



## Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010

---

### Sammanfattning

Utskottet behandlar de förslag och rekommendationer som professorerna Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet redovisar i sin rapport Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010 (2010/11:RFR5). Utvärderingen är gjord på uppdrag av finansutskottet.

Dessutom behandlas remissinstansernas synpunkter på utvärderingen.

Några av finansutskottets slutsatser och bedömningar redovisas i punkterna nedan.

- Charles Goodharts och Jean-Charles Rochets utvärdering har motsvarat utskottets förväntningar och bidragit till att utveckla och stimulera debatten, särskilt inom området finansiell stabilitet.
- Utskottet delar utvärderarnas uppfattning att Sverige klarade finanskrisen relativt bra. Tack vare myndigheternas snabba och kraftfulla agerande för att bl.a. se till att bankerna hade tillgång till likviditet lyckades man undvika en omfattande åtstramning av den svenska kreditmarknaden, en åtstramning som hade kunnat få en betydligt större effekt på den reala svenska ekonomin än vad som blev fallet.
- En viktig lärdom är att det svenska institutionella ramverket för bl.a. fördelning av ansvar och befogenheter och ansvarsutkrävande och krishantering måste förbättras och förtydligas. Sverige bör bygga upp ett ramverk och en organisation för en effektiv svensk makrotillsyn av finansmarknaderna. Merparten av utvärderarnas förslag och rekommendationer inom det finansiella området behandlas redan av den s.k. Finanskriskommittén. Utskottet väljer därför att avvakta resultatet av Finanskriskommitténs arbete innan den tar ställning till hur t.ex. den svenska makrotillsynen bäst bör organiseras.
- Utskottet anser dock att man noga måste överväga hur ansvarsutkrävandet och den demokratiska kontrollen av den framtida makrotillsynen ska säkras. Man bör också noga överväga hur en löpande utvärdering av makrotillsynen bör utformas.

- Utskottet delar utvärderarnas och remissinstansernas uppfattning att det behövs en reformering och översyn av riksbankslagen. Enligt utskottets uppfattning bör man dock avvakta resultatet av de pågående utredningarna innan man tillsätter en ny utredning om riksbankslagen.
- Utskottet delar utvärderarnas övervägande positiva omdömen om Riksbankens penningpolitik, speciellt med tanke på att utvärderingsperioden innehåller den mest extrema och minst förutsedda ekonomiska och finansiella chock som världen upplevt under de senaste hundra åren.
- Utskottet delar utvärderarnas uppfattning att en utbyggd makrotillsyn med tydliga ansvarsförhållanden och tydliga befogenheter och instrument skulle kunna bidra till att avlasta en del av de målkonflikter som kan finnas inom penningpolitiken. Hot mot den finansiella stabiliteten kan då i ökad utsträckning angripas med makrotillsynsåtgärder, medan räntans i större utsträckning än i dag kan sättas utifrån en avvägning av räntans effekter på inflationen och produktionen.
- Utskottet delar utvärderarnas uppfattning att inflationsmålet även i fortsättningen bör definieras i termer av KPI.

# Innehållsförteckning

Sammanfattning .....	1
Utskottets förslag till riksdagsbeslut .....	4
Redogörelse för ärendet .....	5
Ärendet och dess beredning .....	5
Sammanfattning av utvärderingen .....	6
Utskottets överväganden .....	9
1 Erfarenheterna från finanskrisen .....	9
1.1 Utvärderingen .....	9
1.2 Remissinstanserna .....	12
1.3 Ytterligare information .....	14
1.4 Finansutskottets ställningstagande .....	16
2 Åtgärder för att förebygga finansiella kriser .....	19
2.1 Utvärderingen .....	19
2.2 Remissinstanserna .....	22
2.3 Ytterligare information .....	25
2.4 Finansutskottets ställningstagande .....	28
3 Översyn av riksbankslagen .....	29
3.1 Utvärderingen .....	29
3.2 Remissinstanserna .....	30
3.3 Ytterligare information .....	31
3.4 Finansutskottets ställningstagande .....	32
4 Åtgärder för krishantering .....	32
4.1 Utvärderingen .....	33
4.2 Remissinstanserna .....	34
4.3 Ytterligare information .....	34
4.4 Finansutskottets ställningstagande .....	35
5 Riksbankens penningpolitik 2005–2010 .....	37
5.1 Utvärderingen .....	37
5.2 Remissinstanserna .....	42
5.3 Ytterligare information .....	47
5.4 Finansutskottets ställningstagande .....	49
6 Riksbankens kommunikation .....	52
6.1 Utvärderingen .....	52
6.2 Finansutskottets ställningstagande .....	53
Reservation .....	54
Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010 – motiveringen (V) .....	54
<i>Bilaga 1</i>	
Protokoll från finansutskottets öppna utfrågning om utvärderingen av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005– 2010 .....	57
<i>Bilaga 2</i>	
Presentationsbilder från finansutskottets öppna utfrågning om utvärderingen av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010 .....	89

## Utskottets förslag till riksdagsbeslut

### **Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010**

Riksdagen godkänner vad utskottet anför om Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005 2010.

*Reservation (V) – motiveringen*

Stockholm den 22 november 2012

På finansutskottets vägnar

*Anna Kinberg Batra*

Följande ledamöter har deltagit i beslutet: Anna Kinberg Batra (M), Fredrik Olovsson (S), Göran Pettersson (M), Peder Wachtmeister (M), Jörgen Hellman (S), Ann-Charlotte Hammar Johnsson (M), Maryam Yazdanfar (S), Carl B Hamilton (FP), Bo Bernhardsson (S), Per Åsling (C), Marie Nordén (S), Staffan Anger (M), Anders Sellström (KD), Sven-Erik Bucht (S), Mats Pertoft (MP), Johnny Skalin (SD) och Torbjörn Björlund (V).

# Redogörelse för ärendet

## Ärendet och dess beredning

Riksbanken är en myndighet under riksdagen med ansvar för utformningen av den svenska penningpolitiken. Sedan 1999 har Riksbanken en självständig ställning gentemot riksdagen och regeringen. Oberoendet bygger bl.a. på att beslut ska tas av en direktion bestående av sex ledamöter som enligt riksbankslagen (1988:1385) inte får söka eller ta emot instruktioner i penningpolitiska frågor. Enligt regeringsformen får inte heller någon myndighet bestämma hur Riksbanken ska besluta i frågor som rör penningpolitiken.

Riksbankens mål är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken ska också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Enligt lagens förarbeten bör Riksbankens penningpolitik i första hand syfta till att nå en låg och stabil inflationstakt. Riksbanken bör därutöver, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

Riksbanken utformar själv penningpolitikens operativa mål. I januari 1993, två månader efter att kronan började flyta på den internationella valutamarknaden, beslutade dåvarande riksbanksfullmäktige att penningpolitiken ska bedrivas utifrån ett inflationsmål. Målet är preciserat så att inflationen ska vara 2 procent, mätt som årlig procentuell förändring av konsumentprisindex (KPI). Målet började formellt gälla den 1 januari 1995.

Som ett led i finansutskottets granskningsarbete genomförde utskottet under 2006 en extern och oberoende utvärdering av penningpolitiken: En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995–2005 (2006/07:RFR1). Utvärderingen utfördes av professorerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin. Som en följd av utvärderingen beslutade utskottet våren 2008 att vart fjärde år genomföra en extern utvärdering av penningpolitiken.

I maj 2010 beslutade därför utskottet att genomföra en ny extern utvärdering av penningpolitiken och Riksbankens arbete med finansiell stabilitet under perioden 2005–2010. Samtidigt beslutades att utvärderingsuppdraget skulle gå till professor Charles Goodhart vid London School of Economics och professor Jean-Charles Rochet vid Toulouse School of Economics och Institute for Banking and Finance vid universitetet i Zürich.

I den första externa utvärderingen, som utfördes av Giavazzi och Mishkin, låg tyngdpunkten på inflationsmålets utformning och om Riksbanken nått målet under de då tio år som gått sedan inflationsmålet formellt började gälla. Enligt utskottets direktiv skulle fokus i den nya utvärderingen ligga på att granska och analysera vilka lärdomar för penningpolitiken och arbetet med finansiell stabilitet som kunde dras av de senaste årens globala finanskris. Utvärderingen skulle kortfattat koncentreras kring följande frågeställningar:

- Är den flexibla inflationsmålpolitiken rätt utformad och vilken betydelse har den fått för den penningpolitiska beslutsprocessen?
- Vilka lärdomar kan dras av finanskrisen ur ett penningpolitiskt perspektiv?
- Hur har Riksbanken under finanskrisen skött sitt uppdrag att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende?
- Bör Riksbankens uppdrag att verka för finansiell stabilitet förändras, förtydligas eller kompletteras?
- Hur bör roll- och ansvarsfördelningen mellan olika myndigheter se ut när det gäller arbetet för finansiell stabilitet i den svenska ekonomin?

Goodhart och Rochet lämnade i slutet av augusti 2011 över sin rapport Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010 (2010/11:RFR5) till utskottet. Dagen efter överlämningen höll utskottet en offentlig utfrågning om utvärderingens resultat. Vid utfrågning deltog, förutom Goodhart och Rochet, även riksbankschefen Stefan Ingves, generaldirektören för Finansinspektionen Martin Andersson och professor John Hassler vid Stockholms universitet. Professor Hasslers roll vid utfrågningen var att kommentera och opponera på utvärderingen (protokollet från utfrågningen finns bifogat till betänkandet).

I september 2011 beslutade utskottet att skicka utvärderingen på remiss till 42 utvalda remissinstanser, varav sex utländska institutioner och universitet. När remisstiden gick ut i december 2011 hade 14 instanser kommit in med yttranden. De som lämnat yttranden är: Riksbanksfullmäktige, Riksbankens direktion, Finansinspektionen, Riksgäldskontoret, Riksrevisionen, Arbetsförmedlingen, Konjunkturinstitutet, Landsorganisationen i Sverige (LO), Tjänstemännens Centralorganisation (TCO), Almega, Svenskt Näringsliv, Lunds universitet, Mittuniversitetet och Örebro universitet. Remissinstansernas synpunkter sammanfattas under de olika områden som behandlas i betänkandet.

## Sammanfattning av utvärderingen

Utvärderingen inleds med en genomgång av finanskrisen 2007–2009 och hur de svenska myndigheterna agerade när den finansiella stormen på allvar drog in över Sverige hösten 2008. Därefter diskuteras förutsättningarna för finansiell stabilitet och vilka institutionella åtgärder som Sverige enligt utvärderarna bör vidta inom områdena krisförebyggande och krishantering. I dessa avsnitt diskuteras bl.a. behovet av s.k. makrotillsyn, verktyg för att bedriva makrotillsyn och fördelningen av befogenheter och ansvar mellan olika svenska myndigheter. Dessutom analyseras Riksbankens nuvarande mandat för finansiell stabilitet och behovet av att förändra riksbankslagen. I rapportens sista avsnitt utvärderas Riksbankens penningpolitik under 2005–2010. Där redovisas bl.a. en allmän bedömning av penningpolitiken under

perioden och erfarenheterna och effekterna av den s.k. räntebanan, dvs. att Riksbanken fr.o.m. februari 2007 redovisar sig egen prognos över räntans utveckling.

Enligt Goodhart och Rochet är deras utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet under åren 2005–2010 till övervägande del positiv, särskilt med tanke på den globala finansiella kris som inträffade 2007–2008. De direkta skadeverkningarna i Sverige av finanskrisen var relativt lindriga och återhämtningen skedde snabbare än i många andra utvecklade länder. Detta berodde bl.a. på att Riksbanken agerade snabbt och effektivt när interbankmarknaden och marknaderna för kortfristiga krediter upphörde att fungera. Det var med största sannolikhet tack vare de åtgärder som Riksbanken vidtog i samarbete med Riksgälden och Finansdepartementet som en allvarlig kreditåtstramning kunde undvikas i Sverige, menar utvärderarna.

Den gynnsamma utvecklingen uppnåddes dock trots att den svenska institutionella och rättsliga strukturen för att förebygga och hantera finansiella kriser var relativt undermålig.

I rapporten lämnar utvärderarna en rad rekommendationer om hur det svenska systemet för finansiell stabilitet bör reformeras. Dessutom ges några rekommendationer kring utformningen av penningpolitiken. De viktigaste rekommendationerna sammanfattas i punkter nedan.

- De svenska myndigheterna bör inrätta en beredningsgrupp som utarbetar förslag till hur lagstiftningen ska ändras för att förtydliga Riksbankens, Finansinspektionens, Riksgäldskontorets och Finansdepartementets ansvar och befogenheter när det gäller att hantera och förebygga finansiella kriser.
- När det gäller frågan hur ansvaret för finansiell stabilitet ska fördelas mellan de olika myndigheterna bör de svenska myndigheterna välja ett av två möjliga alternativ. Det första alternativet är att myndigheterna delar ansvaret och verktygen för makrotillsynen och att en systemrisknämnd inrättas för att samordna myndigheternas agerande. Det andra alternativet är att Riksbanken tilldelas hela ansvaret och alla verktyg för makrotillsynen samt att det inom banken inrättas en stabilitetskommitté som är fristående från den penningpolitiska kommittén. Stabilitetskommittén ska bestå av högt uppsatta företrädare för de andra myndigheterna som ansvarar för andra aspekter av den finansiella stabiliteten.
- Riksbanken bör följa det internationella arbetet med att ta fram makromodeller där bank- och finanssektorerna ingår och de modeller som utvecklas för finansiell stabilitet i hela systemet.
- Svenska banker finansierar sig till betydande del i utländsk valuta. Att man kunde avvärja en svensk finansiell katastrof under finanskrisen berodde i första hand på att myndigheter utanför Sverige agerade välvilligt. Riksbanken bör därför regelbundet genomföra stresstester

utifrån ett scenario där kapitalmarknaderna upphör att fungera och Federal Reserve och ECB inte erbjuder valutaswappar i US-dollar och euro.

- Riksbankslagen bör modifieras på följande sätt: Det måste närmare anges exakt vilket mandat Riksbanken har när det gäller att ”främja finansiell stabilitet”. Det måste också närmare anges vilka verktyg Riksbanken ska ha för detta ändamål, t.ex. varierande kassakrav och kontroll av valutaswappar. Vidare bör det i lagen även anges hur Riksbankens interna styrningsstruktur ska se ut när det gäller verksamhet som rör finansiell stabilitet och hur ansvar och uppgifter ska delas med andra myndigheter som också ansvarar för vissa aspekter av den finansiella stabiliteten, i synnerhet Finansinspektionen, Riksgälden och Finansdepartementet.
- När det gäller penningpolitiken bör Riksbanken tills vidare behålla de nuvarande definitionerna av KPI (och målet på 2 procent) och KPIF. Riksbanken bör också fortsätta att använda KPI som sitt mål för analyser på medellång sikt och KPIF för att bedöma den mer kortsiktiga utvecklingen.
- Införandet av den s.k. räntebanan har inneburit en ny besluts- och prognosprocess på Riksbanken. Riksbankens direktion bör därför diskutera vilket syfte det s.k. penningpolitiska mötet (dvs. det möte där direktionen beslutar om eventuella ränteförändringar) ska ha under den nya prognosprocessen samt om dess namn, funktion och mandat bör ändras eller inte.
- Riksbanken bör ge uttryck för lite mer självtvivel när man presenterar sina styrräntebanor. Detta kan ske genom att man i högre grad framhåller osäkerheten i prognoserna eller genom att prognoserna på lång sikt baseras på någon typ av formel som införlivar marknadens avkastningskurva.

