förslag gjorde sig känt under beteckningen "Chicagoplanen". Det finns dock ett antal viktiga skillnader mellan Chicagoplanen och förslaget att konvertera samtliga affärsbankspengar till e-kronor (Sovereign Money). Här är de tre viktigaste skillnaderna:

■ 100 procent reservkrav var ett förslag som utvecklades på 1930-talet innan internet fanns. Förslaget innebar att bankerna vid bankdagens slut räknar samman sina skulder till kunderna. Bankerna måste sedan ha 100 procent täckning av skulderna genom att låna in motsvarande mängd centralbankspengar. I dag kan vi istället ersätta dagens komplicerade penningssystem med ett slutet system för affärsbankspengar, och ett slutet system för centralbankspengar, med ett enkelt och enhetligt system med e-kronor där betalningar görs i realtid med modern internetbaserad teknik.

■ Chicagoplanen är onödigt dyr. Bankerna får högre kostnader när de måste betala ränta till centralbanken för alla centralbankspengar (reserver) de måste hålla. Det kommer sannolikt bara att leda till att bankerna driver upp kostnaderna för kunderna. Man kan fråga sig varför staten ska ta in en sådan "extra skatt på pengar" som medborgarna ändå tvingas finansiera i slutändan. Pengar borde vara kostnadsfria, neutrala betalningsmedel. Redan på 1930-talet diskuterades kostnadsproblemet. Vissa föreslog då att bankerna skulle få de extra reserverna gratis, men då kan de bara fortsätta att kostnadsfritt finansiera sin utlåning, så stora delar av poängen med reformen går förlorad. En bättre lösning är förslaget som presenteras i denna rapport: här behövs ingen "extra skatt på pengar", bankerna kommer istället att pressas av konkurrensen på marknaden. Då kan bankerna inte ta ut extra avgifter av medborgarna och skylla på Riksbanken.

■ Med 100 procent reservkrav skapas fortfarande pengar av privata banker. Det innebär att de privata bankerna fortfarande styr penningmängden. Centralbanken kommer först i efterhand in och täcker upp genom att låna ut lagom med centralbankspengar (reserver) vid bankdagens slut. Centralbankerna borde istället proaktivt skapa pengar, inte bara reaktivt fungera som en "anytime refinancer" åt bankerna.

Sovereign Money är alltså en modern och uppdaterad penningreform som skiljer sig från Chicagoplanen och olika äldre varianter av "100 % reserve banking".

5.7 Varför inte konvertera affärsbankspengarna till en privat valuta?

En möjlig invändning mot steg 3 ovan, det vill säga att konvertera affärsbankspengarna till e-kronor, är att vi lika gärna kunde konvertera affärsbankspengarna till en helt privat valuta som saknar statlig uppbackning. På lång sikt skulle det innebära exakt samma sak: e-kronan kommer att bli det dominerande betalningsmedlet och privata valutor av olika slag blir väldigt marginaliserade. Men på kort sikt är förslaget att konvertera till e-kronor bättre av följande skäl:

För det första – om affärsbankspengar konverteras till en privat valuta måste de som vill ha e-kronor aktivt växla sina affärsbankspengar till e-kronor. De invånare som inte tar detta beslut kommer helt plötsligt bli av med insättningsgarantin för sitt sparkapital. Att på detta sätt utsätta vissa invånare för ökad risk är olyckligt. Det är bättre att samtliga pengar konverteras till e-kronor automatiskt. De som önskar ta risker kan sedan aktivt välja att spara i alternativa valutor om de är intresserade av sådan spekulationsverksamhet.

För det andra är dagens affärsbankspengar redan så starkt uppbackade av staten att steget till fullvärdiga statliga e-kronor förefaller kortare än steget till en privat valuta. Konvertering till e-kronor tycks vara en enklare och mindre radikal lösning.

För det tredje – om affärsbankspengar konverteras till en privat valuta kommer antagligen ett stort antal kunder att snabbt vilja växla över sina affärsbankspengar till säkra e-kronor. Det kan försätta bankerna i en likviditetskris. Får bankerna istället en konverteringsskuld till Riksbanken kan

Dagens affärsbankspengar är redan så starkt uppbackade av staten att steget till fullvärdiga statliga e-kronor förefaller kortare än steget till en privat valuta.

den sakta betalas av under en lång övergångsfas. Bankerna kan då successivt sälja av sina tillgångar och återbetala skulden på ett kontrollerat vis.

5.8 Privata valutor uppstår och blir ett problem

Ibland hävdar någon att nya privata valutor kommer uppstå och att det skulle underminera reformförslaget. Men denna kritik är inte särskilt noggrant genomtänkt.

Det är ytterst oklart varför nya privata valutor skulle uppstå i någon större omfattning. Som Cecilia Skingsley, vice riksbankschef, konstaterar är betalningsmarknaden ett naturligt monopol med höga investeringskostnader där kostnaden för att betjäna ytterligare en kund är mycket låg. Det är därför betalningsmarknaden domineras av ett fåtal stora aktörer. Efter att affärsbankspengarna konverterats till e-kronor och hela ekonomin domineras av e-kronor skulle det bli mycket svårt för privata aktörer att konkurrera sig in med ett nytt betalsystem.

Utöver att dominera hela marknaden initialt kommer den svenska kronan att ha en rad konkurrensfördelar som gör det svårt för privata valutor att ta någon större marknadsandel: (i) Den svenska kronan kommer att ha status som lagligt betalningsmedel, vilket innebär att alla företag som verkar i Sverige är skyldiga att ta emot den som betalningsmedel, (ii) all skatt, alla löner och alla utgifter i offentlig sektor kommer betalas med e-kronan, (iii) endast den svenska kronan kommer att vara helt säker och garanterad av staten, (iv) Riksbanken kommer att förse ekonomin med de svenska kronor som behövs. Det kommer inte att råda brist på svenska kronor och därmed inte finnas någon avgörande efterfrågan på privata alternativ.

Dessutom är det oklart varför framväxten av privata valutor skulle vara mer problematiskt efter en penningreform än innan en penningreform. Redan i dag ser vi att privata, oreglerade valutor växer fram. Det finns allt från kryptovalutor till lokala valutor, bonuspoäng, lunchkuponger och checkar av olika slag. Inga av dessa valutor har dock hittills lyckats ta över i någon större omfattning. Om dessa privata valutor skulle växa i användning och skapa finansiell instabilitet måste

staten givetvis ge sig in på marknaden och reglera samt lagstifta. Det gäller såväl i dag som efter en penningreform.

5.9 Skuggbanksektorn kommer växa

En närliggande invändning är att skuggbanksektorn skulle växa. Ibland kallas slarvigt allt från hedgefonder och privata investeringsbolag till försäkringsbolag för "skuggbanker". Men det är missvisande eftersom dessa finansiella institutioner inte skapar pengar utan bara snabbar på cirkulationen av redan existerande pengar. I USA började banker dock använda andelar i penningmarknadsfonder (Monetary Market Fund shares, MMF:s) för att betala varandra och kringgå regler och lagar. Dessa penningmarknadsfonder förtjänar att kallas skuggbanker eftersom de faktiskt skapar nya betalningsmedel som en skuld på affärsbankspengar. Det är dock ytterst oklart varför sådan skuggbanksverksamhet skulle öka efter en penningreform av följande skäl:

För det första har skuggbanksektorn redan blivit ett problem i USA i dag som kräver reglering. Mellan 1980 och 2008 ökade värdet av MMF:s i USA från 90 miljarder till 3 800 miljarder dollar: en 42 gångers ökning på 30 år är extremt snabbt. Av vilka skäl skulle denna ökning accelerera ytterligare om en penningreform genomfördes?

För det andra började MMF:s ursprungligen att användas av bankerna för att kringgå existerande lagstiftning och på så vis kunna tjäna mer pengar. Men konverteras affärsbankspengar till helt säkra e-kronor försvinner behovet av komplicerade regelverk om exempelvis kapitaltäckning. Det medför att bankerna inte kommer att kunna spara pengar på att använda MMF:s på samma sätt. Efterfrågan på MMF:s kommer därför snarare minska.

För det tredje, enligt Ponzar (2011) är den viktigaste orsaken till att efterfrågan på MMF:s ökat så mycket är inte jakt på avkastning, utan att stora företag, fonder och försäkringsbolag sökte efter säkra sätt att placera pengar på med hög likviditet. Insättningsgarantin täcker bara små belopp så att spara hos banken är inte ett alternativ för stora aktörer. Statspapper med korta löptider är marknads favorit, då dessa i princip är riskfria och mycket likvida. Men när inte tillräckligt med statspapper finns på marknaden är det näst bästa

alternativet att köpa andelar i penningmarknadsfonder. E-kronan kommer vara ett placeringsalternativ med lägsta tänkbara risk där stora fonder och företag kan placera den andel av sina tillgångar de behöver ha i mer likvid form. Införs e-kronan kommer alltså sannolikt efterfrågan på MMF:s och därmed skuggbanksektorn att krympa.

5.10 Reformen går inte att genomföra i dagens globaliserade värld

Ett vanligt missförstånd är att reformen inte skulle kunna genomföras på grund av dagens globaliserade kapitalmarknader. Men det stämmer inte. Utredningar visa att reformen går att genomföra i ett separat valutaområde i taget.¹¹⁴ Reformen gäller i Sveriges fall bara valutan svenska kronor och innebär att ingen bank som fått svensk bankoktroj, oavsett var i världen den ligger, tillåts skapa svenska kronor. Den bank som vill låna ut eller sälja svenska kronor på valutamarknaden måste först låna in eller köpa svenska kronor. I övrigt fortsätter valutahandeln precis som i dag. Men även om inga privata banker kommer kunna skapa svenska kronor, så observera att banker kan välja att nominera skulder till sina kunder i enheten svenska kronor. En amerikansk bank kan exempelvis erbjuda sina kunder ett bankkonto där värdet som banken är skyldig kunden anges i enheten svenska kronor. Men sådana bankskapade kreditpengar kommer inte vara svenska kronor, för de accepteras inte och subventioneras inte av svenska staten som lagligt betalningsmedel i Sverige. De måste växlas över till äkta svenska kronor på valutamarknaden för att kunna användas för merparten av alla betalningar och transaktioner i den svenska ekonomin. Observera också att om en utländsk bank väljer att binda upp sig gentemot den svenska kronans värde och nominerade sina skulder i enheten svenska kronor så utsätter de både sig själva och sin kund för en viss växelkursrisk. Om svenska kronans värde ökar eller minskar så ökar eller minskar också bankens skuld till kunden.

5.11 Reformen strider mot EU:s regelverk

Enligt Lissabonfördraget artikel 123 samt Maastrichtfördraget artikel 104 är det förbjudet för offentliga institutioner att låna direkt av

centralbanken och för stater att gå med för stora budgetunderskott. Det är dock inte förbjudet för centralbanker att leverera seigniorage-vinster till regeringen, det gör Riksbanken redan i dag. Genom att definiera samtliga pengar centralbanken skapar som seignioragvinster vilka centralbanken levererar till statskassan så är det möjligt att argumentera för att penningreformen håller sig till EU:s regelverk. En annan möjlighet är att seignioraget levereras direkt från Riksbanken till invånarna som en medborgarandel. Detta är inte enligt någon rimlig tolkning förbjudet utifrån EU:s regelverk. Pengar direkt från Riksbanken till medborgarna kräver dock, som Riksbanken konstaterar, en ändring av svensk lagstiftning.¹¹⁵

5.12 E-kronan löser alla problem

Ett annat missförstånd är att e-kronan eller den penningreform som föreslås i denna rapport skulle lösa alla samhällsproblem. Det stämmer inte.

För det första kan en penningreform aldrig kompensera för en dåligt förd finanspolitik. Finanspolitiken omsätter långt mycket större belopp än vad penningpolitiken någonsin kommer tillföra ekonomin i form av seignioragevinster. De reformer med störst påverkan på ekonomin ligger inom finanspolitiken, inte inom penningpolitiken. Att konvertera dagens affärsbankspengar till e-kronor är bara en bland många viktiga åtgärder för att skapa en hållbar ekonomi och ett bättre samhälle. Därutöver behövs fler åtgärder och reformer.

För det andra kan inte Sverige ensamt lösa de problem som diskuterats i rapporten bara genom att reformen införs här. Sveriges ekonomi och bankväsende är intimt sammanlänkade med andra länder. Vi kan bara rusta Sverige så väl det går inför att hantera en kommande global finanskris. Finanskriser orsakas och sprids numera globalt och kräver därmed globala lösningar, exempelvis att reformen införs i samtliga valutaområden.

6. Återta makten över demokratin!

Staten bör skapa, utfärda och cirkulera alla pengar som behövs för att tillgodose statens utgifter och konsumenternas köpkraft. Privilegiet att skapa och utfärda pengar är inte bara statens suveräna rättighet, det är statens största kreativa möjlighet. [...] Genom att anamma dessa principer [...] besparas skattebetalarna enorma belopp i räntekostnader [...] Medborgarna kommer att förse med en valuta lika säker som sin egen stat. Pengar kommer att sluta härskas och blir mänsklighetens tjänare. Demokratin kommer bli överordnad pengarnas makt.

Abraham Lincoln (1809–1865),
USA:s 16:e president¹¹⁶

Ett välfungerande betalningssystem är precis som riksbankschefen Stefan Ingves konstaterar i en debattartikel en central infrastruktur och en kollektiv nytthet som krävs för att betalningar ska kunna göras på ett säkert och effektivt sätt i alla lägen. Ingves uttrycker oro över att privata alternativ håller på att konkurrera ut Riksbankens pengar och skriver: "Andra exempel på kollektiva nyttheter är försvar, domstolsväsende och offentlig statistik. De flesta medborgare skulle känna sig obekväma med att helt lämna över dessa samhällsfunktioner till privata företag."¹¹⁷ Privata banker kan när som helst stänga ner hela Sveriges ekonomiska liv genom en tangentryckning. Att överlämna skapandet, driften och kontrollen av en så central samhällelig infrastruktur som svenska kronor till vinstdrivande företag är oansvarigt och odemokratiskt.

Den som har kontroll över pengaskapandet har också kontroll över samhället. Att olovligen skapa egna pengar har därför alltid varit belagt med stränga straff. Därför är det förvånansvärt att privilegiet att skapa 98 procent av penningmängden i ett demokratiskt land som Sverige är i händerna på några få privata banker som i sin tur styrs av ett fåtal personer. Denna koncentration av

makt med dålig kontroll och insyn utgör en stor brist i vår demokrati.

Bankerna bestämmer vem som får låna och bestämmer därmed vem som får genomföra sina projekt eller inte. De styr därmed vilken riktning samhället ska utvecklas åt. Bankerna bestämmer om långsiktiga, ekologiska och sociala projekt får pengar eller inte. De styr till och med i viss mån om stater ska få genomföra viktiga sociala reformer eller inte. Allt står i skuggan av bankernas avkastningskrav. Och högst avkastning går att få genom att spå på spekulationsbubblor på aktie- och fastighetsmarknaden.

Vad som är ännu mera förvånansvärt är att bankernas privilegium att skapa pengar inte ens är lagligt reglerat. I Regeringsformen 9:e kapitel § 14 står det: "Endast Riksbanken har rätt att ge ut sedlar och mynt. Bestämmelser om penning- och betalningsväsendet meddelas i övrigt genom lag." Vi väntar fortfarande på en sådan bestämmelse där bankernas kvasimonopol att skapa våra pengar regleras. Anledningen är förmodligen att det råder stor okunnighet bland våra riksdagsledamöter och ekonomer om hur pengar egentligen skapas. Få är medvetna om denna lagliga gråzon.

Tack vare ett privilegium som de fått utan någon som helst demokratisk legitimitet kan bankerna styra över en grundläggande samhällsfunktion

Den som har kontroll över pengaskapandet har också kontroll över samhället.

som är så central att staten måste rädda bankerna vid ekonomiska kriser. Vetskapen om att man kan ta höga risker och göra stora vinster i goda tider för att sedan låta staten rycka in och rädda situationen i dåliga tider är en djupt problematisk form av *moral hazard*. Vinsterna privatiseras och riskerna socialiseras.