Räntediskussionerna och räntebesluten i Riksbankens direktion har på senare år präglats av oenighet mellan en majoritet och en minoritet. Majoriteten i direktionen har uttryckt en viss oro över bostadspriser och hushållens skuldsättning medan minoriteten har fokuserat på den optimala utvecklingsbanan för inflationen och produktionen i den svenska ekonomin. Det finns, menar utvärderarna, vetenskapligt stöd för båda ståndpunkterna och det är inte möjligt att helhjärtat stödja vare sig majoriteten eller minoriteten. I rapporten föreslås att Riksbanken eller en systemrisknämnd får ansvaret för makrotillsynen. En sådan förändring skulle, om den fick genomslag, göra det möjligt att hantera oron över potentiella tillgångsprisbubblor och efterföljande prisras separat. Penningpolitiken skulle då i högre grad kunna fokusera på inflationsmålet, på det sätt som minoriteten önskar, anser utvärderarna.



# Utskottets överväganden

## 1 Erfarenheterna från finanskrisen

### **Utskottets bedömning i korthet**

Utskottet delar utvärderarnas uppfattning att Sverige klarade finanskrisen relativt bra. Tack vare myndigheternas snabba och kraftfulla agerande för att bl.a. se till att bankerna hade tillgång till likviditet lyckades man undvika en omfattande åtstramning av den svenska kreditmarknaden, en åtstramning som hade kunnat få en betydligt större och mer långvarig effekt på den reala svenska ekonomin än vad som blev fallet. En viktig erfarenhet som utvärderarna pekar på är att Sverige vid tidpunkten för den akuta finanskrisen saknade en tillfredsställande rättslig och institutionell struktur för hur en finansiell kris ska hanteras. Det innebär bl.a. att vidtagna åtgärder blir alltför beroende av enskilda beslutsfattare eller personers agerande i krislägen. Lärdomen av detta är enligt utskottets mening att det svenska institutionella ramverket för bl.a. fördelning av ansvar och befogenheter och ansvarsutkrävande och krishantering måste förbättras och förtydligas. Merparten av utvärderarnas förslag och rekommendationer när det gäller finansiell stabilitet behandlas av den s.k. Finanskriskommittén. Enligt utskottets uppfattning är kommitténs arbete utomordentligt viktigt för den framtida svenska finansiella myndighetsstrukturen, och kommittén har vid flera tillfällen under det senaste året informerat utskottet om det pågående utredningsarbetet. Utskottet väljer därför att avvakta resultatet av kommitténs arbete innan den tar mer ingående ställning till utvärderarnas olika rekommendationer.

### 1.1 Utvärderingen

Sverige klarade finanskrisen relativt bra, enligt utvärderarna. Skadeverkningarna av krisen var ganska lindriga jämfört med utvecklingen i många andra utvecklade länder. Förlusterna från den inhemska kreditgivningen var liten. De förluster som ändå uppstod berodde främst på problemen i Baltikum och på Island och på den omfattande utlåningen i utländsk valuta. Produktionen i Sverige föll under den akuta finanskrisen minst lika mycket som i andra länder, men nedgången berodde framför allt på den krympande världshandeln, och inte på en inhemsk kreditåtstramning eller en kollaps på fastighetsmarknaden.

Till skillnad från utvecklingen i andra länder påverkades de svenska bostadspriserna mycket lite av den internationella finanskrisen. Bankernas allvarliga likviditetsproblem var i stället kopplade till deras exponering mot Baltikum.

Att Sverige klarade finanskrisen relativt väl och att återhämtningen skedde snabbare än i många andra länder berodde enligt utvärderarna på att Riksbanken agerade snabbt när interbankmarknaden och marknaderna för kortfristiga krediter upphörde att fungera. Det var med största sannolikhet tack vare de åtgärder som Riksbanken vidtog i samarbete med Riksgäldskontoret och Finansdepartementet som en allvarlig kreditåtstramning kunde undvikas i Sverige, menar utvärderarna.

Detta innebär inte att myndigheterna nu kan luta sig tillbaka och vara nöjda med hur det svenska finansiella systemet fungerar. Utvärderarna anger tre skäl till varför myndigheterna omgående måste överväga reformer av den institutionella och den rättsliga strukturen för finansiell stabilitet i den svenska ekonomin.

- Till följd av finanskrisen pågår nu ett omfattande internationellt arbete med att förändra systemet för krisförebyggande och krishantering. Eftersom Sverige är medlem i EU kommer de nya regelverken att till stor del fastställas i Bryssel. Svenska myndigheter måste formulera och ta fram planer på hur de vill att systemen ska fungera annars blir de tvungna att acceptera andra länders och aktörers idéer och planer.
- Svenska myndigheter lyckades undvika en finansiell kollaps i den svenska ekonomin trots en relativt undermålig institutionell och rättslig struktur. Trots att Sverige gick igenom en finanskris under 1990-talet fanns det när finanskrisen bröt ut 2008 ingen ordentlig rättslig grund för hanteringen av krisen. I stället blev man tvungen att snabbt besluta om en kortfattad lag, lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut, vilket inte är en tillfredsställande permanent lösning. Detta måste rättas till, menar utvärderarna. Det mandat som Riksbanken har i riksbankslagen för att upprätta finansiell stabilitet är otillräckligt, och myndigheten saknar såväl befogenheter som verktyg för att direkt påverka den finansiella stabiliteten i samhället. Finansinspektionen (FI) har befogenheterna, men det är tveksamt om FI kan utnyttja befogenheterna i makroekonomiska eller makrotillsynsrelaterade syften. FI saknar också de resurser som krävs för att spela en helt tillfredsställande roll på makrotillsynsområdet. Det saknas också en formell mekanism eller kommitté som ska bedöma vad Riksbanken och FI bör göra i olika situationer. Därför saknas det också en formell mekanism för att hantera meningsskiljaktigheter. Det krävs enligt utvärderarna en grundlig översyn av Sveriges nuvarande rättsliga och institutionella struktur för att upprätthålla finansiell stabilitet. Det finns visserligen ett samförståndsavtal om samarbete mellan myndigheterna, men sådana avtal räcker inte långt om det uppstår oenighet mellan myndigheterna, anser utvärderarna. En faktor som bidrog till att rädda situatio-

nen under finanskrisen var att de ledande befattningshavarna inom de viktiga myndigheterna – Finansdepartementet, Riksbanken, Finansinspektionen och Riksgäldskontoret – vid den aktuella tidpunkten kände varandra väl och hade ett nära och sammanhållet samarbete under hela krisen. Även om detta är bra måste det finnas rättsliga och institutionella strukturer för att bl.a. hantera intressekonflikter och meningsskiljaktigheter. Någon måste bära det yttersta ansvaret.

- Enligt utvärderarna var det mycket nära att den internationella finanskrisen ledde till en finansiell kollaps i Sverige. Risken var förmodligen betydligt större än vad de flesta tror. Grundproblemet var bristen på likviditet i banksystemet, framför allt bristen på utländsk valuta, och då särskilt dollar. I likhet med många andra utländska banksystem hade de svenska bankernas kreditgivning vuxit betydligt snabbare än den inhemska inlåningen. Bankerna finansierade sig till stor del genom att låna dollar på kapitalmarknaden på relativt korta löptider. Efter Lehman Brothers kollaps hösten 2008 slutade interbankmarknaden att fungera. Det resulterade i en internationell rusning och hamstring av dollar och de svenska bankerna blev tvungna att låna dollar av myndigheterna för att klara sina åtaganden. Till att börja med täcktes bankernas behov av utländsk valuta via Riksbankens valutareserv och via det s.k. garantiprogrammet (de svenska bankerna lånade också direkt av den amerikanska centralbanken, Federal Reserve). Det innebär emellertid att Riksbankens valutareserv och även Riksgäldskontorets reserver tömdes, enligt utvärderarna. Räddningen blev att Riksbanken fick möjlighet att låna dollar av Federal Reserve. Senare, när den akuta paniken på finansmarknaderna lagt sig, lånade Riksgäldskontoret upp 100 miljarder kronor i dollar för att fylla på Riksbankens valutareserv. Enligt utvärderarna fanns det meningsskiljaktigheter om bl.a. storleken på den upplåningen, men den frågan ligger enligt utvärderarna utanför deras uppdrag. Utvärderarna menar att det i första hand var utländska myndigheters välvilliga agerande som gjorde att en svensk finansiell kollaps kunde avvärras. Det leder till frågan om de svenska bankerna och de svenska myndigheterna kan vara säkra på att Federal Reserve eller Europeiska centralbanken (ECB) i ett krisläge alltid kommer att tillhandahålla den likviditet i utländsk valuta som de behöver. Utvärderarna anser att Riksbanken bör genomföra stresstester utifrån ett scenario där kapitalmarknaderna upphör att fungera och Federal Reserve och ECB inte erbjuder s.k. valutaswappar i dollar eller euro. Den snabba och kraftiga expansionen av Riksbankens balansräkning (särskilt inslaget av utländsk valuta) under finanskrisen ger enligt utvärderarna en viss uppfattning om hur allvarlig den svenska likviditetskrisen var. Räknat i procent expanderade Riksbanken till att börja med sin balansräkning mer än ECB, Federal Reserve och Bank of England.

## 1.2 Remissinstanserna

### Allmänt

Remissinstanserna är övervägande positiva till utvärderingens analyser och rekommendationer. De flesta tycker att det är bra att utvärderarna inte bara utvärderat penningpolitiken utan att de även analyserat Riksbankens och andra myndigheters arbete med finansiell stabilitet.

*Direktionen* i Riksbanken noterar att det sammanfattande omdömet om Riksbankens arbete under utvärderingsperioden och under den globala finanskrisen är övervägande positivt. *Fullmäktige* i Riksbanken välkomnar också utvärderingens positiva omdömen och tillägger att det är värdefullt att utvärderingen genomförts av två högt kvalificerade utländska ekonomer.

Även *LO* värdesätter att riksdagen regelbundet genomför den här typen av genomgripande analyser av Riksbanken. Särskilt värdefullt är det att utvärderingen denna gång även studerat Riksbankens arbete med finansiell stabilitet. *LO* delar också slutsatsen att Riksbanken framgångsrikt hantlade finanskrisen, trots brister i den institutionella och rättsliga strukturen.

*Svenskt Näringslivs* övergripande omdöme är att penningpolitiken och det finansiella stabilitetsarbetet bedrevs tillfredsställande under den akuta krisen. Den mest intressanta frågan nu är hur vi kan minska riskerna för nya finanskriser. *Svenskt Näringsliv* instämmer i flertalet av de förslag som utvärderarna presenterar i utvärderingen, men konstaterar samtidigt att det krävs betydligt mer omfattande åtgärder för att vi ska få ett robust finansiellt system.

*Riksgäldskontoret* delar utvärderarnas slutsatser om krishantering och förslagen om att den institutionella strukturen för finansiell stabilitet behöver ses över. Kontoret är dock kritiskt till delar av utvärderingen. En stor del av utvärderingen ägnas åt frågan om hur ett framtida ramverk bör se ut. Det innebär att utvärderingen av Riksbankens faktiska agerande under den aktuella femårsperioden blir begränsad. Utvärderingens bidrag till riksdagens arbete med uppföljning av Riksbankens verksamhet blir därmed mindre än önskat och förväntat, anser Riksgäldskontoret.

### Lärdomar från finanskrisen

*Mittuniversitetet* konstaterar att utvärderingen präglas av finanskrisen och vilka lärdomar som kan dras av krisen. Universitetet pekar i sitt remissvar på tre lärdomar som inte uppmärksammas i utvärderingen men som borde vara viktiga i diskussionen om hur ett nytt finansiellt regelverk bör utformas.

Den första viktiga lärdomen är att det är svårt att i detalj förutse finansiella kollapser. Det innebär i sin tur att det är riskabelt att på förhand skapa alltför detaljerade regelverk för hur kriserna ska hanteras. Som ett avskräckande exempel nämner *Mittuniversitetet* det stela regelverk för finanspolitisk samordning som tagits fram i EU och som, enligt universitetet, sannolikt försvårat en lösning av den pågående krisen.

Den andra viktiga lärdomen är att det överdrivna risktagandet i finansföretagen i första hand inte präglades av moral hazard (moralisk risk) utan mer av fartblindhet och flockbeteenden.

Den tredje lärdomen är att det är viktigt att skilja mellan åtgärder för att hantera problem i ett enskilt institut och åtgärder som används när många institut har samma typ av problem samtidigt. Det innebär att man måste tänka på både mikro- och makroperspektivet när man utformar regelverken och utforma reglerna så att hanteringen av mikroproblemen inte riskerar att försvåra att hanteringen av makroproblemen.

### **Bristen på likviditet**

*Riksgäldskontoret* delar utvärderarnas bedömning att bankernas svårigheter att finansiera sig i utländsk valuta var ett hot mot den finansiella stabiliteten och att det var bra att Riksbanken kunde öka tillgången på utländsk valuta genom swappar med andra centralbanker. Däremot anser kontoret att utvärderarna överdriver det verkliga hotet när de i utvärderingen skriver att stödet fick en sådan omfattning att Riksbankens valutareserv och Riksgäldskontorets reserver tömdes.

Enligt Riksgäldskontoret är det oklart vad utvärderarna menar med Riksgäldskontorets reserver. Riksgäldskontoret håller normalt inga kassareserver utan täcker sina finansieringsbehov i takt med att de uppstår. Den relevanta frågan är då hur stora belopp Riksgäldskontoret hade kunnat låna upp med kort varsel. Enligt kontoret var deras möjligheter att låna för att få fram utländsk valuta på intet sätt uttömda, eftersom krisen karaktäriserades av en flykt från banktillgångar till statspapper och efterfrågan på svenska statspapper var hög.

Riksgäldskontoret anser inte heller att det s.k. garantiprogrammet var uttömt, vilket antyds i utvärderingen. Programmet nådde som mest upp till 354 miljarder kronor, varav huvuddelen avsåg lån i utländsk valuta. Det motsvarar mindre än en fjärdedel av den ram för programmet som sattes när programmet infördes i oktober 2008.

Under 2009 lånade Riksgäldskontoret upp ca 100 miljarder kronor i utländsk valuta för att tillgodose Riksbankens behov av valutareserv. Enligt Riksgäldskontoret hade den upplåningen kunnat göras redan hösten 2008. Vid den tidpunkten hade det också varit möjligt att låna ett avsevärt större belopp än 100 miljarder kronor, enligt Riksgäldskontorets bedömning.