När bankerna tillåts tjäna miljarder på dagens dysfunktionella penningssystem samtidigt som den ekonomiska ojämlikheten ökar urholkas förtroendet för demokratin och det politiska etablissemanget. När tron på demokratin och politikens möjligheter sjunker riskerar allt fler att vända sig till främlingsfientliga, rasistiska och odemokratiska rörelser.¹¹⁸ Med en penningreform har politiken ett gyllene tillfälle att återvinna medborgarnas förtroende. ■

7. Ordlista

AFFÄRSBANKSPENGAR. Med hjälp av datorer, kontokort, smartphones, internet och Swish kan nästan alla betalningar i dag göras direkt mellan bankkonton hos affärsbanker. De digitala pengar som finns på dessa är därmed fullständiga betalmedel och kallas här affärsbankspengar.

AVISTAKONTON. Samtliga konton med affärsbankspengar. När SCB mäter penningmängden M1 undersöks hur mycket pengar som finns på samtliga avistakonton.

BRUTTOSOLIDITET. Mått på hur stor andel det egna kapitalet utgör av bankens totala tillgångar. Måttet inkluderar dock även lånelöften och andra poster som ännu inte inkluderats på balansräkningen.

CENTRALBANKSPENGAR. Då affärsbankerna inte kan ha konto hos sig själva tillhandahåller Riksbanken konton med centralbankspengar för betalningar mellan affärsbankerna samt till och från Riksbanken. Centralbankspengar cirkulerar i det slutna betalsystemet RIX. Små sparbanker och medlemsbanker som Ekobanken har inte fått några konton i RIX, utan får använda någon storbank som ombud. Affärsbankerna kan låna och spara centralbankspengar hos Riksbanken till styrräntan.

INFLATION. Inflationen/penningvärdesförändringen mäts varje månad av Statistiska Centralbyrån SCB som årlig förändring i KPI (Konsumentprisindex).

KAPITALKRAV. Obligatorisk miniminivå av kapitaltäckning banker måste ha enligt regelverken när de skapar pengar och lånar ut.

KAPITALTÄCKNINGSGRAD. Hur mycket banken har i säkerhet i proportion till de pengar som lånas ut. Räknas ut genom att dividera kapitalbasen med de riskvägda tillgångarna.

KPI. Inkluderar levnadskostnader som priser på mat, kläder, nöjen, transporter och boende. Priset på tillgångar som bostäder, fastigheter, guld, konst och aktier är inte medräknade eftersom KPI syftar till att mäta de faktiska levnadskostnaderna, inte värdet på tillgångar. Aktier och guld krävs inte för att leva och det går ofta att hyra sin bostad. Noteras bör att räntekostnader för ägt boende är inräknade i KPI som en del av boendekostnaderna.

KVASI-SEIGNIORAGE. Också kallat ränteburet seigniorage. Benämning på den extra vinst bankerna gör på att skapa pengar ur intet för att låna ut till kunderna. Vinsten utgörs av ränteskillnaden på finansieringen en bank har jämfört med ett låneinstitut som inte får skapa pengar utan måste låna in allt de lånar ut.¹¹⁹

LIKVIDA MEDEL. Tillgångar som kan omsättas direkt (pengar) eller som kan säljas (likvideras) med kort varsel. Exempel på tillgångar med låg likviditet är lokaler och pengar bundna på sparkonto.

SEDLAR OCH MYNT. Före datorernas tid sköttes betalsystemet genom att Riksbanken gav ut sedlar och mynt som var tillräckligt svåra att förfalska. I stort sett alla betalningar gjordes då med sedlar och mynt. Kontanter utgivna av Riksbanken var betalsystemet. Användningen av kontanter har dock minskat kraftigt. Sverige är i dag det land i världen med lägst andel kontanter.

SEIGNIORAGE. Benämning på statens/härskares/suverärens/Riksbankens vinst från att skapa pengar. Genuint seigniorage är det nominella värdet på de pengar som Riksbanken ger ut. När affärsbanker av Riksbanken köper de sedlar och mynt som kunderna efterfrågar och de centralbankspengar som de behöver, för de över motsvarande värde till Riksbanken.

QE, QUANTITATIVE EASING.

På svenska Kvantitativ lättnad. Riksbanken skapar pengar och köper svenska statsobligationer för marknadspris på den öppna marknaden. De nyskapade pengarna hamnar då hos de som sålde obligationerna, affärsbanker, försäkringsbolag och finansinstitut. Syftet är att dessa pengar ska lånas ut vidare och därmed hålla ner den generella räntan ytterligare vilket är tänkt att till sist stimulera inflationen genom ökad efterfrågan.

8. Noter

1. Här avses penningmängden M1 såsom den mäts av SCB. M1 innefattar alla pengar som finns på avistakonton plus sedlar och mynt.
2. Studier på hundratals kriser senaste seklet visar med konklusiv evidens att expansion av lån och skuldsättning i snabbare takt än BNP växer leder till finanskriser. Se Kick m.fl. (2015), Aliber & Kindleberger (2015), Jordà m.fl. (2010, 2014), Gourinchas & Obstfeld (2012), Borio (2012), Duncan (2012), Schularick & Taylor (2009), Reinhart & Rogoff (2009), Kindleberger & Laffargue (1982).
3. King (2010).
4. Skingsley (2016).
5. I statistik över penningmängden definieras M0 som kontanter, M1 som M0 + affärsbankspengar på betalkonton, M2 som M1 + affärsbankspengar på bundna sparkonton samt M3 som M2 + vissa typer av värdepapper. M1 är det mått som bäst fångar den aktiva penningmängden som finns tillgänglig för att köpa varor och tjänster. För att fånga hela penningmängden skapade av affärsbankerna i samband med lån är dock M2 ett bättre mått. M2 redovisas dock inte av SCB. Det saknas också historiska serier för M1; M3 är det enda mått som finns för längre tillbakablickar i historien.
6. Fram till 2010 hade Riksbanken också ett toleransintervall runt inflationsmålet, därefter avskaffades intervallet. Efter 2017 har man bytt till ett närliggande mått, KPIF, som inte inkluderar hushållens räntekostnader för bostadslån.
7. För mer utförlig beskrivning av hur pengar skapas, se Bank of England (2014).
8. Observera att alla pengar först sätts i cirkulation genom att de skapas av affärsbanker. Andelen sedlar och mynt kan inte öka på egen hand, utan ökar först när affärsbankspengar som bankerna redan skapat växlas över till sedlar och mynt, det vill säga då invånare tar ut kontanter.
9. Observera att även Riksgälden har konto i RIX, men det kontot används bara tillfälligt under dagen för täckning/tömning av tillfälliga överskott/underskott mot toppkonton myndigheterna har hos affärsbankerna som i sin tur används för att täcka/tömma myndigheternas mer specifika konton. Saldot på RIX-kontot är alltid noll över natten. För att genomföra betalningar eller ta in skatt använder myndigheterna inte RIX-kontot utan endast affärsbankskonton.
10. Observera att eftersom transaktioner i RIX med centralbankspengar bara speglar andra transaktioner som görs i ekonomin med affärsbankspengar skulle det bli att räkna dubbelt att ta med dem i ett mått över Sveriges penningmängd, därför kan man säga att M1 är ett bra mått på den totala penningmängden även om det inte inkluderar centralbankspengar.
11. Ryan-Collins m.fl. (2011).
12. Carlström (2018).
13. Finansinspektionen (2018).
14. Se Nielsen (2018), Huber (2017), Werner (2005), Ponsot & Rossi (2009), Keen (2011), Ryan-Collins m.fl. (2011), Wray (2012), Benes & Kumhof (2012), Mehrling (2012), Bezemer (2012), Bjerg & Nielsen (2018), Turner (2015) som betonar bankernas roll som skapare av pengar och vad det innebär för möjligheten att styra via penningpolitiken. Se även historiska föregångare som Mitchell-Innes (1913), Wicksell (1936), Fisher (1935), Schumpeter (1954) och Minsky (1992).
15. Nielsen (2018), Werner (2005), Huber (2017).
16. Se Kaldron (1985) för utförligare diskussion om hur och varför försök att styra inflationen genom att kontrollera den monetära basen misslyckades.
17. Korrelationen mellan penningmängden och inflationen i KPI är -0,45.
18. Woodford (2003).
19. Werner (2017).
20. Werner (2017).
21. Riksbanken (2016).
22. Inflationen ökade från 1,8 procent i augusti 2007 till 4,4 procent september 2008, föll sedan till -1,9 procent september 2009, ökade därefter till 3,4 procent augusti 2011 för att sedan falla igen till -0,5 procent april 2013. Därefter låg inflationen runt noll i nästan tre år fram till 2016 då den började ta fart igen. Enligt alla nya prognoser Riksbanken släppte under denna tidsperiod skulle inflationen inom något år snällt stabiliseras runt 2 procent. Men dessa prognoser visade sig gång på gång felaktiga. Se Goodfriend & King (2016) utvärdering av Riksbankens penningpolitik.
23. Huber (2017).
24. Werner (2005), s. 193.
25. Sobrun & Turner (2015), Rachel & Smith (2015).
26. Det föreligger en stark negativ korrelation (-0,92) mellan förmögenhetskvoten (hushållens förmögenheter dividerat med disponibel inkomst) och styrräntan mellan 1994

och 2016. När Riksbanken sänker räntan blir hushållen alltså rikare. Men hushållen tycks inte alls bli mer konsumtionsbenägna trots detta. Mellan 1994 och 2017 var korrelationen mellan konsumtionskvoten (hushållens konsumtion delad på disponibla inkomster) och styrräntan tvärtemot vad som förutspås av teorin positiv (0,5). Och mellan 2008 och 2017 har korrelationen blivit ännu starkare (0,7). Konsumtionskvoten har fortsatt att falla trots minusränta och QE. Företagen verkar inte heller alltid investera mer eller mindre bara för att styrräntan ändras. Mellan 1999 och 2013 var exempelvis korrelationen mellan investeringskvoten (investeringsandelen av BNP) och styrräntan svagt positiv (0,16).

27. Sousa (2009); Carroll m.fl. (2017).

28. Över hela perioden från 1995 tills 2017 finns en negativ korrelation mellan styrräntan och utlåningen (-0,6). Men under större delen av perioden (mellan 1998 och 2013) var korrelationen noll. Under perioder har den till och med varit negativ. Mellan mars 2002 och juni 2005 försökte Riksbanken stimulera till ökad utlåning genom att sänka styrräntan från 4 procent till 1,5 procent. Då expanderade den totala lånevolymen 23 procent. Därefter, under en lika lång tidsperiod mellan juni 2005 och september 2008, försökte Riksbanken bromsa genom att höja styrräntan från 1,5 procent till 4,75. Men det hjälpte inte, tvärtom expanderade lånevolymen under perioden snabbare än tidigare med hela 35 procent.

29. Att ökad utlåning primärt lett till ökade tillgångspriser istället för inflation i KPI hävdas av en rad ekonomer, som Werner (2005), Keen (2011), Bezemer (2012), Hudson (2012), Pettifor (2013) och Turner (2015).

30. Sett till hela perioden 1994 till 2018 är korrelationen mellan styrräntan och växelkursen till dollarn nära noll, men mellan 2010 och 2018 har korrelationen till dollarn varit betydligt starkare, -0,94, och till euron har den varit -0,77. Sedan

Riksbanken började sänka räntan har dollarn har gått från att kosta 6,52 kronor 2013 till 8,59 kronor 2018. Euron har också ökat från 8,68 till 10,28 under perioden.

31. Palmér, Rune & Karlsson (2018).

32. För utförligare redogörelse för hur QE är tänkt att fungera, se Riksbanken (2015).

33. Bank of England bedömer att av 375 miljarder pund i QE har bara 6–7 procent sipprat ut från finansmarknaderna och spenderats på varor och tjänster som bidragit till ökad BNP och inflation. Dessutom har 40 procent av de ökningar av förmögenheterna som kan härledas till QE gått till de 5 procent rikaste (Elliot, 2012). Liknande siffror gäller sannolikt även för Sverige. Se Koo (2014), Caldentei (2017) och Chung (2017) för ytterligare kritik av QE.

34. Matikainen m.fl. (2017).

35. Se finansutskottets utvärdering av penningpolitiken 2015–2017 för diskussion av vilka faktorer som ligger bakom att inflationen ändå tagit fart några år efter att perioden med QE och minusräntan inleddes. Enligt utvärderingen är orsaken inte i huvudsak Riksbankens åtgärder, utan faktorer som stigande energipriser, stigande oljepriser, högkonjunktur och den globala inflationen.

36. Enligt SCB finns inga tydliga effekter av finansinspektionens åtgärder. Utlåningen fortsätter öka ungefär lika snabbt som tidigare. Riksbankens fortsatt expansiva penningpolitik kan vara en förklaring. SCB (2018).

37. Som huvudopponenten Fredrik NG Andersson uttryckte det vid en öppen utfrågning av Riksbanken: "Problemet vi har är att Finansinspektionen försöker bromsa och Riksbanken försöker gasa. Så länge Riksbanken gasar blir det svårare för Finansinspektionen att bromsa".

38. Räntemarginalen räknas ut som ränteutgifter minus finansieringskostnader.

39. Andersson & Jonung (2016).

40. Rognerud (2014).

41. UBS (2016).

42. Lucas (2018).

43. Bezemer, Grydaki & Zhang (2016).

44. Observera att i bankernas utlåning till offentlig sektor är bara direkt utlåning till kommuner, landsting, Riksgäldskontoret och statlig förvaltning inräknade, köp av statsobligationer och andra obligationer ingår ej.

45. Cecchetti & Schoenholtz (2011, s. 322).

46. Efter att alliansen avskaffade förmögenhetsskatten 2007 avskaffades SCB:s förmögenhetsstatistik. Beräkningar av förmögenhetsfördelningen efter 2007 bygger på ungefärliga uppskattningar. Se Credit Suisse (2017), s. 15.

47. Mellan 1975 och 1997 ökade den rikaste andelen av förmögenheten med 7 procentenheter. Mellan 2007 och 2017 var ökningen hela 10,8 procentenheter.

48. Lundberg & Waldenström (2018).

49. OECD (2015).

50. Ett exempel på reella prisökningar är när markvärdet ökar till följd av att antalet människor, infrastruktur, kommunikationer, tillgång till affärer, bostäder och så vidare ökar i markens närhet. Ett annat exempel är när aktiepriser ökar för att företags värde ökar till följd av exempelvis investeringar och ökad försäljning. Det har bidragit till ökade tillgångsvärden och därmed ökad ojämlikhet.

51. Ett exempel på ändrade skattesatser är skatten på kapital som gått från en enhetlig beskattning på 30 procent till sex skatter med olika nivåer (Waldenström m.fl., 2018). Det har gjort att kapitalet drivs till marknader med lägst skatter och där kan priserna trissas upp mera. Ett annat exempel är fastighetsskatten som avskaffades 2008. Avskaffandet har bidragit till att priserna på bostäder kunnat öka ännu mer. Att arvs- och gåvoskatten avskaffades 2004/2005

och förmögenhetsskatten avskaffades 2007 har också bidragit till ökad ojämlikhet genom minskad omfördelning av existerande förmögenheter.

52. Mellan 1950 och 1985 ökade nationalinkomsten med 189 procent, och nettoförmögenheten ökade långsammare med 110 procent. Det är en rimlig utveckling: när ekonomin växer och nationalinkomsten ökar så kan en del av de ökade inkomsterna gå till att bygga upp förmögenheter och en del förbrukas på konsumtionsvaror. Men den förmögenhet som byggts upp sedan 1985 tycks helt sakna koppling till ökningen av nationalinkomsten: fram till 2015 ökade nettoförmögenheten med hela 440 procent men nationalinkomsten ökade bara med 118 procent. Denna fyrdubbling av nettoförmögenheterna på 35 år tycks till stora delar bestå av en prisökning på tillgångar som inte motsvaras av att det faktiskt producerats mer värde i ekonomin. Ett konkret exempel är åren mellan 2002 och 2007 då nettoförmögenheten ökade med 59 procent från 6 800 miljarder till 10 700 miljarder. Att ett reellt värde motsvarande 59 procent av den samlade privata förmögenheten skulle skapats inom loppet av fem år är inte rimligt.

53. Turner 2015, s. 72.

54. Werner (2005), Keen (2011), Bezemer (2012), Hudson (2012), Pettifor (2013) och Turner (2015).

55. Forskning visar att från 1980 till 2000 berodde ökad ojämlikhet i disponibel inkomst till viss del på ökad lönespridning, men den främsta anledningen till ökade inkomstskillnader under perioden var kapitalinkomster. Från 2000 fram till 2011 har lönespridningen inte förändrats mycket. Under 2000-talet beror istället ökad ojämlikhet i disponibel inkomst nästan bara på skillnader i kapitalinkomster (Björklund & Jäntti, 2011). Den ökade lönespridning som skett kan dock i viss mån också härledas till dagens dysfunktionella penningssystem. Lönerna inom

finanssektorn har börjat bli alltmer oproportionerligt höga i relation till lönerna inom övrig privat sektor.