### **Valutareserven**

*Riksgäldskontoret* vänder sig mot utvärderarnas beskrivning att det fanns meningsskiljaktigheter mellan kontoret och Riksbanken om storleken på upplåningen för att täcka behovet av valutareserv. Enligt Riksgäldskontoret förelåg det aldrig några meningsskiljaktigheter. Direktionen begärde en upplåning på 100 miljarder kronor och Riksgäldskontorets styrelse godkände den begäran. Vad sedan enskilda företrädare för respektive myndighet kan

ha sagt eller uttryckt i denna fråga kan mot denna bakgrund inte ses som uttryck för meningsskiljaktigheter mellan myndigheterna, anser Riksgäldskontoret.

Riksgäldskontoret välkomnar dock att förutsättningarna för upplåning till valutarenserven ska utredas av utredningen om Riksbankens finansiella oberoende.

*Direktionen* i Riksbanken anser i sitt remissvar att ansvarsfördelningen mellan Riksbanken och Riksgäldskontoret när det gäller Riksbankens upplåning till valutarenserven är otydlig. Enligt direktionen är det i lagstiftningen oklart var gränserna går när det gäller Riksbankens upplåningsrätt och Riksgäldskontorets skyldighet att biträda Riksbankens upplåning till valutarenserven. I likhet med Riksgäldskontoret konstaterar dock både direktionen och *fullmäktige* i Riksbanken att denna fråga kommer att analyseras av utredningen om Riksbankens finansiella oberoende.

### **Stresstester**

*Direktionen* delar utvärderarnas uppfattning att Riksbanken regelbundet bör genomföra stresstester utifrån ett scenario där kapitalmarknaderna upphör att fungera och Federal Reserve och Europeiska centralbanken (ECB) inte erbjuder valutaswappar i dollar och euro. Direktionen påminner om att Riksbanken, som första centralbank i världen, publicerade stresstester över storbankernas likviditet i rapporten Finansiell Stabilitet 2010:2 och att banken under hösten 2011 utvecklat testerna till att även omfatta den typ av scenarier som utvärderarna föreslår.

Även *Almega* stöder förslaget om stresstester, bl.a. eftersom utvärderarna så tydligt pekar på att bristen på likviditet i utländsk valuta var den främsta anledningen till att det var så nära att den internationella finanskrisen utvecklades till en finansiell kollaps i Sverige.

*Konjunkturinstitutet* anser att det är viktigt att man utför stresstester av banksystemet. Institutet betonar emellertid att det är lika viktigt att en test som visar att bankernas risker är för höga följs av åtgärder som leder till att riskerna blir permanent lägre.

## **1.3 Ytterligare information**

### **Finanskriskommitténs uppdrag**

Finanskriskommittén tillsattes av regeringen i februari 2011, bl.a. som en följd av att riksdagen våren 2010 tillkännagav att de utredningsbehov med anledning finanskrisen som Riksbanken tog upp i sin framställning (2009/10:RB4) ska utredas av regeringen. Ordförande i kommittén är förre riksgäldsdirektören Thomas Franzén och övriga medlemmar är Irma Rosenberg,

före detta vice riksbankschef, Lars Hörngren, chefsekonom vid Riksgäldskontoret, Gustaf Sjöberg, docent i juridik och Agneta Björklund, justitieråd vid Högsta domstolen.

Från början var det tänkt att kommittén skulle redovisa resultatet av sitt arbete senast den 15 augusti 2012. Regeringen beslutade dock i juli 2012 att förlänga utredningstiden. Samtliga delar av kommitténs uppdrag som inte rör genomförandet av kommissionens förslag till krishanteringsramverk (KOM(2012) 280) ska redovisas senast den 31 december 2012. De delar som rör krishanteringsramverket ska slutredovisas senast den 31 maj 2013.

Syftet med kommittén är att säkerställa att regelverket är utformat så att finansiella kriser i första hand kan mildras genom förebyggande åtgärder och i andra hand lösas på ett effektivt sätt samtidigt som skattebetalarnas intressen värnas och förtroendet för den finansiella sektorn säkerställs.

Enligt utredningsdirektiven (2011:6) ska kommittén bl.a. göra följande:

- Analysera och dra slutsatser av den senaste globala finansiella krisen.
- Göra en översyn och föreslå förbättringar av det institutionella ramverket för krishantering, analysera ansvarsfördelningen och samspelet mellan Riksbanken, Riksgäldskontoret, FI och Regeringskansliet. I det ingår också att analysera möjligheterna till ansvarsutkrävande av myndigheterna.
- Analysera och föreslå förbättringar i det regelverk för ingripande som gäller för FI, bl.a. om det i lag ska anges att vissa åtgärder ska vidtas i vissa situationer.
- Analysera och föreslå förbättringar av regelverket för Riksbankens hantering av frågor som rör finansiell stabilitet, inklusive lämnande av likviditetsstöd och uppgifter och medel i sin roll att främja finansiell stabilitet och god marknadsfunktion.
- Analysera om regelverket för övertagande och rekonstruktion och avveckling av finansiella institut med problem är tillräckligt och effektivt samt föreslå nödvändiga förbättringar.
- Analysera hur ett låneinstrument som konverteras till kapital vid vissa situationer kan vara ett effektivt verktyg vid såväl privata lösningar som vid offentligt övertagande och rekonstruktion.
- Utredda och föreslå en riskdifferentierad avgift för Stabilitetsfonden. Kommittén ska också utreda om Stabilitetsfonden behöver ha ett mål och föreslå eventuella alternativa mål för fonden. Kommittén ska även undersöka möjligheterna till samordning av Stabilitetsfondens medel och avgifterna för insättningsgarantin (uppdraget kom till efter utskottets behandling av regeringens skrivelse 2011/12:71 Riksrevisionens rapport om stabilitetsfonden (2011/12:FiU44)).
- Analysera regelverket för överprövning av myndighetsbeslut i frågor av betydelse för den finansiella stabiliteten, inklusive vilken roll Prövningsnämnden för stöd till kreditinstitut ska ha.

- Analysera om sekretessbestämmelser ger Regeringskansliet och de berörda myndigheterna möjlighet till effektivt informationsutbyte mellan varandra och motsvarande utländska myndigheter.
- Analysera hur de föreslagna lösningarna förhåller sig till EU:s statsstödsregler.
- Utarbeta nödvändiga författningsförslag i de fall kommittén kommer fram till att regelverken behöver ändras.

### **Utredningen om Riksbankens finansiella oberoende och valutareserven**

Hösten 2011 tillsatte regeringen kommittén Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning – översyn efter erfarenheterna från den finansiella krisen. Utredningen är en komplettering av den utredning om Riksbankens finansiella beroende som lämnade sitt slutbetänkande 2007, dvs. ett år innan den internationella finanskrisen bröt ut på allvar.

Utredare är professor Harry Flam och utredningen ska enligt tilläggsdirektivet redovisa sina resultat senast den 15 januari 2013.

Enligt utredningsdirektiven (2011:89) ska utredaren analysera följande:

- Hur stor bör Riksbankens valutareserv vara och hur bör den finansieras?
- Samordningen mellan Riksbanken och Riksgäldskontoret och omfattningen och räckvidden av Riksbankens tillgång till upplåning i Riksgäldskontorets för att tillgodose behovet av valutareserv. Utredningen ska också titta på Riksgäldskontorets uppgift att bistå Riksbanken med upplåning till valutareserven i relation till Riksgäldskontorets uppdrag att säkra statens tillgång till finansiering för andra ändamål.
- Hur upplåning till valutareserven bör ske med hänsyn till det övergripande målet att garantera en effektiv upplåning för den svenska staten och att värna de offentliga finanserna, upprätthålla finansiell stabilitet och skydda Riksbankens självständiga ställning.
- Vad är en lämplig nivå på Riksbankens eget kapital?

Eftersom utredningens uppdrag i vissa delar har bäring på det arbete som pågår inom ramen för Finanskriskommittén ska utredningen enligt direktiven beakta Finanskriskommitténs arbete och slutsatser.

## **1.4 Finansutskottets ställningstagande**

Utskottet delar utvärderarnas och remissinstansernas uppfattning att Sverige klarade finanskrisen relativt bra. Tack vare myndigheternas snabba och kraftfulla agerande för att bl.a. se till att bankerna hade tillgång till likviditet lyckades man undvika en omfattande åtstramning av den svenska kreditmarknaden, en åtstramning som hade kunnat få en betydligt större och mer långvarig effekt på den reala svenska ekonomin än vad som blev fallet.



En annan viktig erfarenhet från finanskrisen, som också tas upp av utvärderarna, är att det, vid tidpunkten för den akuta finanskrisen, saknades en tillfredsställande rättslig och institutionell struktur för hur en finansiell kris ska hanteras. Lärdomen av detta är enligt utskottets mening att det svenska institutionella ramverket för bl.a. fördelning av ansvar och befogenheter och ansvarsutkrävande och krishantering måste förbättras och förtydligas, även om, som utvärderarna påpekar, den svenska hanteringen av finanskrisen underlättades av att de ledande befattningshavarna i de viktiga myndigheterna denna gång kände varandra väl och hade nära samarbete under hela krisen. Denna gång var det en styrka, men generellt sett får inte hanteringen och beslutsfattandet i krislägen vara personberoende och kräva viktiga adhoc-beslut om formerna för krishanteringen.

Merparten av utvärderarnas förslag och rekommendationer när det gäller finansiell stabilitet behandlas av den s.k. Finanskriskommittén. Kommittén tillsattes av regeringen i februari 2011, dvs. några månader innan utvärderarna presenterade sin utvärdering, och kommitténs uppgift är bl.a. att göra en översyn och föreslå förbättringar av det institutionella ramverket för krishantering och analysera ansvarsfördelningen och samspelet mellan Riksbanken, Finansinspektionen, Riksgäldskontoret och Regeringskansliet. Kommittén ska även behandla en mängd andra svenska och internationella frågeställningar om det finansiella regelverket som blivit aktuella i kölvattnet av finanskrisen.

Enligt utskottets uppfattning är kommitténs arbete utomordentligt viktigt för den framtida svenska finansiella strukturen, och kommittén har vid flera tillfällen under det senaste året informerat utskottet om det pågående utredningsarbetet. Utskottet vill därför avvakta resultatet av kommitténs arbete innan det tar mer ingående ställning till utvärderarnas olika rekommendationer.

Enligt utvärderarna fanns det meningsskiljaktigheter mellan Riksbanken och Riksgäldskontoret när det gäller den upplåning till valutareserven på 100 miljarder kronor som Riksgäldskontoret genomförde våren 2009. Detta förnekas av Riksgäldskontoret i deras remissyttrande. Utskottet avstår från att ställa i den frågan, men konstaterar samtidigt att frågorna kring valutareserven utreds av kommittén Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning – En översyn efter erfarenheterna från den finansiella krisen (2011:89). Kommittén tillsattes hösten 2011 och ska redovisa sina resultat senast den 15 januari 2013. Utskottet noterar att både Riksbanken, riksbanksfullmäktige och Riksgäldskontoret välkomnar utredningen i sina remissyttranden.

Ett av de stora hoten mot stabiliteten i det svenska finansiella systemet under finanskrisen var, enligt utvärderarna, bankernas omfattande finansiering i utländsk valuta. Av den anledningen anser utvärderarna att Riksbanken löpande bör genomföra s.k. stresstester utifrån ett scenario där bankernas tillgång till utländsk valuta inte längre fungerar. I likhet med Riksbankens direktion instämmer utskottet i utvärderarnas rekommendation

på detta område. Som framgår av direktionens remissyttrande publicerade Riksbanken redan hösten 2010, som första centralbank i världen, en stress-test över storbankernas likviditet; Riksbanken har under de senaste åren fortsatt att utveckla testerna. Testerna publiceras i Riksbankens rapport Finansiell stabilitet.

Denna erfarenhet från finanskrisen har, enligt utskottets mening, även inneburit att de svenska myndigheterna under senare år fäst allt större uppmärksamhet på likviditetsfrågorna. Bland annat kommer Finansinspektionen att fr.o.m. den 1 januari 2013 införa ett bindande likviditetskrav på de svenska storbankerna för att stärka bankernas motståndskraft mot ett kortsiktigt likviditetsbortfall. Kravet (LCR, Liquidity coverage rate) är en del av den s.k. Basel III-överenskommelsen och innebär kortfattat att bankerna tvingas hålla en likviditetsbuffert för att de ska klara verksamheten i en situation där de vanliga finansieringsmarknaderna är stängda under 30 dagar. Kravet kommer att gälla både den sammantagna likviditeten och separat för valutorna euro och dollar. Enligt Baselöverenskommelsen ska kraven vara införda senast 2015; att Sverige inför dem redan 2013 innebär att Sverige går före såväl Basel III-överenskommelsen som den planerade tidtabellen inom EU.

## 2 Åtgärder för att förebygga finansiella kriser

### **Utskottets bedömning i korthet**

Utskottet delar utvärderarnas uppfattning att Sverige bör bygga upp en organisation för en effektiv svensk makrotillsyn av finansmarknaderna. Utvärderarna skisserar på olika alternativa möjligheter att organisera makrotillsynen. En av Finanskriskommitténs huvuduppgifter är att analysera och se över ansvarsfördelningen mellan myndigheterna inom detta område. Utskottet väljer därför att avvakta resultatet av Finanskriskommitténs arbete innan det tar ställning hur en svensk makrotillsyn bäst bör organiseras. Utskottet understryker dock att det är viktigt att det skapas goda möjligheter till ansvarsutkrävande och demokratisk kontroll av den framtida makrotillsynen. Dessa delar bör nogt övervägas i den fortsatta beredningen. För att få till stånd en effektiv makrotillsyn måste verksamheten, enligt utskottet, också bygga på en långtgående öppenhet. Utskottet välkomnar det samverkansråd för makrotillsynen som Riksbanken och Finansinspektionen inrättat i avvaktan på en ny organisation för makrotillsynen. Enligt utskottets uppfattning bör resultaten av samarbetet mellan myndigheterna inom området finansiell stabilitet i ökad utsträckning återrapporteras till utskottet. Utskottet tänker därför diskutera med samverkansrådet om en regelbunden rapportering till utskottet, möjligtvis med start i form av en öppen utfrågning för att öka kunskapen om att rådet finns och om dess uppgifter.

### 2.1 Utvärderingen

#### **Analys och verktyg**

Riksbankslagen är otydlig när det gäller Riksbankens mandat för att verka för finansiell stabilitet, menar utvärderarna. Riksbankens roll i krisförebyggande syfte har till stor del varit begränsad till att samla in och analysera information om det svenska finansiella systemets stabilitet och sedan vidareförmedla resultaten via t.ex. rapporten Finansiell stabilitet eller direktionsledamöternas tal.

Riksbanken har klarat den rollen relativt väl, anser utvärderarna. Till exempel pekade man tidigt på de svenska bankernas stora kreditexponering i Baltikum och på riskerna med bankernas beroende av finansiering i dollar. Det som är bekymmersamt är enligt utvärderarna att Riksbanken inte haft några befogenheter att stoppa eller begränsa utveckling. I stället har man fått ägna sig åt att muntligen varna för riskerna (s.k. moral suasion).