56. Siffrorna från SCB är räknade per konsumtionsenhet, det innebär att de inte exakt svarar mot individer, utan är viktade efter hur folk bor tillsammans i hushåll. Ensamboende vuxen räknas som 1 enhet, ett par som lever tillsammans räknas som 1,51, Ytterligare vuxen som 0,6, första barnet 0–19 år som 0,52, samt andra och påföljande barn 0–19 år som 0,42.

57. För att mäta penningmängden före 2000-talet är det enda mått som finns tillgängligt hos de flesta centralbanker M3. M3 definieras som kontanter, affärsbankspengar, pengar på sparkonton samt vissa värdepapper allmänheten innehar. Observera att jämförelsen inte är baserad på logaritmiska värden och är därför ungefärlig.

58. Observera att tillväxttakten är uträknad i jämförelse med föregående år. Därför innebär en topp i kurvan som illustrerar M3:s tillväxttakt att penningmängden vid denna tidpunkt ökat snabbt i jämförelse med föregående år, inte att penningmängden ökar som snabbast vid just denna tidpunkt.

59. Innan it-bubblan började växa 1995 var hushållens inkomster från kapital 53 miljarder. När bubblan växte ökade kapitalinkomsterna och når sedan sin topp på 172 miljarder precis innan krisen. Efter att bubblan sprack föll de tillbaka till drygt 82 miljarder. Därefter tog ökningen fart igen. Precis före finanskrisen 2008 hade penningmängden mycket hög tillväxthastighet. Kort därefter nådde kapitalinkomsterna sin topp på 271 miljarder för att sedan falla till 181 miljarder. 2015, när tillväxten i penningmängden nådde en ny topp slog kapitalinkomsterna nytt rekord: 343 miljarder.

60. Att uppskatta kvasi-seignioraget exakt är dock svårt. Andra delar som borde räknas in är att banker kan ge anställda olika typer av tjänsteförmåner såsom bilar och bostäder. Bankerna kan också

skapa pengar för att köpa möbler, kontorsutrustning och så vidare. Det är dock bara i de fall bankerna köper sådant som kan räknas som en tillgång och skrivas upp på balansräkningen som de kan finansiera sig genom att skapa pengar och därför har fördelar framför andra företag. (I de fall en bank köper förbrukningsvaror eller betalar ut löner tas pengarna ur det egna kapitalet.)

61. Finansinspektionen (2015).

62. Jochnick (2015).

63. Windberg (2015).

64. Statens offentliga utredningar (2016:76).

65. Riksgälden (2016).

66. Lindberg & Hansing (2017).

67. IMF (2016).

68. Fisher (1933).

69. Teorin om skulddeflation utvecklades ursprungligen av Fisher (1933). Den har vidareutvecklats av Minsky (1982), modellerats av Keen (1995) och kompletterats genom teorin om balansräkningsrecession, se Koo (2009).

70. Koo (2009).

71. Mian & Sufi (2015).

72. Turner (2014).

73. Cecchetti & Kharroubi (2012).

74. För att ändå få en ungefärlig uppfattning om vid vilken nivå skuldsättningen börjar bli problematisk kan man titta på forskning som undersökt alla finanskriser de senaste 150 åren. Tidigare finanskriser har skett när den privata skuldsättningen överstiger 150 procent av BNP samt ökat mycket snabbt, över 18 procentenheter de senaste fem åren. Även om det aldrig går att förutsäga finanskriser med sådan exakthet är det oroväckande att konstatera att den privata skuldsättningen utgjorde 160 procent av BNP 2017 och fortsätter att växa mycket snabbt (Clemons & Vagues, 2012).

75. Bazot (2017).

- 76.** Samma poäng brukar ofta göras av teoretiker inom traditionen MMT (Modern Money Theory).
- 77.** Observera återigen att svenska aktörers totala skuldsättning till svenska monetära finansinstitut inte inkluderar statsobligationer i SCB:s statistik. Tar vi med statsskulden i beräkningen är den totala skuldsättningen därför större än 8 140 miljarder.
- 78.** Benes & Kumhof (2012), Lainà (2015), Egmond & Vries (2016) och Yamaguchi (2010, 2011, 2016).
- 79.** Cervenka (2017).
- 80.** Noonan (2016).
- 81.** Turner (2012).
- 82.** Huber (2017).
- 83.** Kick m.fl. (2015), Aliber & Kindleberger (2015), Jordà m.fl. (2010, 2014), Gourinchas & Obstfeld (2012), Borio (2012), Duncan (2012), Schularick & Taylor (2009), Reinhart & Rogoff (2009), Kindleberger & Laffargue (1982).
- 84.** Bjerg (2014, s. 25).
- 85.** Huber (2017).
- 86.** Enligt Arcand m.fl. (2012) har finanssektorn blivit för stor när den privata skuldsättningen överstiger 100 procent av BNP, då blir finanssektorn en parasit på realekonomin och hämmar tillväxten.
- 87.** Detta fenomen brukar kallas hysteresis och visades först av Blanchard & Summers (1986).
- 88.** Nordea (2016).
- 89.** Huber (2017).
- 90.** Dagens Nyheter (2018b).
- 91.** "We got into this mess because of excessive creation of private credit and money: we should be concerned if our only escape route implies building up a future excess." (Turner, 2013).
- 92.** Wolf (2014).
- 93.** Dyson & Hodgson (2016).
- 94.** Skingsley (2016).
- 95.** Riksbanken (2017b), Riksbanken (2018).
- 96.** Räntan måste vara lägre än räntan på vanliga bankkonton (annars skulle alla pengar flyttas) samt högre än styrräntan som är bankernas ränta på pengar hos Riksbanken, (annars skulle inga större företag använda e-kronor).
- 97.** Skingsley skriver: "affärsbankspengar innehåller en risk – även om den är liten" och konstaterar att detta "kan skapa stabilitetsproblem i banksektorn om folk plötsligt vill ha ut sina pengar och banken inte snabbt kan skaffa fram pengar genom att sälja tillgångar". Dessa problem finns inte för centralbankspengar då "de är utan nominell kreditrisk eftersom de står för en fordran på centralbanken som inte kan gå i konkurs".
- 98.** Observera dock att bankerna inte i detta steg kan använda e-kronor för betalningar mellan sig utan även i fortsättningen kommer betala varandra i RIX med centralbankspengar.
- 99.** Dyson, Hodgson & van Lerven (2016).
- 100.** Alaeus (2018).
- 101.** Jackson & Dyson (2012).
- 102.** Dyson, Hodgson & Lerven (2016).
- 103.** Huber (2017).
- 104.** KPMG (2016).
- 105.** För detaljer om förslaget, se Dyson, Hodgson & Lerven (2016). Förslaget innebär exempelvis att bundna sparkonton konverteras till investeringsfondkonton under konverteringsnatten.
- 106.** Det innebär till skillnad från dagens investeringsfonder att värdet av insättningen inte ökar eller minskar med värdet på det som fonden investerat i.
- 107.** Frågan om hur målen för penningpolitiken ska formuleras är upp till Riksdagen att besluta efter noggranna statliga utredningar. Det finns ingen anledning att diskutera frågan i denna rapport. Flera ledande ekonomer har dock på senare år börjat argumentera för att det vore bättre för produktiviteten, sysselsättningen och riskerna med den höga skuldsättningen om centralbankerna siktade på ett högre inflationsmål än dagens 2 procent. Exempelvis har kända ekonomipristagare till Nobels minne såsom Joseph Stiglitz, Paul Krugman och George Akerlof argumenterat för att ett högre inflationsmål skulle vara gynnsamt för sysselsättningen. Se också Riksbanken (2017c) som drar slutsatsen att forskningsläget de senaste åren lutar åt att en högre nivå på inflationsmålet vore önskvärd.
- 108.** Dyson, Hodgson & Lerven (2016).
- 109.** För en tydlig redogörelse av konflikten mellan statliga myndigheter vad gäller ansvaret för finansiell stabilitet, se Kallifatides & Belfrage (2017).
- 110.** Dittmer (2018).
- 111.** Fahlbeck (1900).
- 112.** Skingsley (2018).
- 113.** Fontana & Sawyer (2016).
- 114.** Se Sigurjonsson (2015) s. 88, en rapport beställd av Islands premiärminister, samt Huber (2017), s. 190.
- 115.** Riksbanken skriver: "Ett annat argument som har lyfts är att en e-krona även skulle kunna öppna möjligheten för nya former av kvantitativa lättnader, till exempel generella insättningar till hushållen av nya pengar på e-kronakonton (så kallade 'helikopterpengar'), se till exempel Dyson och Hodgson (2016). I Sverige är det förbjudet för Riksbanken att göra sådana generella insättningar. Regeringen kan dock inom ramen för finanspolitiken göra detta" (Riksbanken, 2018, s. 26).
- 116.** Lincoln (1865), s. 91.
- 117.** Ingves (2018).
- 118.** En delvis korrekt förståelse för hur bankerna skapar pengar och problemen med detta har länge frodats i rasistiska, nazistiska och konspirationsteoretiska kretsar. Vaken.se, Partiet Populisterna, Nordiska Motståndsrörelsen, Fria Tider, Nya dagbladet och andra

alternativa rörelser och alternativ media har rapporterat om problemen och förespråkat delvis liknande reformer som de som föreslås i denna rapport. Dessa rörelser bygger dock ofta stora konspirationsteorier ovanpå sin endast delvis korrekta grundförståelse, vilket leder till att tron på möjligheten att påverka penning- och banksystemet via demokratin minskar. Konspirationsteorierna leder också till att all ilska över orättvisorna riktas åt helt fel håll och riskerar att drabba enskilda medborgare, politiker och folkgrupper.

119. Det finns en diskussion om just KPI är det bästa måttet när det gäller att mäta förändringar i levnadsomkostnaderna. En del av KPI uppskattas av experter efter hur mycket "kvalitet" eller "njutning" olika teknikförbättringar ger konsumenten. Ett exempel är mobiltelefonerna som utvecklas ständigt där denna metod för att fastställa KPI ger dagens smarta telefoner tusentals gånger mer kvalitet än telefonerna för cirka 30 år sedan. Det gör att KPI blir för "långt" räknat.

9. Referenser

- Alaeus, Lars (2018). Value of Money and Making Monetary Reform Apolitical through Citizens Dividend. www.internationalmoneyreform.org/news/2018/06/value-of-money-and-making-monetary-reform-apolitical-through-citizens-dividend/
- Aliber, Robert Z. & Charles P. Kindleberger (2015). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, 7:e upplagan. New York: Basic Books.
- Andersson, Fredrik & Lars Jonung (2016). The Credit and Housing Boom in Sweden, 1995–2015: Forewarned Is Forearmed. www.voxeu.org/article/credit-and-housing-boom-sweden-1995-2015
- Arcand, Jean L. Enrico Berkes & Ugo Panizza (2012). Too Much Finance? IMF Working Paper 12/161. International Monetary Fund.
- Bank of England (2014). Money Creation in the Modern Economy. www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2014/money-creation-in-the-modern-economy.pdf
- Bazot, Guillaume (2017). Financial Consumption and the Cost of Finance: Measuring Financial Efficiency in Europe (1950–2007). *Journal of the European Economic Association* 16(1): 123–160.
- Benes, Jaromir & Michael Kumhof (2012). The Chicago Plan Revisited. IMF Working Paper 12/102. International Monetary Fund.
- Bezemer, Dirk (2012). Finance and Growth: When Credit Helps, and When It Hinders. www.ineteconomics.org/uploads/papers/bezemer-dirk-berlin-paper.pdf
- Bjerg, Ole (2014). *Making Money. The Philosophy of Crisis Capitalism*. London: Verso Books.
- Bjerg & Nielsen (2018). Who Should Make Kroner? – A Review of Danmarks Nationalbank's Analysis of CBDC. SSRN Scholarly Paper ID 3124816. Social Science Research Network.
- Björklund, Anders & Markus Jäntti (2011). Inkomstfördelningen i Sverige. www.sns.se/aktuellt/sns-valfards-rapport-2011-inkomstfordelningen-i-sverige/
- Blanchard, Olivier J. & Lawrence H. Summers (1986). Hysteresis and the European Unemployment Problem. NBER Working Paper 1950. National Bureau of Economic Research.
- Borio, Claudio (2012). The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt? BIS Working Papers 395. Bank for International Settlements.
- Boverket (2016). Boverkets indikatorer, nr 2, november 2016. www.boverket.se/globalassets/publikationer/dokument/2016/boverkets-indikatorer-november-2016.pdf
- Caldentey, Esteban P. (2017). Quantitative Easing (QE), Changes in Global Liquidity, and Financial Instability, *International Journal of Political Economy* 46: 91–112.
- Carlström, Johan (2018). LO: Skattebetalarna lär få betala bankernas nota. *Svenska Dagbladet*, 22 oktober 2018. www.svd.se/lo-skattebetalarna-lar-far-betala-bankernas-nota
- Carroll, Christopher, Jiri Slacalek, Kiichi Tokuoka & Matthew N. White (2017). The Distribution of Wealth and the Marginal Propensity to Consume. *Quantitative Economics* 8(3): 977–1020.
- Cecchetti, Stephen G. & Kermit L. Schoenholtz (2011). *Money, Banking, and Financial Markets*. New York: McGraw Hill.
- Cecchetti, Stephen G. & Enisse Kharroubi (2012). Reassessing the Impact of Finance on Growth. BIS Working Paper 381. Bank for International Settlements.
- Cervenka (2017). *Vad gör en bank*. Stockholm: Natur & Kultur.
- Chung, John J. (2017). Wealth Inequality as Explained by Quantitative Easing and Law's Inertia *UMKC Law Review* 85(2): 275–310.
- Clemons, Steve & Richard Vagues (2012). How to Predict the Next Financial Crises. www.cdn.theatlantic.com/static/mt/assets/steve_clemons/How%20to%20Predict%20the%20Next%20Financial%20Crisis%5B1%5D-2.pdf
- Credit Suisse (2016). The Global Wealth Report 2016. www.credit-suisse.com/corporate/en/articles/news-and-expertise/the-global-wealth-report-2016-201611.html
- Credit Suisse (2017). Global Wealth Databook 2017. www.publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/index.cfm?fileid=432759CA-0A73-57F6-04C67E-F7EE506040