Ett viktigt verktyg som Riksbanken har är att de kan tillföra likviditet och ge s.k. nödkrediter till banker som hamnat i trångmål. Utvärderarna anser dock att den svenska lagstiftningen inte är tillräckligt tydlig på detta område. I riksbankslagen står det att Riksbanken får ge nödkrediter till bankinstitut och svenska företag som står under Finansinspektionens tillsyn om det finns synnerliga skäl. Utvärderarna anser att Riksbanken även borde få ge nödkrediter till systemviktiga institut som inte står under Finansinspektionens tillsyn. De rekommenderar därför att riksbankslagen reformeras med syftet att utvidga och förtydliga under vilka omständigheter Riksbanken får ge nödkrediter. Utvärderarna anser att det i en ny riksbankslag bör framgå exakt vad som menas med synnerliga skäl.

Den kanske viktigaste lärdomen av finanskrisen är att den traditionella regleringen och tillsynen av bankerna med inriktning på stabiliteten i enskilda institut (den s.k. mikrotillsynen) inte var tillräcklig för att förhindra krisen. Därför är det enligt utvärderarna viktigt att man i Sverige inför system eller ramverk för s.k. makrotillsyn av finansmarknaderna. Utvärderarna anger tre skäl till varför man bör bygga upp makrotillsynen. För det första visar de historiska erfarenheterna att bankkriser inte är isolerade händelser utan att de kommer i klump. Det innebär att myndigheterna inte enbart kan fokusera på sannolikheterna att enskilda banker kommer att falla, utan att de måste analysera riskerna i hela finansiella systemet. För det andra finns det tydliga finansiella cykler (som oftast är procykliska med den reala ekonomiska utvecklingen) som bl.a. kan förstärkas genom traditionell mikrotillsyn. För det tredje talar förekomsten av s.k. systemviktiga finansinstitut, vid sidan av de stora bankerna och den traditionella tillsynen, att det behövs en bredare makroinriktad tillsyn.

Makrotillsynsområdet är fortfarande under utveckling. Under de närmaste åren kommer det att tas fram nya verktyg för makrotillsyn, t.ex. de kontracykliska kapitalbuffertar som utvecklas och rekommenderas inom ramen för Basel III. Enligt utvärderarna är det också viktigt att man förstärker och utvecklar de instrument som i dag används inom mikrotillsynen så att de kan användas för att förebygga systemriskerna på makronivå. Befogenheterna och ansvaret för redan befintliga verktyg bör också omfördelas mellan myndigheterna på området.

Till exempel anser utvärderarna att den typ av bolånetak som Finansinspektionen införde 2010 borde överföras till Riksbanken, eftersom verktyget kan vara ett effektivt sätt att förebygga systemriskerna på finansmarknaden. Utredarna rekommenderar därför att rätten att besluta om begränsningar av belåningsgraden överförs från Finansinspektionen till Riksbanken.

## Ansvarsfördelning

Enligt utvärderarna är det viktigt att Sverige tydligt fastställer myndigheters ansvar och befogenheter för makrotillsynen och den finansiella stabiliteten. Utvärderarna rekommenderar att man tillsätter en utredning som förtydligar Riksbankens, Finansinspektionens, Riksgäldskontorets och Finansdepartementets befogenheter och ansvar för att förebygga kriser. Utvärderarna konstaterar att rekommendationen redan tillgodosetts genom att regeringen under 2011 tillsatte den s.k. Finanskriskommittén.

Utvärderarna redovisar fyra olika modeller för ansvarsfördelning och organisering av makrotillsynen:

- Ansvaret för makrotillsynen delas mellan flera myndigheter. Modellen motsvarar den reform som planeras i USA och Europa där ett systemriskråd inrättas för att samordna myndigheternas agerande inom makrotillsynen. I Sverige skulle företrädare för Finansinspektionen, Riksgäldskontoret, Finansdepartementet och Riksbanken sitta i rådet. Denna modell skulle kräva minst förändringar jämfört med dagens situation. Varje myndighet skulle få behålla kontrollen över sina egna verktyg medan systemriskrådet t.ex. skulle ha mandat och befogenheter att utfärda rekommendationer och hantera eventuella konflikter mellan myndigheterna. Viktiga frågor att reda ut i denna modell är bl.a. vem som ska styra rådet, vem som ska stå för rådets sekretariatsfunktion och om rådets rekommendationer ska vara offentliga eller konfidentiella.
- En ny myndighet med ansvar för makrotillsynen inrättas. Att skapa en ny oberoende myndighet med system för ansvarsutkrävande skulle enligt utvärderarna vara komplicerat och kostsamt. Erfarenheterna från USA visar dessutom att en komplicerad tillsynsstruktur är ineffektiv när det handlar om att förebygga och hantera kriser.
- Riksbanken får ansvar för makrotillsynen, medan Finansinspektionen har fortsatt ansvar för mikrotillsynen. Denna modell har vissa fördelar enligt utvärderarna. Man skulle t.ex. kunna dra nytta av den expertis och personal som redan finns på Riksbanken. Modellen skulle också stärka Sveriges inflytande i Europeiska systemrisknämnden (European Systemic Risk Board, ESRB) genom att riksbankschefen automatiskt har rösträtt i nämnden. För att undvika att makrotillsynen kommer i konflikt med penningpolitiken eller mikrotillsynen bör man tillsätta en makrotillsynskommitté som är fristående från den penningpolitiska kommittén (riksbanksdirektionen) och som har ansvaret och fattar beslut i makrotillsynsfrågor. Kommittén kan ledas av riksbankschefen och bör i övrigt bestå av högt uppsatta företrädare för Riksbanken, Finansinspektionen, Riksgäldskontoret och Finansdepartementet. Kommittén kan också bestå av oberoende ledamöter för att bl.a. späda ut Riksbankens makt i kommittén.

- Riksbanken får ansvaret för såväl makrotillsynen som mikrotillsynen samtidigt som en ny myndighet med ansvar för finansiella produkters säkerhet inrättas. Denna modell skulle innebära stordriftsfördelar och synergieffekter. Överlappande tillsynsinsatser skulle kunna undvikas och modellen skulle förbättra tillsynsmyndighetens styrka och oberoende gentemot banksektorn och olika lobbygrupper. Nackdelen är att Riksbanken, som inte står under direkt demokratisk kontroll, skulle få stor makt, något som svenska folket knappast skulle godta, enligt utvärderarna.

Utvärderarna rekommenderar att Sverige väljer det första eller det tredje sättet att organisera makrotillsynen.

## 2.2 Remissinstanserna

### Analys och verktyg

#### *Makrotillsynen*

Remissinstanserna delar utvärderarnas uppfattning att det måste skapas ett system för makrotillsyn i Sverige.

*Direktionen* i Riksbanken konstaterar att det saknas ett institutionellt ramverk för hur makrotillsynen ska bedrivas. Riksbanken anser sig ha ett brett ansvar för den finansiella stabiliteten i Sverige med fokus på systemnivån. Men samtidigt saknar Riksbanken tvingande verktyg som kan användas för att begränsa systemriskerna. *Direktionens* uppfattning är därför att det behövs ett ramverk som fördelar ansvar, befogenheter och verktyg på ett sätt som möjliggör en effektiv makrotillsyn. *Direktionen* påpekar samtidigt att det ligger inom Finanskriskommitténs uppdrag att hantera dessa frågor.

Utvärderarna föreslår att rätten att besluta om begränsningar av belåningsgraden (bolånetaket) överförs från Finansinspektionen till Riksbanken. *Direktionen* avstår från att ta ställning till utvärderarnas förslag med motiveringen att även den frågan ingår i Finanskriskommitténs uppdrag.

#### *Nödkrediter*

*Direktionen* i Riksbanken delar utvärderarnas rekommendation att man bör utreda om Riksbanken även bör kunna ge nödkrediter (särskilt likviditetsstöd) till finansiella företag som inte står under Finansinspektionens tillsyn. Till följd av bl.a. internationalisering kan det i dag finnas företag i Sverige som kan vara systemviktiga men som inte står under Finansinspektionens tillsyn.

*Direktionen* delar däremot inte utvärderingens förslag att det i riksbankslagen bör förtydligas under vilka omständigheter Riksbanken ska få ge nödkrediter. *Direktionen* anger tre skäl till sitt ställningstagande. För det första har lagen visat sig fungera väl i praktiken. För det andra är Riksban-

ken tydlig med under vilka omständigheter den beviljar nödkrediter. Och för det tredje ger begreppet synnerliga skäl i lagstiftningen en nödvändig flexibilitet, enligt direktionen.

Även *Mittuniversitetet* avstyrker utvärderarnas förslag om nödkrediterna. Universitetet anser, i likhet med direktionen, att begreppet ”synnerliga skäl” i lagstiftningen ger Riksbanken den flexibilitet den behöver för att hantera krissituationer. Det är inte möjligt att i lagstiftningen förutse vilka situationer som kan uppstå. Därför är det viktigt att Riksbanken har en stor flexibilitet i användningen av nödkrediter, menar Mittuniversitetet. Universitetet konstaterar att den amerikanska centralbanken Federal Reserve har mycket flexibla bestämmelser för den här typen av krisåtgärder. Hade Federal Reserves föreskrifter varit mer detaljerade hade banken knappast kunnat stötta Sverige och andra länder under krisen 2008–2009 på det sätt som utvärderarna beskriver i utvärderingen.

*Riksgäldskontoret* delar dock utvärderarnas uppfattning att förutsättningarna för Riksbanken att ge nödkrediter bör förtydligas. Riksgäldskontoret påminner om att den frågan ingår i Finanskriskommitténs uppdrag.

## **Ansvarsfördelning**

*Direktionen* i Riksbanken väljer att inte ta ställning till utvärderingens olika modeller för hur den svenska makrotillsynen kan organiseras eftersom frågan för närvarande utreds av Finanskriskommittén. Däremot tar direktionen upp ett antal principiella aspekter som den anser är viktiga att ta hänsyn till när strukturen läggs fast.

Enligt direktionen måste den framtida organisationen ha beslutskraft, vilket förutsätter ett tydligt mandat och effektiva och tydligt definierade verktyg. Organisationen som får ansvar för makrotillsynen måste också vara oberoende i den meningen att den står fri från påtryckningar från såväl politiker som branschfolk. Dessutom måste det finnas tydliga former för ansvarsutkrävande och en väl utbyggd analyskapacitet. För att säkerställa analyskapaciteten krävs också en robust finansiering, enligt direktionen.

Direktionens uppfattning är att oavsett vilken modell för makrotillsynen man väljer så måste Riksbanken få en central roll. Bland annat har Riksbanken redan i dag den analyskapacitet som krävs för makrotillsynen, och från ett samhällsekonomiskt effektivitetsperspektiv vore det rimligt att använda den i den framtida makrotillsynen. Direktionen betonar också vikten av att det framtida makrotillsynsorganet kan agera effektivt internationellt, framför allt inom ramen för Europeiska systemrisknämnden (ESRB). Genom att ge Riksbanken en central roll i makrotillsynen tillvaratas Riksbankens möjligheter att verka internationellt, bl.a. genom att Riksbanken i egenskap av centralbank har rösträtt i ESRB.

Även *fullmäktige* i Riksbanken avstår från att ta ställning till utvärderarnas olika modeller. Fullmäktige anser dock att det är viktigt att det skapas goda möjligheter till ansvarsutkrävande och demokratisk kontroll av ett framtida makrotillsynsorgan. Verksamheten inom makrotillsynen bör kännetecknas av öppenhet, menar fullmäktige. Den demokratiska kontroll som fullmäktige utvecklat i Riksbanken kan enligt fullmäktige vara ett exempel på hur den framtida makrotillsynen kan följas upp och hur ansvar kan utkrävas.

I likhet med fullmäktige betonar *Riksrevisionen* att det är viktigt att man säkerställer möjligheter till ansvarsutkrävande när nya strukturer och samarbetsformer utformas mellan de myndigheter som har ansvar för att upprätthålla finansiell stabilitet.

*Finansinspektionen* är i sitt remissvar tveksam till argumenten att makro- och mikrotillsyn är fundamentalt olika. Inspektionen befarar också att en makrotillsyn som är helt separerad från mikrotillsynen riskerar att bli ineffektiv, och i värsta fall motsägelsefull. Till skillnad från utvärderarna ser Finansinspektionen därför endast tre alternativ för den framtida makro- och stabilitetstillsynen. Det första alternativet är att sammanlänka Riksbanken och Finansinspektionen, kanske enligt brittisk modell, för att garantera en koordinering av såväl mikro- och makrotillsynen som penningpolitiken. Det andra alternativet är att ge Riksbanken ett strikt penningpolitiskt uppdrag och ge Finansinspektionen både resurser och mandat att säkerställa makrotillsynen. Det tredje alternativet, som enligt inspektionen ligger närmast dagens svenska institutionella struktur, är att inrätta ett makrotillsynsråd med representanter för båda myndigheterna. Rådet skulle bl.a. ha befogenheter att ge ut offentliga rekommendationer till olika myndigheter, och myndigheterna skulle behöva förklara sig om de väljer att inte följa rekommendationerna. Möjligtvis bör rådet kompletteras med andra myndigheter eller Finansdepartementet, och det bör utredas om rådet ska få befogenheter att vidta makrotillsynsåtgärder, anser Finansinspektionen.

*Riksgäldskontoret* reser i sitt remissvar några frågor kring utvärderarnas tredje alternativ, dvs. alternativet där Riksbanken får ansvaret för makrotillsynen och det bildas en makrotillsynskommitté i banken i vilken höga företrädare för Riksbanken, Finansinspektionen, Riksgäldskontoret och Finansdepartementet ska sitta. En av kontorets frågor är hur man ska se på att en företrädare för regeringen sitter i ett beslutsorgan inom Riksbanken som är en myndighet under riksdagen. En annan fråga är hur man avgränsar Riksbankens delade ansvar för finansiell stabilitet från Riksbankens ansvar för penningpolitik, där kraven på oberoende och förbudet mot extern inblandning är strikta. Riksgäldskontoret anser att alternativet med en makrotillsynskommitté kräver betydligt mer analys än vad som ges i utvärderingen.

*Konjunkturinstitutet* tycker att det är svårt att ta ställning till utvärderingens olika organisationsförslag eftersom det i utvärderingen saknas en analys av vilka makrotillsynsverktyg som ska fördelas. I utvärderingen finns



inte heller någon närmare utredning av de komplicerade rättsliga frågor som blir aktuella när Riksbanken, regeringen och olika myndigheter under regeringen ska samarbeta, menar Konjunkturinstitutet.

*Svenskt Näringsliv* och *Lunds universitet* anser i sina remissvar att utvärderingens modell fyra är att föredra, dvs. den modell där Riksbanken får ansvaret för såväl makrotillsynen som mikrotillsynen.

Enligt *Svenskt Näringsliv* finns det tydliga samband mellan mikrotillsynen och makrotillsynen och mellan makrotillsynen och penningpolitiken. För att få en optimal policymix mellan olika åtgärder bör därför alla beslut fattas av Riksbankens direktion. Riksbankens ökade makt och befogenheter måste följas av att man utvecklar ett nytt beslutssystem för penningpolitiken som gör den mer förutsägbar och möjlig att utvärdera och som gör det möjligt att utkräva ansvar, anser *Svenskt Näringsliv*.