- Dittmer, Kristofer (2018). På spaning efter en djupgrön penningpolitik. *Tidningen Syre*, 26 oktober 2018. www.tidningensyre.se/2018/nummer-307/pa-spaning-efter-en-djupgron-penningpolitik/
- Duncan, Richard (2012). *The New Depression: The Breakdown of the Paper Money Economy*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Dyson, Ben & Graham Hodgson (2016). Digital Cash. Why Central Banks Should Start Issuing Electronic Money. www.positivemoney.org/publications/digital-cash/
- Dyson, Ben, Graham Hodgson & Frank van Lerven (2016). A Response to Critiques of 'Full Reserve Banking'. *Cambridge Journal of Economics* 40(5): 1351–1361.
- Elliot, Larry (2012). Britain's Richest 5% Gained Most from Quantitative Easing – Bank of England. *The Guardian*, 23 augusti 2012. www.theguardian.com/business/2012/aug/23/britains-richest-gained-quantative-easing-bank
- Fahlbeck, Pontus E. (1900). Bank-reformen. *Statsvetenskaplig tidskrift*, 3(5).
- Finansinspektionen (2013). Bankernas räntor och utlåning. www.fi.se/contentassets/85daf2f1a4974a3087bc8f5c2658930e/bru_kv3_2013.pdf
- Finansinspektionen (2015). Den implicita statliga garantin till systemviktiga banker. www.fi.se/contentassets/84bca53d5eb24f30bd0d8c0a3010bd6d/fianalys_1-2015ny.pdf
- Finansinspektionen (2018). Stabiliteten i det finansiella systemet. www.fi.se/contentassets/9489995893e64c0db054cb67b51dea59/stab_18-1.pdf
- Finansutskottet (2017). Utvärdering av penningpolitiken. www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/arende/betankande/utvardering-av-penningpolitiken-for-perioden_H501FiU24/html
- Fisher, Irving (1933). The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica: Journal of the Econometric Society* 1(4): 337–357.
- Fisher, Irving (1935). *100 Per Cent Money*. New York: Adelphi Company.
- Fontana, Giuseppe & Malcolm Sawyer (2016). Full Reserve Banking: More 'Cranks' than 'Brave Heretics'. *Cambridge Journal of Economics* 40(5): 1333–1350.
- Friedman, Milton (1969). *The Optimum Quantity of Money*. Basingstoke: Palgrave MacMillan.
- Goodfriend, Marvin & Mervyn King (2016). Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015. www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/rapport-fran-riksdagen/utvardering-av-riksbankens-penningpolitik_H30WRFR6
- Gourinchas, Pierre-Olivier & Maurice Obstfeld (2012). Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(January): 226–265.
- Huber, Joseph (2017). *Sovereign Money. Beyond Reserve Banking*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- IMF (2012). World Economic Outlook October 2012, Coping with High Debt and Sluggish Growth. www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/_text.ashx
- IMF (2016). Debt: Use it Wisely. www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2016/02/pdf/fm1602.pdf
- Ingves, Stefan (2018). Privata alternativ på väg att konkurrera ut kronorna. *Dagens Nyheter*, 26 februari 2018. www.dn.se/debatt/privata-alternativ-pa-vag-att-konkurrera-ut-kronorna/
- Jackson, Andrew & Ben Dyson (2012). *Modernising Money: Why Our Monetary System Is Broken And How We Can Fix It*. London: Positive Money.
- Jochnick (2015). Måste Riksbanken gå med vinst? Utmaningar för Riksbankens finansiering. www.riksbank.se/Documents/Tal/Jochnick/2015/tal_af_jochnick_150123_sve.pdf
- Jordà, Òscar, Moritz Schularick & Alan M. Taylor (2010). Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances. 140 Years of Lessons. NBER Working Papers 16567. National Bureau of Economic Research.
- Jordà, Òscar, Moritz Schularick & Alan M. Taylor (2014). The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles. NBER Working Papers 20501. National Bureau of Economic Research.
- Kaldor, Nicholas (1985). How Monetarism Failed. *Challenge*, 28(2): 4–13.
- Kallifatides, Markus & Claes Belfrage (2017). Finansialiseringen av Sverige: på väg mot nästa kris? Katalys 38. Stockholm: Katalys.
- Keen, Steve (1995). Finance and Economic Breakdown: Modelling Minsky's Financial Instability Hypothesis. *Journal of Post Keynesian Economics* 17(4): 607–635.
- Kick, Thomas, Thilo Pausch & Benedikt Ruprecht (2015). The Winner's Curse: Evidence on the Danger of Aggressive Credit Growth in Banking. *Bundesbank Discussion Paper* 32.
- Kindleberger, Charles P. & Jean-Pierre Laffargue (1982). *Financial Crises: Theory, History, and Policy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- King, Mervyn (2010). Banking: From Bagehot to Basel, and Back Again. www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/news/2010/october/banking-from-bagehot-to-basel-and-back-again-speech-by-mervyn-king
- Koo, Richard C. (2009). *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

- Koo, Richard C. (2014) *The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap: A Hazardous Road for the World Economy*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- KPMG (2016). Money Issuance: Alternative Money Systems: A Report Commissioned by the Icelandic Prime Minister's Office. www.assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/is/pdf/2016/09/KPMG-MoneyIssuance-2016.pdf
- Krugman, Paul (2014). Inflation Targets Reconsidered: European Central Bank Sintra Conference. www.ecbforum.eu/up/artigos-bin_paper_pdf_0134658001400681089-957.pdf
- Kumar, Manmohan S. & Jaejoon Woo (2010). Public Debt and Growth. IMF Working Papers 10/174. International Monetary Fund.
- Lincoln (1865). Senate document 23.
- Lindberg, Hans & Johan Hansing (2017). Svenska banker gör inga övervinster. *Svenska Dagbladet*, 25 februari 2017. www.svd.se/svenska-banker-gor-inga-overvinster
- Lucas, Dan (2018). Tuffare krav på låntagare stoppar byggen. *Dagens Nyheter*, 23 april 2018. www.dn.se/ekonomi/tuffa-krav-pa-lantagare-stoppar-bygge/
- Lundberg, Jacob & Daniel Waldenström (2018). Wealth Inequality in Sweden: What Can We Learn from Capitalized Income Tax Data? *Review of Income and Wealth*, 64(3): 517–541.
- Matikainen, Sini, Emanuele Campiglio & Dimitri Zenghelis (2017). The Climate Impact of Quantitative Easing. www.lse.ac.uk/GranthamInstitute/wp-content/uploads/2017/05/ClimateImpactQuantEasing_Matikainen-et-al-1.pdf
- Mehrling, Perry (2012). The Inherent Hierarchy of Money. I *Social Fairness and Economics: Economic Essays in the Spirit of Duncan Foley*, red. Laurence Taylor, Armon Rezai & Thomas Michl, s. 394–405. London: Routledge.
- Mian, Atif & Amir Sufi (2015). *House of Debt: How They (And You) Caused the Great Recession, And How We Can Prevent It from Happening Again*. Chicago: University of Chicago Press.
- Minsky (1992). The Financial Instability Hypothesis. The Jerome Levy Economics Institute Working Paper 74. Jerome Levy Economics Institute.
- Minsky, Hyman (1982). The Financial Instability Hypothesis. I *Financial Crises: Theory, History, and Policy*, red. Charles P. Kindleberger & Jean-Pierre Laffargue, s. 13–39. Cambridge: Cambridge University Press.
- Mitchell-Innes, Alfred (1913). What Is Money. *Banking Law Journal*, May 1913: 377–308.
- Nielsen, Rasmus H. (2018). Pengepolitik i krise: Fra ineffektiv rentepolitik til digitale centralbankpenge. CBS Working Paper. Copenhagen Business School.
- Noonan, Laura (2016). Basel Rules to Cost Banks €40m–€120m Each, Says Study. *Financial Times*, 19 januari 2016. www.ft.com/content/cf292744-be05-11e5-846f-79b0e3d20eaf
- Nordea (2016). Årsredovisning 2016. www.nordea.com/Images/37-169614/%C3%85rsredovisning%202016%20Nordea%20Bank%20AB.pdf
- OECD (2015). OECD Income Inequality Data Update: Sweden (January 2015). www.oecd.org/sweden/OECD-Income-Inequality-Sweden.pdf
- Oxfam (2017). Just 8 Men Own Same Wealth as Half the World. www.oxfam.org/en/pressroom/pressreleases/2017-01-16/just-8-men-own-same-wealth-half-world
- Oxfam (2018). Reward Work, Not Wealth. www.oxfam.org/en/research/reward-work-not-wealth
- Palmér, Anders, Anders Rune & Gösta Karlsson (2018). Stora risker med den extremt svaga kronan. *Svenska Dagbladet*, 3 juni 2018. www.svd.se/stora-risker-med-den-extremt-svaga-kronan
- Ponsot, Jean-Francois & Sergio Rossi (2009). *The Political Economy of Monetary Circuits – Tradition*. Basingstoke: Palgrave MacMillan.
- Pozsar, Zoltan (2011). Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System. www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Institutional-Cash-Pools-and-the-Triffin-Dilemma-of-the-U-S-25155
- Rachel, Lukasz & Thomas Smith (2015). Drivers of Long-Term Global Interest Rates—Can Weaker Growth Explain the Fall? *Bank Underground*, 27 juli. bankunderground.co.uk/2015/07/27/drivers-of-long-term-global-interest-rates-can-weaker-growth-explain-the-fall/
- Reinhart, Carmen M. & Kenneth S. Rogoff (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.
- Reinhart, Carmen M. & Kenneth S. Rogoff (2010). Growth in a Time of Debt. NBER Working Paper 15639. National Bureau of Economic Research.
- Riksbanken (2015). Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv? www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ekonomiska-kommentarer/fore-2017/svenska/2015/rap_ek_kom_nr12_151016_sve.pdf
- Riksbanken (2016). Ekonomisk kommentar: prognoser och penningpolitik. www.archive.riksbank.se/Documents/Rapporter/Ekonomiska_kommentarer/2016/rap_ek_kom_nr6_161205_sve.pdf
- Riksbanken (2017a). Riksbankens e-krona: projektplan. www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/e-krona/2017/projektplan-e-krona_170314_sve.pdf
- Riksbanken (2017b). E-krona-projektets första delrapport. www.riksbank.se/sv/finansieell-stabilitet/betalningar/e-krona/e-kronaprojektets-forsta-delrapport/