## 2.3 Ytterligare information

### **Analys och verktyg**

#### *Finanskriskommittén och verktygen och Riksbankens nödkrediter*

I Finanskriskommitténs uppdrag ingår att utreda och analysera Riksbankens möjligheter att ge likviditetsstöd eller nödkrediter. I utredningsdirektivet skriver regeringen bl.a. följande:

En central fråga är villkoren och förutsättningarna för Riksbankens likviditetsstöd, inklusive vilka företag som kan få stöd, och behovet av eventuellt ändrade och tydligare regler med beaktande av gällande instruktionsförbud. Här berörs bl.a. hur, i olika skeden av ett krisförlopp, Riksbankens roll och ansvar för krishanteringen relaterar till stödmyndighetens uppgifter och ansvar.

Nödkrediterna är även en del av utredningen om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning – Översyn efter erfarenheterna från den finansiella krisen. Respektive utredning ska dock beakta varandras arbeten.

I Finanskriskommitténs direktiv står det också att kommittén ska se över de verktyg Riksbanken och Finansinspektionen har i sin stabilitetsfrämjande roll och vid behov föreslå förändringar.

#### *Vad räknas som makrotillsynsverktyg?*

Makrotillsyn är ett nytt politikområde som i stort sett vuxit fram i kölvattnet av den internationella finanskrisen. Därför finns det i dagsläget endast ett fåtal verktyg eller instrument som kan betecknas som rena makrotillsynsverktyg. De flesta befintliga verktyg för makrotillsyn är i grunden mikrotillsynsverktyg (som framför allt ägs och utnyttjas av tillsynsmyndigheterna), men det pågår ett omfattande internationellt arbete med utveckla nya makrotillsynsinstrument.

Bland de verktyg som i grunden är mikroverktyg men som kan användas för att begränsa risker i hela det finansiella systemet finns t.ex. bolånetak (t.ex. begränsningar av hur stor del av ett bostadsköp som får belånas, begränsningar av lån i förhållande till inkomst), s.k. limiter för stora exponeringar i finansinstitut och likviditetskvoter. Bland dagens rena makrotillsynsverktyg (de flesta är dock fortfarande relativt outvecklade) finns t.ex. kontracykliska buffertar, dynamiska reserveringar och extra kapitalkrav på systemviktiga finansinstitut, s.k. SIFI.

I en artikel i Riksbankens tidskrift Penning- och valutapolitik (2009:1) går några medarbetare från Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet igenom under vilka förutsättningar olika makrotillsynsverktyg kan användas. Diskussionen i artikeln sammanfattas kortfattat i punkterna nedan.

- **Strukturella eller cykliska problem?** Vill man angripa problem av cyklisk natur är den grundläggande principen att göra det dyrare och mindre lockande att bygga upp risk i goda tider och samtidigt skapa en buffert för sämre tider. De instrument som då kan vara aktuella är t.ex. kontracykliska kapitalbuffertar och dynamiska reserveringar (avsättningar för framtida förluster). Vill man angripa ett mer strukturellt problem kan instrument som t.ex. extra kapitalkrav för systemviktiga institut, förstärkta genomlysningsskrav, minikrav på institutets bruttosoliditet, begränsningar av löptidsobalanser och olika likviditetskvoter bli aktuella.
- **Riktade eller brett verkande verktyg?** Exempel på brett verkande verktyg är kontracykliska kapitalbuffertar som omfattar samtliga institut. Nackdelen med brett verkande verktyg är att de även kan få effekt i sektorer av ekonomin som inte har problem. Exempel på riktade verktyg är att man kan anpassa riskvikterna på tillgångar från speciella marknader eller instrument. En nackdel med dessa verktyg är att de kan vara lätta att kringgå.
- **Kvantitativa regler eller styrning via pris?** Exempel på kvantitativa styrmedel är att sätta en gräns för hur mycket en bank får låna i utländsk valuta och därmed tvinga banken att agera annorlunda. Exempel på prisstyrande medel är avgifter som t.ex. gör det kostsamt att tillhandahålla finansiella tjänster som ger ökade systemrisker. Andra exempel är bolånetak, kapitaltäckningskrav och riskvikter. Dessa verktyg är visserligen kvantitativa till sin karaktär men fungerar prisstyrande.
- **Tillämpa verktygen statiskt eller dynamiskt?** För att kunna styra kredit- och priscykler krävs verktyg som är dynamiska, dvs. att de kan varieras över tiden. Ett exempel på ett dynamiskt verktyg är kontracykliska buffertar. Exempel på mer statiska verktyg, dvs. sådana som inte ändras över tid, är fasta begränsningsregler för hushållens upplåning.
- **Ska verktygen användas med automatik eller ska bedömningar göras från fall till fall?** Det pågår en internationell diskussion om ifall verktygen bör användas automatiskt, dvs. att en åtgärd vidtas efter en viss förutbestämd regel, eller att man från gång till gång bör

avgöra när ett verktyg ska sättas in. Det finns för- och nackdelar med båda tillvägagångssätten. Charles Goodhart har t.ex. föreslagit (dock inte i den aktuella utvärderingen) att myndigheterna kan tillämpa en form av halvautomatik. En åtgärd kopplas till indikatorer och när indikatorerna signalerar att en åtgärd bör vidtas ska myndigheterna vara skyldiga att redovisa varför eller varför inte de anser att åtgärden bör vidtas. Detta skulle kunna öka förutsägbarheten och minska risken för att myndigheterna avstår från att fatta obekväma beslut.

## **Ansvarsfördelning**

### *Finanskriskommittén och ansvarsfördelningen*

I Finanskriskommitténs uppgifter ingår att analysera och se över ansvarsfördelningen och samspelet mellan Riksbanken, Riksgäldskontoret, Finansinspektionen och Regeringskansliet. Kommittén ska också se över möjligheterna till ansvarsutkrävande av myndigheterna och föreslå nödvändiga förbättringar. I utredningsdirektivet skriver regeringen bl.a. följande:

Kommittén ska även överväga hur Riksbankens uppgifter för finansiell stabilitet kan tydliggöras inklusive frågan om ansvaret för finansiell stabilitet på makronivå bl.a. i förhållande till Finansinspektionens uppgifter. EU:s olika arrangemang för stabilitet inklusive nya tillsynsstrukturer ska beaktas i det sammanhanget. Kommittén ska se över de verktyg Riksbanken och Finansinspektionen har i sin stabilitetsfrämjande roll och vid behov föreslå förändringar.

### *Myndigheternas befintliga samarbeten kring finansiell stabilitet*

Under 2003 slöts en överenskommelse mellan Riksbanken och Finansinspektionen om arbetsfördelningen inom området finansiell stabilitet. Under 2005 slöts också en överenskommelse mellan Finansdepartementet, Riksbanken och Finansinspektionen om samarbete kring finansiell stabilitet och krishantering. Under 2009 kom Riksgäldskontoret in i samarbetet genom en ny överenskommelse.

I avvaktan på resultatet av Finanskriskommitténs arbete inrättade Riksbanken och Finansinspektionen i början av 2012 ett samverkansråd för makrotillsynen. I rådet ska myndigheterna samråda och utbyta information kring bedömningar av risker för det finansiella systemet som helhet och diskutera lämpliga åtgärder för att förebygga risker. Myndigheterna ska också diskutera och analysera utvecklingen av verktyg och metoder inom makrotillsynsområdet. Rådet ska träffas minst två gånger per år, och i rådet sitter Riksbankschefen, generaldirektören för Finansinspektionen, en vice riksbankschef, chefen för Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet, en medlem av Finansinspektionens ledningsgrupp och Finansinspektionens chefsjurist.

Hittills i år har rådet träffats två gånger. Diskussionerna på mötena protokollförs och protokollen publiceras på myndigheternas webbplatser.

## 2.4 Finansutskottets ställningstagande

I likhet med många remissinstanser delar utskottet utvärderarnas uppfattning att Sverige bör bygga upp ett ramverk och en organisation för en effektiv svensk makrotillsyn av finansmarknaderna. Utvärderarna skisserar på olika alternativa möjligheter att organisera makrotillsynen och hur ansvaret och befogenheterna och olika typer av s.k. makrotillsynsinstrument kan fördelas mellan olika myndigheter.

Hur ansvaret och befogenheterna inom makrotillsynen bör fördelas och vilka roller olika myndigheter bör spela är enligt utskottets mening en mycket komplicerad fråga, vilket inte minst framgår av den omfattande internationella debatten på området. En av Finanskriskommitténs huvuduppgifter är att analysera och se över ansvarsfördelningen mellan Riksbanken, Riksgäldskontoret, Finansinspektionen och Regeringskansliet. Utskottet vill därför avvakta resultatet av Finanskriskommitténs arbete innan det tar ställning hur en svensk makrotillsyn bäst bör organiseras.

Utskottet vill dock kort kommentera frågan om ansvarutkrävande och utvärdering av den framtida makrotillsynen. Utskottet delar riksbanksfullmäktiges uppfattning att det är viktigt att det skapas goda möjligheter till ansvarsutkrävande och demokratisk kontroll av makrotillsynen. Utskottet anser därför att dessa delar nogra bör övervägas i den fortsatta beredningen, och att man även bör tänka igenom hur en löpande insyn i och utvärdering av makrotillsynen bör utformas.

Utskottet anser att för att få till stånd en effektiv makrotillsyn bör verksamheten också bygga på en långtgående offentlighet. En viktig erfarenhet från finanskrisen – inte minst av riskerna i Baltikum – är att många myndigheter och organisationer noterade hur risker byggdes upp i olika delar av finansmarknaderna men att mycket lite av den informationen nådde en bredare allmänhet. Hade information om riskerna kommunicerats i ett tidigare skede hade kanske krisen fått ett mildare förlopp.

I avvaktan på att en svensk organisation för makrotillsynen kommer till stånd inrättade Riksbanken och Finansinspektionen i början av 2012 ett samverkansråd för makrotillsynen. I rådet ska myndigheterna bl.a. samråda och utbyta information kring bedömningar av risker för det finansiella systemet som helhet och diskutera lämpliga åtgärder för att förebygga risker. Rådet ska träffas minst två gånger per år, i rådet sitter bl.a. riksbankschefen och generaldirektören i Finansinspektionen. Protokollen från rådets möten publiceras på myndigheternas webbplatser.

Utskottet välkomnar Riksbankens och Finansinspektionens initiativ. Utskottet har tidigare uttryckt som sin uppfattning att resultaten av samarbetet mellan myndigheterna inom området finansiell stabilitet i ökad utsträckning bör återrapporteras till riksdagen (se bet. 2011/12:FiU15). Utskottet avser därför att diskutera med samverkansrådet om en regelbunden rapportering till utskottet, möjligtvis med start i form av en öppen utfrågning för att öka kunskapen om att rådet finns och om dess uppgifter.

## 3 Översyn av riksbankslagen

### Utskottets förslag i korthet

Utskottet delar utvärderarnas och remissinstansernas uppfattning att det behövs en reformering och översyn av riksbankslagen. Utskottet anser dock att man bör avvakta resultatet av arbetet i Finanskriskommittén och utredningen om Riksbankens finansiella oberoende innan man tillsätter en ny utredning av riksbankslagen. Utskottet tänker därför återkomma till frågan om en översyn av riksbankslagen när de aktuella utredningarna är klara.

### 3.1 Utvärderingen

Som tidigare redovisats anser utvärderarna att riksbankslagen är otydlig när det gäller Riksbankens mandat inom området finansiell stabilitet. Det behövs bl.a. en mer noggrann definition av begreppen finansiell stabilitet och makrotillsyn. Utvärderarna ger olika förslag på hur begreppen skulle kunna definieras och vilka målen med makrotillsynen skulle kunna vara och hur de skulle kunna utvärderas.

Utvärderarna anser att riksbankslagen bör reformeras och rekommenderar bl.a. följande ändringar:

- Att det i lagen anges exakt vilket mandat Riksbanken har när det gäller att främja finansiell stabilitet.
- Att det i lagen anges närmare vilka verktyg Riksbanken ska ha för detta ändamål, t.ex. varierande kassakrav och kontroll av s.k. valutaswappar.
- Att det i lagen anges närmare hur Riksbankens interna styrningsstruktur ska se ut när det gäller verksamheter som rör finansiell stabilitet och hur ansvar och uppgifter ska delas med andra myndigheter som också ansvarar för vissa aspekter av den finansiella stabiliteten, i synnerhet Finansinspektionen, Riksgäldskontoret och Finansdepartementet.

Utvärderarna konstaterar att dagens organisation och ansvarsstruktur i Riksbankens direktion är ovanlig jämfört med hur det ser ut i andra centralbanker. I de flesta andra centralbanker har direktionsledamöterna ansvar för olika specialområden och avdelningar inom banken. Före 2008 var en ledamot i Riksbankens direktion, vid sidan av riksbankchefen, huvudansvarig för penningpolitiken och en annan ledamot hade huvudansvaret för den finansiella stabiliteten. Detta ändrades vid den omorganisation som genomfördes den 1 januari 2008. Nu har ingen av ledamöterna något specialområde, utan alla är solidariskt ansvariga för alla riksbanksfrågor (undantaget var att vice riksbankschef Lars Nyberg var s.k. talesperson inom området finansiell stabilitet fram till att hans mandatperiod gick ut i slutet av 2011).

Ansvarsstrukturen fungerade väl i situationer där Riksbanken till största delen var inriktad på sin primära uppgift att nå inflationsmålet, och där arbetet med att upprätthålla finansiell stabilitet inte ansågs som lika viktigt. Detta håller nu på att förändras, menar utvärderarna.

Utvärderarna föreslår som ett av två alternativ (alternativ tre i avsnittet Ansvarsfördelning ovan) att Sverige organiserar makrotillsynen på så sätt att Riksbanken får hela ansvaret för makrotillsynen och att det bildas en makrotillsynskommitté vid sidan av den penningpolitiska kommittén (direktionen). När Riksbankens ansvarsområde utvidgas måste man enligt utvärderarna även se över ansvarsfördelningen inom direktionen. Hanteringen av stabilitetsfrågorna kommer att kräva en bredare och delvis annan expertis än den som krävs för de penningpolitiska frågorna. Det måste också finnas någon inom Riksbanken som har förutsättningarna och befogenheten att leda stabilitetskommittén i riksbankschefens närvaro. Enligt utvärderarna kommer Riksbanken att behöva ifrågasätta dagens absoluta jämlikhet i direktionen.

## 3.2 Remissinstanserna

### Reformering av riksbankslagen

Så gott som alla remissinstanser instämmer i utvärderarnas rekommendation att riksbankslagen bör modifieras. *Direktionen* i Riksbanken instämmer också när det gäller flertalet av de delar av lagen som utvärderarna menar behöver reformeras, men inte alla.

Direktionen anser, i likhet med utvärderarna, att lagen tydligare måste ange Riksbankens mandat för att främja finansiell stabilitet. Men i anslutning till detta bör det enligt direktionen även tydligt anges i lagen vilken roll Riksbanken har i makrotillsynen. Det finns också skäl att i lagen tydligt definiera vad finansiell stabilitet är.