- Riksbanken (2017c). The level of the inflation target – a review of the issues. www.archive.riksbank.se/Documents/Rapporter/POV/2017/rap_pov_artikel_2_171116_eng.pdf
- Riksbanken (2018). Riksbankens e-kronaprojekt. Rapport 2. www.riksbank.se/sv/betalningar-kontanter/e-krona/e-kronarapporter/e-kronaprojekt-rapport-2/
- Riksgälden (2016). Årsredovisning 2016. www.riksgalden.se/globalassets/dokument_sve/om_riksgalden/rapporter/arsredovisning/arsredovisning_2016.pdf
- Rognerud, Knut K. (2014). Bopriserna har stigit med 750 procent. *Sveriges Television*, 7 oktober 2014. www.svt.se/nyheter/ekonomi/bopriserna-stigit-med-750-procent
- Ryan-Collins, Josh, Tony Greenham & Richard Werner (2011). *Where Does Money Come From? A Guide to the UK Monetary and Banking System*. London: New Economics Foundation.
- SCB (2018). Skulderna ökar trots amorteringskrav och lånetak. www.scb.se/hitta-statistik/artiklar/skulderna-okar-trots-amorteringskrav-och-lanetak/
- Schularick, Moritz & Alan M. Taylor (2009). Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises 1780–2008. *American Economic Review* 102(2): 1029–1061.
- Schumpeter, Joseph A. (1954). *History of Economic Analysis*. New York: Oxford University Press.
- Sigurjonsson, Frosti (2015). Monetary Reform: A Better Monetary System for Iceland: A Report Commissioned by the Prime Minister of Iceland. www.stjornarradid.is/media/forsaetisraduneyti-media/media/skyrslur/monetary-reform.pdf
- Skingsley, Cecilia (2016). Borde Riksbanken ge ut e-kronor? www.Riksbank.se/Documents/Tal/Skingsley/2016/tal_skingsley_161116_sve.pdf
- Skingsley, Cecilia (2018). Överväganden inför en kontantlös framtid. www.riksbank.se/globalassets/media/tal/svenska/skingsley/2018/skingsley_overvaganden-infor-en-kontantlos-framtid.pdf
- Sobrun, Jhuvessh & Philip Turner (2015). Bond Markets and Monetary Policy Dilemmas for the Emerging Markets. BIS Working Papers 508. Bank for International Settlements.
- Sousa, Ricardo M. (2009). Wealth Effects on Consumption: Evidence from the Euro Area. ECB Working Paper Series 1050. European Central Bank.
- Statens offentliga utredningar (2016:76). Skatt på finansiell verksamhet. www.regeringen.se/4ab3d0/contentassets/2d422e1e913e4aef8d3578c89c38e593/skatt-pa-finansiell-verksamhet-hela-dokumentet-sou-201676
- Turner, Adair (2013). Debt, Money and Mephistopheles: How Do We Get Out of This Mess? Cass Business School, 6 februari. www.observatorio.unr.edu.ar/wp-content/uploads/2016/04/Debt-Money-and-Mephistopheles.pdf
- Turner, Adair (2015). *Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*. Princeton: Princeton University Press.
- UBS (2016). UBS Global Real Estate Bubble Index. www.ubs.com/global/en/wealth-management/chief-investment-office/key-topics/2017/global-real-estate-bubble-index.html
- Waldenström, Daniel (2016). The National Wealth of Sweden, 1810–2014. *Scandinavian Economic History Review* 64(1): 36–54.
- Waldenström, Daniel (2017). Wealth-Income Ratios in a Small, Developing Economy: Sweden, 1810–2010. *Journal of Economic History* 77(1): 285–313.
- Waldenström, Daniel, Spencer Bastani & Åsa Hansson (2018). *Konjunkturrådets rapport 2018: Kapitalbeskattningens förutsättningar*. Stockholm: SNS Förlag.
- Werner, Richard (2005). *New Paradigm in Macroeconomics*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Werner, Richard (2017). Shifting from Central Planning to a Decentralised Economy: Do We Need Central Banks? www.professorwerner.org/shifting-from-central-planning-to-a-decentralised-economy-do-we-need-central-banks/
- Wicksell, Knut (1936). *Interest and Prices (Geldzins and Güterpreise): A Study of the Causes Regulating the Value of Money*. Auburn: Ludwig von Mises Institute.
- Winberg, Johan Z. (2015). Rika får mest av statens 30 miljarder i ränteavdrag. *Sveriges Television*, 24 mars 2015. www.svt.se/nyheter/ekonomi/rika-far-mest-av-statens-30-miljarder-i-ranteavdrag
- Wolf, Martin (2014). Strip Private Banks of Their Power to Create Money. *Financial Times*, 24 april 2014. www.ft.com/content/7f000b18-ca44-11e3-bb92-00144feabdc0
- Woodford, Michael (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press.
- World Inequality Database (2018). Top 1% National Income Share, Sweden, 1903–2013 www.wid.world/country/sweden/
- Wray, Larry R. (2012). *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*. Hampshire: Palgrave Macmillan.

1. Valfärden är vinsten
2. Svar på tal om vinster i valfärden
3. Vilken arbetsmarknad ska vi ha?
4. Slaget om den likvärdiga skolan
5. Hälften kvar och hela framtiden
6. "Jag tar värktabletter men det hjälper inte"
7. Vägen till en likvärdig skola
8. Fallet järnvägen
9. Björklundeffekten
10. Åtstramningsdoktrinen
11. En röst på SD är en röst på högern
12. Mest åt de rika
13. Färre lärare ger vinsten!
14. Ordens makt i politiken
15. Handbok för en ny kulturminister
16. Städhjälp och bartender för alla?
17. Förklaringar till SD:s framgång
18. Utan segel i vänstervinden – eftervalsanalys
19. I frihandelns goda namn
20. Från massarbetslöshet till full sysselsättning
21. Vägen till en likvärdig skola
– skolpolitisk årsbok 2015
22. Jämlikhet är lösningen!
23. En för alla, alla för vem?
24. Måste vi jobba 8 timmar per dag?
25. Kapitalet i tjugoförsta århundradet
26. Piketty på tre röda
27. Porten kallas trång
28. Partierna och jämlikheten
29. Anställningsformer i Sverige
30. Med låg kvalitet som affärsidé
31. Den blåbruna röran
32. Spagat över väljarkåren
33. I skuggan av TTIP: Ceta
34. Postkapitalism: Vår gemensamma framtid
35. Massivt stöd för jämlikhetspolitik
36. Pensionssveket
37. Med integrationen som murbräcka
38. Finansialiseringen av Sverige: På väg mot nästa kris?
39. Fattigdom gör inte människor friskare
40. Klass, identitet och politisk mobilisering
41. Arbetarlitteraturen och klassamhället
42. Arbetarklassens symboliska
utplåning i medelklassens medier
43. Mediekapitalet
44. Nomaderna på den svenska arbetsmarknaden
45. Det nya arbetslivet: Management-by-stress
46. Svängdörrarnas förlovade land
47. Vilka är "vi" i jämställdhetspolitiken?
48. Klassamhällets tystade röster och perifera platser
49. En fråga om klass i framtidsstaden Malmö
50. I väntan på klasspolitik
51. Medelklassens förändrade maktposition
52. Professionerna, mellanskikten och klassanalysen
53. Klassamhällets rasifiering i arbetslivet
54. Arbetarrörelsens blinda fläck
55. Ägande- och förmögenhetsstrukturen
och dess förändring sedan 1980
56. Valfärdsmodellens omvandling
57. Klass och hälsa
58. Klassamhället och döden
59. Klasstrukturen i Sverige
60. Lågt lönemärke gynnar högavlönade
61. Vårdstölden: Hur den privata
valfärden tar från det gemensamma
62. Kapitalet, överheten och alla vi andra
63. Låga löner funkar inte
64. Lönebildningen i de skandinaviska länderna
65. Industrins lönenormering kan och bör reformeras
66. När kapitalet vann valet – eftervalsanalys
67. Till vänsterpopulismens försvar
68. Förstatliga pengarna