Direktionen delar utvärderarnas bedömning att det i lagstiftningen bör anges vilka verktyg Riksbanken ska ha tillgång till för att främja finansiell stabilitet. Däremot är det, enligt direktionen, viktigt att man bygger in en viss flexibilitet i lagen. Det är på förhand svårt att exakt ange vilka verktyg som bäst kan begränsa riskuppsygnaden i olika situationer.

Enligt direktionen behövs det i dagsläget inga regler i riksbankslagen för Riksbankens interna styrningsstruktur. Den bedömningen kan visserligen förändras när Finanskriskommittén kommer med sitt förslag om hur den svenska makrotillsynen bör organiseras, menar direktionen.

*Finansinspektionen* delar utvärderarnas uppfattning att det är viktigt att man i lagstiftningen förtydligar olika myndigheters mandat för finansiell stabilitet. Finansinspektionen poängterar att inspektionen redan i dag har ett explicit ansvar för finansiell stabilitet eftersom det i regeringens instruktion till inspektionen anges att myndigheten ska arbeta för ett stabilt och väl fungerande finansiellt system.

*Mittuniversitetet* är dock tveksamt till att i riksbankslagen närmare precisera Riksbankens mandat för finansiell stabilitet och exakt beskriva vilka verktyg Riksbanken ska få använda för att främja stabiliteten. Vad som behövs är flexibilitet, menar *Mittuniversitetet*. Riksbanken måste få möjlighet att i framtiden använda nya verktyg i takt med att det finansiella systemet förändras. Man bör inte låsa fast Riksbanken vid en specifik samling tillåtna åtgärder.

### **Ansvarsfördelningen mellan direktionsledamöterna**

Till skillnad från utvärderarna anser *fullmäktige* i Riksbanken att det för närvarande inte finns någon anledning att ändra ansvarsfördelningen inom direktionen. Systemet med att enskilda direktionsledamöter hade särskilda beredningsområden övergavs 2008. Orsaken var bl.a. att det var angeläget att understryka direktionens gemensamma ansvar för bankens strategiska ledning. Förändringen innebar också att ansvarsfördelningen mellan direktionen och avdelningscheferna tydliggjordes, vilket hade efterfrågats av fullmäktiges revisorer. Fullmäktige påpekar dock att direktionsledamöterna fortfarande, trots förändringarna 2008, har ett personligt ansvar för verksamheten.

## **3.3 Ytterligare information**

### **Finanskriskommittén och riksbankslagen**

I Finanskriskommitténs uppgifter ingår bl.a. att analysera och föreslå förbättringar av regelverket för Riksbankens hantering av frågor som rör finansiell stabilitet, inklusive uppgifter och medel i sin roll att främja finansiell stabilitet och god marknadsfunktion. I detta ingår också att tydliggöra Riksbankens ansvar för finansiell stabilitet på makronivå i förhållande till bl.a. Finansinspektionen. I kommittédirektiven anges också att det finns skäl att överväga om en författningsreglering av begreppet finansiell stabilitet bör införas.

### **Utskottet och översyn av riksbankslagen**

Våren 2010 föreslog Riksbanken (framställning 2009/10:RB4, framställningen var gemensam mellan direktionen och fullmäktige) att riksdagen skulle göra ett tillkännagivande om att regeringen skyndsamt skulle tillsätta en eller flera utredningar med uppdrag att se över det finansiella regelverket. Riksbanken räknade i sin framställning upp elva olika områden som den ansåg var nödvändiga att utreda, inklusive en översyn av riksbankslagen.

I slutet av maj beslutade riksdagen att de utredningsområden som anges i Riksbankens framställning, utom förslaget om en översyn av riksbankslagen, ska utredas av regeringen (2009/10:FiU36).

Utskottet ansåg i betänkandet att det fanns goda argument för att även se över riksbankslagen, bl.a. eftersom de utredningar som nu skulle påbörjas skulle komma att aktualisera ändringar i lagen. Utskottet ansåg dock att det fanns anledning att avvakta med ett beslut om en översyn av riksbankslagen tills utredningarna var klara. Utskottets uppfattning var också att en framtida översyn av riksbankslagen bör vara parlamentarisk till sin karaktär och tillsättas av riksdagsstyrelsen.

### 3.4 Finansutskottets ställningstagande

Utskottet delar utvärderarnas och remissinstansernas uppfattning att det behövs en reformering och översyn av riksbankslagen.

Med anledning Riksbankens framställning (2009/10:RB3) beslutade riksdagen våren 2010 att tillkännage för regeringen att de utredningsområden som angavs i Riksbankens framställning, utom förslaget om en översyn av riksbankslagen (1988:1385), ska utredas av regeringen. Utskottet ansåg att det visserligen fanns goda skäl att även se över riksbankslagen, men att ett sådant beslut kunde avvakta resultaten av de kommande utredningarna.

I februari 2011 tillsatte regeringen Finanskriskommittén och hösten 2011 tillsattes utredningen Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning – Översyn efter erfarenheterna från den finansiella krisen. Utredningarna täcker de utredningsområden som efterfrågades av Riksbanken våren 2010, utom översynen av riksbankslagen.

Utskottet anser, precis som vid tidigare behandlingar av frågan, att det är viktigt att avvakta utredningarnas slutbetänkanden innan man utreder hur resultaten av utredningarna ska arbetas in i riksbankslagen. Utskottet avser därför att återkomma till frågan om en översyn av riksbankslagen när de aktuella utredningarna är klara.

## 4 Åtgärder för krishantering

### **Utskottets bedömning i korthet**

Utskottet delar utvärderarnas och remissinstansernas uppfattning att det bör utarbetas ett regelverk och en lagstiftning för hur banker som hamnat i olika former av kris bör hanteras. Utskottet konstaterar att ett regelverk är på väg att ta form. Utskottet väljer dock att avvakta de pågående förhandlingar om kommissionens förslag till EU-ram för rekonstruktion och avveckling av kreditinstitut och värdepappersföretag (KOM(2012) 280) och resultatet av Finanskriskommitténs arbete innan det tar ställning till hur det svenska ramverket bör utformas.



## 4.1 Utvärderingen

Enligt utvärderarna är frågan om krishantering inte lika svår som frågan om krisförebyggande, och förändringar inom krishantering kommer inte att kräva lika stora institutionella förändringar.

Trots att Sverige gick igenom en finanskris i början av 1990-talet fanns det när den internationella finanskrisen bröt ut 2008 ingen ordentlig rättslig grund för svenska myndigheter att hantera krisen. I stället tvingades riksdagen att snabbt besluta om en ny kortfattad krislag (den s.k. stödlagen 2008:814). Den nya lagen är enligt utvärderarna inte bästa praxis. Osäkerheten om vilka befogenheter myndigheterna har för att upprätthålla finansiell stabilitet är stor och det påverkar möjligheterna att hantera en kris.

I EU och internationellt pågår ett omfattande arbete om hur hanteringen av banker i kris bör organiseras. Utvärderarna rekommenderar därför att svenska myndigheter inrättar en beredningsgrupp med företrädare för Finansdepartementet, Riksgälden och Riksbanken (och eventuellt Finansinspektionen) som utarbetar förslag till nödvändig lagstiftning på området. Utvärderarna noterar även här att rekommendationen redan är uppfylld genom att regeringen under 2011 tillsatte den s.k. Finanskriskommittén.

Utvärderarna konstaterar att det under de senaste åren vuxit fram två metoder som alternativ till myndigheternas traditionella metoder att hantera banker i kris (genom traditionell avveckling eller genom att tillskjuta skattemedel alternativt förstatligande). Den ena metoden är att införa s.k. livstestamenten (living wills) för alla systemviktiga finansinstitut. Den andra metoden är att överföra hela eller delar av förlustbördan vid avveckling eller rekonstruktion från skattebetalarna till obligationsinnehavarna genom s.k. bail-in eller genom s.k. villkorade konvertibler.

Enligt utvärderarna återstår ett omfattande arbete innan man kan använda bail-in som ett viktigt instrument vid avveckling. Däremot rekommenderar utvärderarna att Finansinspektionen och Riksbanken gemensamt upprättar livstestamenten för alla systemviktiga svenska finansiella institut, inklusive de fyra storbankerna. Livstestamenten ska normalt sett bestå av två delar. Den första delen, den s.k. återhämtningsplanen, ska innehålla uppgifter om vilka åtgärder respektive institut ska vidta om de blir utsatta för akuta påfrestningar, t.ex. att institutet får svårt att låna på kapitalmarknaden. Den andra delen, den s.k. avvecklingsplanen, ska innehålla en beskrivning av hur institutet ska kunna avvecklas om återhämtningsplanen inte räcker till.

## 4.2 Remissinstanserna

*Direktionen* i Riksbanken delar utvärderarnas uppfattning att det finns behov av att utarbeta en lagstiftning om hur banker i kris ska hanteras. *Direktionen* konstaterar dock att utvärderarnas rekommendation om en beredningsgrupp redan är tillgodosedd genom att dessa frågeställningar ingår i Finanskriskommitténs uppdrag.

*Direktionen* delar också utvärderarnas uppfattning att s.k. livstestamenten och s.k. bail-in är intressanta verktyg som kan användas i en krishantering. *Direktionen* betonar dock att dessa verktyg inte undanröjer behovet av att staten tillfälligt kan behöva ta över finansinstitut i särskilda systemhotande situationer. *Direktionen* avböjer att ta ställning till rekommendationen att införa livstestamenten med motiveringen att det internationella regelverket kring livstestamenten fortfarande är oklart.

Även *Finansinspektionen* anser att arbetet med att skapa en förbättrad ordning för hanteringen av banker i kris måste fortsätta. Det regelverk som tas fram av Finanskriskommittén bör framför allt vidga den nuvarande lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut med en rätt att skriva ned skulder i en rekonstruktion. Dessutom bör även institut som inte betraktas som systemviktiga omfattas av en särskild avvecklingsordning. Det internationella arbetet på området måste få en stor vikt i den framtida svenska lagstiftningen, anser *Finansinspektionen*.

*LO* delar utvärderarnas kritik mot att Sverige saknar en effektiv lagstiftning för att hantera banker i kris. Detta har *LO*, enligt remissvaret, under lång tid framhållit i olika sammanhang. Det är viktigt att Sverige nu får ett adekvat regelverk för krishantering.

*Lunds universitet* och *Mittuniversitetet* tar båda upp frågan om livstestamenten. Båda anser att verktyget kan vara värt att pröva. *Lunds universitet* anser dock att testamentena måste analyseras noga innan de införs. Alla typer av regleringar hotar att driva upp lånekostnaderna i samhället. *Mittuniversitetet* varnar för en övertro på vad testamentena kan åstadkomma. Att förutse kriser och vad kriserna beror på är väldigt svårt. Om bankerna hade haft livstestamenten 2007 hade testamentena säkert innehållit utmärkta rutiner för hantera 1980- och 1990-talens finanskriser, men inte den kris som verkligen uppkom 2008.

*Mittuniversitet* varnar också för att verktyg som bail-in riskerar att förstärka i stället för att minska panikbeteenden i akuta krislägen.

## 4.3 Ytterligare information

### **Kommissionens förslag till krishanteringsramverk**

I juni 2012 presenterade kommissionen ett direktivförslag om en EU-ram för rekonstruktionen och avveckling av kreditinstitut och värdepappersföretag (KOM(2012) 280). Syftet med förslaget är att förse unionens myndig-

heter med gemensamma och effektiva verktyg och befogenheter för att föregripa bankkriser, begränsa ett överdrivet risktagande på finansmarknaderna, trygga den finansiella stabiliteten och minimera skattebetalarnas förluster vid en finansiell kris.

I mitten av september 2012 lämnade riksdagen ett motiverat yttrande över förslaget (2011/12:FiU12). Riksdagen välkomnade kommissionens förslag om en harmonisering av regler och processer för hantering av kreditinstitut i kris. Riksdagens uppfattning var dock att förslaget om en obligatorisk lånemekanism mellan de nationella finansieringsarrangemangen för avvecklingskostnader stred mot subsidiaritets- och proportionalitetsprinciperna.

Kommissionens förslag förhandlas nu i rådet.

### **Finanskriskommittén och krishanteringsramverket**

I Finanskriskommitténs uppdrag ingår bl.a. att göra en översyn av det nuvarande institutionella ramverket för krishantering och analysera om regelverket för övertagande och rekonstruktion och avveckling av finansiella institut med problem är tillräckligt och effektivt. Kommittén ska också föreslå nödvändiga förbättringar inom området, och i utredningsdirektiven anges att kommittén i dessa frågor ska beakta det arbete som pågår på global nivå och i EU.

I tilläggsdirektivet från juli 2012 förlängdes kommitténs arbete med de frågor som rör införandet av kommissionens krishanteringsdirektiv. Kommitténs arbete med dessa frågor ska slutredovisas senast den 31 maj 2013.

## **4.4 Finansutskottets ställningstagande**

Enligt utskottets uppfattning visar finanskrisen med all tänkbar tydlighet att det behövs ett effektivt ramverk för hur banker i kris ska hanteras, både i Sverige och internationellt. Utskottet delar därför utvärderarnas och remissinstansernas uppfattning att det bör utarbetas ett regelverk och en lagstiftning för hur banker som hamnat i olika former av kris bör hanteras.

Utskottet konstaterar att ett regelverk är på väg att ta form. Kommissionen presenterade i början av sommaren 2012 sitt direktivförslag om en EU-ram för rekonstruktion och avveckling av kreditinstitut och värdepappersföretag (KOM(2012) 280). Förslaget förhandlas nu i rådet.

I likhet vad utskottet anfört tidigare välkomnar utskottet kommissionens förslag till harmonisering av regler och processer för hanteringen av finansinstitut i kris (senast i bet. 2011/12:FiU12). Precis som regeringen är dock utskottet kritiskt till delar av kommissionens förslag. Kritiken handlar bl.a. om att enskilda EU-länder bör få möjlighet att komplettera ramverket med befogenheter, instrument och rutiner som passar det enskilda landet. Till skillnad från vad som är fallet i kommissionens förslag bör regelverket också tydligt tillåta ett temporärt statligt ägande av institut samt ge sta-

terna möjligheter att utfärda garantier och ge banker kapitaltillskott. Ramverket bör därför enligt utskottets mening innehålla rutiner, legala befogenheter och gränser för statligt ingripande.

Utskottet motsätter sig också den del i kommissionens förslag som handlar om att det bör upprättas en obligatorisk lånemekanism mellan de nationella finansieringsarrangemangen för avvecklingskostnader. I den prövning av kommissionens förslag som utskottet gjorde i september 2012 ansåg utskottet att den obligatoriska lånemekanismen stred mot såväl subsidiaritets- som proportionalitetsprinciperna.

Utskottet vill avvakta förhandlingar inom EU innan det tar ställning till hur den svenska lagstiftningen för krishantering bör utformas. Utskottet vill i detta sammanhang också nämna att även Finanskriskommittén har i uppdrag att titta på krishantering och avvecklings- och rekonstruktionsfrågor. Denna del av kommitténs arbete ska redovisas senast den 31 maj 2013.

## 5 Riksbankens penningpolitik 2005–2010

### Utskottets bedömning i korthet

Utskottet delar utvärderarnas övervägande positiva omdömen av Riksbankens penningpolitik, speciellt med tanke på att utvärderingsperioden innehåller den mest extrema och minst förutsedda ekonomiska och finansiella chock som världen upplevt under de senaste 100 åren. Riksbanken agerade både snabbt och kraftfullt när finanskrisen slog till på allvar hösten 2008. En del remissinstanser kritiserar utvärderarna för att de inte tar tydligare ställning till de meningsskiljaktigheter som funnits inom direktionen under de senaste åren. Utskottet noterar kritiken, men konstaterar att det under perioden handlat om komplicerade frågeställningar om svårbedömda samband mellan penningpolitik och nationell politik för stabilitet i det finansiella systemet, och som i flera års tid livligt diskuterats i såväl forskar- som centralbanksvärlden. Utskottet anser också att det inte heller är utskottets roll att bedöma vem som eventuellt har mer rätt eller fel i direktionen. Utskottet delar däremot utvärderarnas uppfattning att en utbyggd makrotillsyn med tydliga ansvarsförhållanden och tydliga befogenheter och instrument skulle kunna bidra till att avlasta en del av de målkonflikter som numer finns inom Riksbankens ansvarsområde. Hot mot den finansiella stabiliteten kan då i ökad utsträckning angripas med makrotillsynsåtgärder, medan räntan i större utsträckning än i dag kan sättas utifrån en avvägning av räntans effekter på inflationen och produktionen. Utskottet delar utvärderarnas uppfattning att inflationsmålet även i fortsättningen bör definieras i termer av KPI.

### 5.1 Utvärderingen

#### Allmänt om penningpolitiken

Utvärderingsperioden 2005–2010 omfattar finanskrisen 2007–2009 – en av de senaste hundra årens mest extrema och minst förutsedda ekonomiska och finansiella chocker. Enligt utredarna måste man vara extra medveten om detta när man utvärderar Riksbankens penningpolitik under perioden. Beräkningar av olika slag kommer att vara starkt präglade av finanskrisens effekter.

Utvärderarna jämför utvecklingen i Sverige under utvärderingsperioden med utvecklingen i några andra länder som också bedriver inflationsmålpolitik.

Jämförelsen visar att den svenska inflationen mätt enligt konsumentprisindex (KPI) var mer volatil än den underliggande inflationsutvecklingen (KPIF).

Dessutom var BNP-utvecklingen (mätt som BNP-gap) i Sverige mer volatil än i jämförelseländerna, vilket beror på att den svenska ekonomin var starkare före finanskrisen och på att nedgången i Sverige samband med krisen blev större än i flertalet andra länder. Om Riksbanken under perioden inte bara försökte stabilisera inflationen utan även försökte stabilisera produktionen är resultatet ojämnt, konstaterar utvärderarna.

Jämförelsen visar också att inflationen (oavsett hur inflationen mäts) varit lägre i Sverige och i genomsnitt legat under inflationsmålet samtidigt som arbetslösheten i genomsnitt varit högre än i jämförelseländerna. Detta kan enligt utvärderarna vara en antydning om att Riksbanken hade kunnat föra en något mer aggressiv penningpolitik för att motverka konjunkturnedgången efter finanskrisen. Utvärderarna är emellertid inte säkra på den slutsatsen och vill därför inte kritisera eller rekommendera ett ändrat agerande från Riksbankens sida. Den högre arbetslösheten kan ha berott på strukturella faktorer, och effekten av en ännu aggressivare penningpolitik hade nog inte blivit så stor, anser utvärderarna.

De konstaterar i stället att Riksbanken agerade både snabbt och kraftfullt när finanskrisen slog till på allvar hösten 2008. Riksbanken sänkte sina räntor lika snabbt och lika mycket som centralbankerna i jämförelseländerna. När räntan nått nästan noll (till och med innan dess) utökade Riksbanken sin balansräkning både mer och snabbare än andra centralbanker, räknat i procent av BNP.

I likhet med andra centralbanker och andra bedömare förutsåg Riksbanken inte finanskrisen. Till skillnad från andra prognosmakare och centralbanker betonade dock Riksbanken i slutet av sommaren 2008 risken för stigande energi- och råvarupriser, vilket var skälet till att banken höjde räntan så sent som i september 2008. Utvärderarnas genomgång visar dock att Riksbankens ekonomiska prognoser åren före finanskrisen var relativt träffsäkra och att prognoserna efter att krisen brutit ut låg ungefär i mitten av olika prognosmakares bedömningar. Riksbankens prognoser för inflation och arbetslöshet 2009 tillhörde dock de sämsta, enligt utvärderarna.

Utvärderarna konstaterar att Riksbanken under 2010 delvis utvecklat sin prognosmodell Ramses II till att omfatta vissa finansiella variabler. Utvärderarna rekommenderar dock att Riksbanken följer det pågående internationella arbetet med att ta fram makromodeller där bank- och finanssektorerna utgör ett grundläggande inslag och de nya modellerna för stabilitet i hela det finansiella systemet.

Enligt utvärderarnas uppfattning är det emellertid inte möjligt att konstruera standarprognosmodeller som kan uppskatta risken för att det uppstår en kris liknande den som inträffade 2008, dvs. s.k. tail-risker, risker där sannolikheten för att de ska inträffa vid en given tidpunkt är mycket låg men där konsekvenserna när de väl inträffar blir oerhörda.

Detta är enligt utvärderarna relevant för de meningsskiljaktigheter som för närvarande finns mellan medlemmarna i Riksbankens direktion. Den modell för att bedöma effekterna på inflation och produktion av olika beslut om räntans utveckling som utvecklats av direktionsledamoten Lars E O Svensson (den s.k. medelkvadratsmodellen som bygger på beräkningar i prognosmodellen Ramses) visar att majoritetens räntebeslut sedan hösten 2008 t.o.m. 2010 (med vissa undantag) enligt modellen varit sämre än ett alternativ med lägre ränta. Av denna anledning är det, enligt utvärderarna, uppenbart varför minoriteten reserverat sig mot majoritetens beslut och samtidigt krävt att majoriteten ska förklara sin ståndpunkt och hur den påverkar ekonomin.

Utvärderarna anser visserligen att minoritetens ståndpunkt varit begriplig men att den kan debatteras. Utgångspunkten för minoriteten är att resultaten av modellen är givna, medan majoriteten anser att man i en beslutssituation inte enbart kan förlita sig på modellen, utan måste ta hänsyn till risker som inte täcks in av modellen. En fastighetsbubbla som kan spricka är en tail-risk som är svår att förutse om och när den kommer att inträffa.

Utvärderarna menar att de inte vill kritisera majoriteten i direktionen för att de under 2010 var oroliga över tail-risker som fastighetsprisutvecklingen, lika lite som de vill kritisera Riksbanken för att den inte förutsåg den tail-risk som drabbade världen hösten 2008.

Utvärderarna understryker att de anser att Riksbankens räntebeslut även i fortsättningen bör ta hänsyn till direktionsmedlemmarnas subjektiva bedömningar. Räntebesluten varken kan eller bör reduceras till en kvasiautomatisk formel, oavsett hur sofistikerade beslutsmodellerna eller metoderna är.

De flesta tail-risker som påverkar direktionens räntebeslut handlar om oro över den finansiella stabiliteten. Utvärderarna delar uppfattningen att reporäntan är ett otillfredsställande och trubbigt verktyg för att hålla tillbaka en alltför snabb tillgångspris- och kreditutveckling. Under avsnittet Åtgärder för att förebygga finansiella kriser rekommenderar utvärderarna att myndigheterna, och då särskilt Riksbanken, får fler verktyg för makrotillsyn till sitt förfogande. Hot mot den finansiella stabiliteten skulle då kunna angripas med makrotillsynsverktyg. Därmed skulle räntebesluten i ännu högre grad än i dag kunna inriktas på räntans effekter på den framtida inflations- och produktionsutvecklingen, anser utvärderarna.

## Val av inflationsmått

I utvärderingen av den svenska penningpolitiken 1995–2005, som gjordes av Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin, var en av rekommendationerna att Riksbanken borde byta målvariabel i inflationsmålet – från konsumentprisindex (KPI) till ett prisindex som inte direkt påverkas av boendekostnader.

Riksbanken valde att inte följa Giavazzis och Mishkins rekommendation. Enligt Goodharts och Rochets uppfattning gjorde Riksbanken rätt. När utvärderingen kom 2006 var Giavazzis och Mishkins synpunkter representativa för den då rådande teoretiska huvudfåran, men är inte det i samma utsträckning i dag, anser utvärderarna.

Utvärderarna anser i stället att inflationsmålet bör fortsätta att definieras i termer av KPI inklusive boendekostnader. Samtidigt delar utvärderarna uppfattningen att användningen av KPI kan orsaka problem genom att ränteändringarna påverkar indexet. När Riksbanken höjer styrräntan för att t.ex. minska efterfrågetrycket i ekonomin blir den direkta effekten att inflationen stiger. Detta kan utlösa en negativ spiral och en överreaktion. Utvecklingen visar också att KPI varierade mycket kraftigt under högkonjunkturen före finanskrisen och under finanskrisen. Problem bör hanteras genom att man kortsiktigt styr räntepolitiken mot ett inflationsmål som utgår från en konstant ränta, vilket Riksbanken gör genom att de använder sig av det underliggande inflationsindexet KPIF, dvs. KPI rensat för ränteändringarnas effekter på räntekostnaderna för egna hem.

Utvärderarna rekommenderar därför att Riksbanken behåller de nuvarande definitionerna av KPI och KPIF, och att man fortsätter att använda KPI (och inflationsmålet på 2 procent) som mål för analyser på medellång sikt och KPIF för att bedöma den kortsiktiga utvecklingen mot inflationsmålet. Utvärderarna anser också att Riksbanken bör behålla de nuvarande benämningarna KPI och KPIF. Tidigare har man ändrat beteckningen på det underliggande inflationsmålet, från UND1X till KPIX och sedan till KPIF. Detta har orsakat en onödig förvirring, enligt utvärderarna.

### **Riksbankens räntebana**

Den viktigaste penningpolitiska förändring som inträffat sedan förra utvärderingen av penningpolitiken 1995–2005 är att Riksbanken sedan 2007 publicerar en egen prognos över styrräntans utveckling. Det nya systemet har endast varit i kraft i ett par år och det under en tid när ekonomierna utsatts för den värsta och mest oförutsedda finansiella chocken i modern tid. Detta betyder enligt utvärderarna att det är svårt att dra några säkra slutsatser om hur väl det nya systemet fungerat.

Utvärderarna pekar dock ut fyra utmärkande perioder fram t.o.m. 2010:

- Under perioden januari 2007 till juli 2008 låg Riksbankens räntebana och marknadens ränteförväntningar nära varandra. Det var ungefär vad man kunde förvänta sig av det nya systemet, att marknadens förväntningar skulle anpassa sig till Riksbankens ränteprognos, enligt utvärderarna.



- Under perioden september 2008 till april 2009 låg marknadens förväntningar långt under Riksbankens ränteprognos. En möjlig slutsats av den utvecklingen är, enligt utvärderarna, att marknaden tvivlade på att Riksbanken gjorde tillräckligt för stimulera den ekonomiska utvecklingen.
- Under perioden april 2009 till december 2009 låg Riksbankens räntebana under marknadens förväntningar, dvs. marknaden räknade med att räntorna skulle stiga snabbare än vad Riksbanken räknade med.
- Under perioden februari 2010 till december 2010 låg marknadens förväntningar på stigande räntor långt under Riksbankens prognos. Skillnaderna mellan Riksbanken och marknaden ökade dessutom, åtminstone i början av perioden. Utvärderarna konstaterar att ledamöterna i riksbanksdirektionen var oeniga under denna period.

Trots att det rör sig om en relativt begränsad period anser utvärderarna att många av de argument som framfördes mot att Riksbankens skulle börja publicera en egen räntebana kommit på skam. Kritiken att det skulle vara svårt att nå enighet i direktionen om en räntebana har visat sig inte stämma. Dessutom har inte förväntningarna om att marknadens ränteförväntningar skulle anpassa sig till Riksbankens räntebana uppfyllts. Exemplet ovan visar att marknaden periodvis har varit hälsosamt skeptisk till Riksbankens räntebanor.

Utvärderarnas uppfattning är att det är svårt att sia om framtiden och att prognoser på längre sikt än ett par kvartal framåt inte är särskilt tillförlitliga. Utvärderarna rekommenderar därför Riksbanken att ytterligare betona osäkerheten i ränteprognoserna, genom att t.ex. publicera tydligare osäkerhetsdiagram (s.k. trattdiagram) eller genom att prognoserna på längre sikt baseras på någon typ av förutbestämd formel.

En effekt av den nya räntebanan är enligt utvärderarna att Riksbankens räntebeslut har tidigarelagts. På de flesta centralbanker fattas räntebesluten vid direktionens eller kommitténs penningpolitiska möten. Så är inte längre fallet i Riksbanken, utan beslutet fattas i stället på den andra delen av det penningpolitiska beredningsmötet, det s.k. Stor-PBG2. Beslutet bekräftas sedan när det första utkastet till penningpolitisk rapport ställts samman och diskuterats vid det andra formella direktionsmötet några dagar efter Stor-PBG2.

Enligt utvärderarna har inte Riksbanken anpassat sin penningpolitiska beslutsprocess till den nya räntebanan och det prognosarbete som krävs. Utvärderarna anser att det är fel att ge sken av att det faktiska räntebeslutet tas på direktionens penningpolitiska möte, när det de facto fattas mycket tidigare. En nackdel med detta är att ett inte obetydligt antal av Riksbankens medarbetare, vid sidan om direktionsledamöterna, får kännedom om högst konfidentiell och marknadskänslig information ett par veckor innan den blir offentlig.

Utvärderarna rekommenderar därför att nivån på reporäntan och räntebanan i stället offentliggörs efter det direktionmöte som hålls ett par dagar efter Stor-PBG2, följt av ett kort uttalande om argumenten bakom räntesättningen och utfallet av direktionens omröstning. Den penningpolitiska rapporten bör sedan offentliggöras enligt normal tidtabell.

Direktionens penningpolitiska möten har, i takt med att meningsskiljaktigheterna mellan ledamöterna ökat, utvecklats till en arena där ledamöterna utförligt redogör för sin analys och sitt ställningstagande (som de bestämde sig för flera veckor tidigare). Det finns fördelar med den ordningen, menar utvärderarna. Disciplinen inom direktionen och protokollens informationsvärde ökar. Men samtidigt kan det skapa konfrontationer och riskera att överdriva och förstärka meningsskiljaktigheterna inom direktionen, inklusive meningsskiljaktigheter som kanske är av ganska ringa betydelse för ekonomin.

Utvärderarna förslår att direktionen sätter sig ned och diskuterar vilket syfte det penningpolitiska mötet ska ha under den nya processen, och om mötets namn, funktion och ansvarsområde bör ändras eller inte.

## 5.2 Remissinstanserna

### Allmänt om penningpolitiken

#### *Penningpolitikens utformning*

*Riksgäldskontoret* är kritiskt till utvärderingens behandling av penningpolitiken. Utvärderarnas synpunkter på penningpolitiken är kortfattade och företrädesvis på en relativt teknisk nivå. Enligt Riksgäldskontoret hade det varit önskvärt med en mer djuplodande genomgång på detta område. Till exempel behandlar utvärderarna inte frågan om Riksbanken kan sätta styrräntan till noll eller till och med ännu lägre, vilket var en av de punkter som finansutskottet angett i sitt direktiv till utvärderarna. Genom att inte utvärderarna tar ställning till detta och andra vägval som direktionen gjort under utvärderingsperioden blir det svårt för finansutskottet att avgöra om penningpolitiken varit väl avvägd.

Enligt Riksgäldskontoret är det möjligt att utvärderarna anser att skillnaderna i uppfattning inom direktionen under de senaste åren varit så små att penningpolitiken hade varit väl avvägd oavsett vilken linje som följts. En sådan slutsats hade dock förtjänat en tydligare förklaring och en mer grundläggande analys än vad som framkommer i rapporten, menar Riksgäldskontoret.

Även LO anser att utvärderarna borde ha ägnat mer utrymme åt de meningsskiljaktigheter över penningpolitikens utformning som sedan länge funnits i direktionen. Enligt LO är det två frågor som kommit i fokus under den senaste tiden, dels frågan om Riksbankens antaganden och prognoser över utländska räntor och styrräntor, dels frågan om vilket mått på

resursutnyttjandet som är lämpligast vid den penningpolitiska avvägningen mellan att stabilisera inflationen respektive den reala ekonomin. Mycket lite av det behandlas i utvärderingen, menar LO.

TCO noterar att utvärderingen visar att den svenska inflationen (KPI) under utvärderingsperioden avvikit mer från inflationsmålet samtidigt som även de reala obalanserna i ekonomin varit större än i andra jämförbara länder. Detta kan enligt TCO tolkas som att Riksbanken i penningpolitiken tagit mindre hänsyn till den reala konjunkturutvecklingen än vad andra centralbanker gjort. TCO konstaterar dock att utvärderarna väljer att inte rekommendera att Riksbanken ändrar sitt penningpolitiska beteende.

Enligt TCO är det befogat att dra slutsatsen att Riksbankens penningpolitik varit onödigt stram under den studerade perioden, och att detta förklaras av att Riksbanken inte i tillräckligt hög grad har tagit hänsyn till den realekonomiska utvecklingen och då i synnerhet utvecklingen på arbetsmarknaden.

Utvärderingens största brist är enligt TCO att utvärderarna inte för en diskussion om målet för penning- och stabiliseringspolitiken, motsvarande den diskussion som förs om ansvaret för finansiell stabilitet. TCO anser att Riksbankens mandat för prisstabilitet i riksbankslagen borde kompletteras med ett explicit mål för sysselsättning. Detta skulle leda till en bättre avvägning av penningpolitiken, menar TCO.

*Svenskt Näringsliv* anser att Riksbankens flexibla inflationsmålspolitik måste vidareutvecklas mot system som i större utsträckning än i dag bidrar till att minska riskerna för nya finanskriser. Den nuvarande avvägningen mellan prisstabilitet och realekonomisk stabilitet bör kompletteras med en avvägning mot finansiell stabilitet. Riksbanken måste få större möjligheter att "luta sig mot vinden", dvs. att justera räntebesluten för att förbättra förutsättningarna för finansiell stabilitet.

Enligt *Svenskt Näringsliv* handlar detta inte bara om att ge Riksbanken större befogenheter och ökad makt utan också om att skapa ett nytt beslutsystem för penningpolitiken som är förutsägbart och möjligt att utvärdera. *Svenskt Näringsliv* nämner två modeller som man skulle kunna fundera kring: ett s.k. prisnivåmål och ett inflationsmål som varierar kontracykliskt.

### *Utvecklandet av makromodeller*

*Direktionen* i Riksbanken delar utvärderarnas uppfattning att Riksbanken bör följa arbetet med att ta fram makromodeller som har bank- och finanssektorerna som ett grundläggande inslag. Enligt *direktionen* deltar Riksbanken redan i det internationella utvecklingsarbetet på området. Under hösten 2011 utvecklade banken en makromodell med banker och bankkapital. Vidare ändrade *direktionen* forskningsenhetens uppdrag så att den nu har ett tydligare ansvar för att även stödja arbetet med finansiell stabilitet. Forskningsenheten kommer även att tillföras mer resurser. *Direktionen* påpekar dock att det inte är enkelt att utveckla praktiskt tillämpbara modeller för analys av finansiell stabilitet och penningpolitik.

Även *Almega* välkomnar rekommendationen om en utveckling av makromodellerna. Men enligt *Almega* borde Riksbanken också ta fram mer djupgående och löpande analyser av skillnaderna mellan olika branscher och sektorer i den svenska ekonomin. Analyser om t.ex. produktions- och sysselsättningstillväxten i olika branscher skulle förbättra underlaget för bedömning av resursutnyttjandet i ekonomin och därmed också de penningpolitiska besluten.

### Val av inflationsmått

*Direktionen* i Riksbanken delar utvärderarnas uppfattning. Det huvudsakliga skälet till att inflationsmålet är definierat i termer av KPI är att det är ett brett prisindex och att det är välkänt för allmänheten. KPI-statistiken är dessutom av god kvalitet och publiceras kort efter en månads slut. *Direktionen* understryker att de regelbundet även analyserar mått på den underliggande inflationen, för närvarande måttet KPIF (KPI med fast ränta). De omfattande ränteändringarna under de senaste åren innebär att KPI- och KPIF-inflationen kommer att skilja sig åt under en ganska lång tid, men om penningpolitiken utformas så att KPIF hamnar nära 2 procent kommer KPI också att göra det på sikt.

Frågan om vilket inflationsmått som är det lämpliga är omdebatterat. Av bl.a. den anledningen bör man regelbundet pröva om KPI-inflationen är den bästa preciseringen av inflationsmålet, menar *direktionen*.

Även *LO*, *Lunds universitet* och *Mittuniversitetet* delar utvärderarnas rekommendation. *LO* anser dock att Riksbanken bör införliva enhetsarbetskraftskostnaderna i sin arsenal av olika mått på den underliggande inflationen.

*Konjunkturinstitutet* och *TCO* tycker däremot att Riksbanken bör ändra det officiella inflationsmålet i inflationsmålet från KPI till ett mått som inte påverkas av räntekostnaderna för egna hem, t.ex. KPIF.

*TCO* menar att de praktiska problemen med att Riksbanken använder sig av flera olika inflationsmått kan vara betydande. Tidvis har Riksbanken varit otydlig med vilken tolkning man gör, t.ex. när KPI legat över inflationsmålet och KPIF legat under inflationsmålet.

Både *TCO* och *Konjunkturinstitutet* anser att användningen av olika inflationsmått försvårar förståelsen och utvärderingen av penningpolitiken.

Enligt *TCO* framgår det tydligt i den aktuella utvärderingen. Analyserna i utvärderingen visar att slutsatserna om penningpolitikens resultat blir olika om man använder KPI eller KPIF. Utvärderarna verkar dock inte ha någon klar uppfattning om vilket inflationsmått som man bör använda i utvärderingssammanhanget, menar *TCO*.

## Riksbankens räntebana

### *Räntebanan och osäkerheten*

*Direktionen* i Riksbanken delar utvärderarnas uppfattning att man tydligt måste framhålla osäkerheten i prognoserna. *Direktionen* menar att detta varit en ledstjärna för Riksbanken ända sedan banken började publicera prognoser i inflationsrapporterna 1997. I dagens penningpolitiska rapporter och uppföljningar är diagram med osäkerhetsintervall för reporäntans, inflationens och BNP:s utveckling bland de första diagram som redovisas, och osäkerheten betonas i beskrivningen av huvudscenariots prognoser. Dessutom redovisas alternativa scenarier vars syfte bl.a. är att belysa prognosernas osäkerhet. *Direktionen* menar också att den dessutom regelmässigt betonar att räntebanan är en prognos, inte ett löfte. *Direktionens* uppfattning är att det i dag finns en stor förståelse bland både marknadsaktörer och allmänhet att utvecklingen på längre sikt är osäker. *Direktionen* understrekar att den är beredd att vidta ytterligare åtgärder om det visar sig att det finns behov av det.

*Direktionen* instämmer däremot inte i utvärderarnas rekommendation att de långsiktiga prognoserna av räntebanan borde baseras på någon typ av formel som införlivar marknadens avkastningskurva. *Direktionen* anser att den egna räntebanan har stora fördelar som kommunikationsinstrument. Riksbanken har tidigare prövat metoden att basera prognoserna på marknadsförväntningarna men valt att gå ifrån denna metod. *Direktionen* menar att det är viktigt att förhålla sig till marknadsförväntningarna men att det finns tydliga nackdelar med att basera sina egna prognoser på förväntningarna. Till exempel skulle *direktionen* då bara indirekt kunna uttrycka sin syn på den framtida ränteutvecklingen, vilket skulle göra att kommunikationen blir mindre tydlig. Dessutom kan marknadsförväntningarna variera kraftigt över tiden och förändras snabbt, vilket innebär att det kan bli svårt för marknaden och allmänheten att avgöra vilka förväntningar *direktionen* baserat sina prognoser på.

Ett annat dilemma som *direktionen* pekar på i sitt remissvar är att det inte finns något entydigt sätt att mäta marknadens förväntningar om reporäntan.

*Konjunkturinstitutet* avfärdar också utvärderarnas rekommendation att basera ränteprognoserna på marknadens avkastningskurva. För att det ska vara meningsfullt måste man basera prognosen på en kurva som fångar de för penningpolitiken relevanta förväntningarna. En sådan avkastningskurva är svår, för att inte säga omöjlig, att konstruera utifrån tillgängliga data, anser *Konjunkturinstitutet*.

*Lunds universitet* anser att Riksbankens anseende hos allmänheten sjunkit sedan de började presentera sina egna prognoser över reporäntans utveckling. Prognoserna har blivit ifrågasatta och allmänheten har haft svårt att ta till sig att det endast är en prognos. Universitetet tycker att

Riksbanken bör tänka igenom sin nuvarande kommunikationsstrategi och lägga mer fokus på målvariablerna än på de verktyg (räntebanan) som används för att nå inflationsmålet.

### *Räntebanan och beslutsprocessen*

*Direktionen* i Riksbanken delar inte utvärderarnas uppfattning att offentliggörandet av direktionens räntebeslut bör tidigareläggas. Den nuvarande prognos- och beslutsprocessen är utformad så att direktionen ska kunna fatta beslut om räntenivå och räntebana på det penningpolitiska mötet, och att beslutet och ett fullständigt beslutsunderlag ska kunna offentliggöras dagen efter mötet. Räntebeslutet är resultatet av en process där direktionsledamöternas respektive ståndpunkter mognar fram i takt med att beslutsunderlaget byggs på och kompletteras med prognoser och analyser. Det innebär emellertid inte att ledamöterna bundit sig för en viss räntebana och att räntebeslutet redan är fattat ett par dagar efter det beredningsmötet som utvärderarna hänvisar till i utvärderingen. I stället är det så att direktionen har möjlighet att ändra räntebanan och alla andra prognoser fram till, och framför allt på, det beslutande penningpolitiska mötet. Beslutsprocessen är, enligt direktionen, utformad så att den kan hantera en ändring av räntebanan på det penningpolitiska mötet.

Direktionen anser att det är viktigt att kunna presentera ett fullständigt beslutsunderlag när räntebeslutet offentliggörs. Utvärderarnas rekommendation skulle innebära ett avsteg från detta krav.

Direktionen anser dock att utvärderarna har rätt i att prognos- och beslutsprocessen medför risker som man måste vara observant på. Under processens gång får ett antal medarbetare kännedom om information som är att betrakta som marknadskänslig. Direktionen uppger att den är medveten om detta och att ett antal åtgärder har vidtagits för att minska riskerna för att sådan information sprids utanför Riksbanken. Samtidigt menar direktionen att den nuvarande processen som utgår från medarbetarnas höga moral och ansvarskänsla har fungerat mycket väl. Dessutom skulle utvärderarnas förslag om en tidigareläggning av offentliggörandet av räntebesluten enbart innebära att risken för läckor förflyttades i tiden, inte att läckorna upphörde, enligt direktionen.

Direktionen delar inte heller utvärderarnas uppfattning att direktionen, som ett led i att räntebesluten i praktiken fattas tidigare än på det penningpolitiska mötet, bör diskutera och eventuellt ändra syftet med det penningpolitiska mötet. Direktionen betonar att processen mot ett räntebeslut är just en process som leder fram till det penningpolitiska mötet. Därför är det ofrånkomligt och nödvändigt att enskilda ledamöter bildar sig en uppfattning om vilken penningpolitik de föredrar innan det penningpolitiska mötet. Detta är, enligt direktionen, en process som sannolikt inte skiljer sig så mycket från andra centralbankers sätt att agera. Det som är viktigt

är att ledamöterna har friheten att ändra uppfattning på det penningpolitiska mötet och att de under mötet kan föreslå eller rösta på vilken penningpolitik de vill.

För allmänhetens förståelse för penningpolitiken och uppdragsgivarens utvärderingar och ansvarsutkrävande är det också viktigt att skälen för rän- tebesluten och grunderna för direktionens ledamöternas respektive ställningsta- ganden framgår tydligt, anser direktionen.

*Riksgäldskontoret* är i sitt remissvar förvånade över att utvärderarna fäs- ter så stort intresse vid hur Riksbanken organiserar sina möten. Kontoret anser att de rekommendationer som utvärderarna ger på detta område bättre hade hört hemma i en rapport riktad till Riksbankens direktion än i en utvärdering beställd av Riksbankens huvudman.

## 5.3 Ytterligare information

### Val av inflationsmått

#### *Vad säger riksbankslagen om inflationsmått?*

I riksbankslagen (1988:1385) sägs inget om vilken inflation som ska hållas stabil utan bara att målet för Riksbankens verksamhet ska vara att upprätthålla ett fast penningvärde. I lagens förarbeten anges dock att orden fast penningvärde anger att det är den allmänna prisnivån som avses. Målet ska inte tolkas så att enskilda priser ska vara stabila. I propositionen 1997/98:40 om Riksbankens ställning för regeringen följande resonemang:

Målet ska tolkas i förändringstermer, inte i absoluta termer, dvs. målet bör uttryckas som ett mål för inflationstakten snarare än som ett mål för den absoluta prisnivån. Praktiska problem uppstår när prisöknings- takten ska mätas. Exempelvis är det svårt att ta hänsyn till kvalitetsut- vecklingen hos de varor och tjänster som ingår vid de upprepade mätningar som ligger till grund för fastställandet av prisindex. Det kan innebära att indexutvecklingen systematiskt överskattar inflationstakten. Den föreslagna formuleringen ska bl.a. av denna orsak inte tolkas så att inflationstakten, mätt som KPI eller något annat index, ska vara noll.

I samband med att fullmäktige beslutade om inflationsmålet i början av 1993 beslutades också att målet skulle mätas mot konsumentprisindex (KPI). Sedan mitten av 1990-talet har dock Riksbanken löpande diskuterat och tagit fram andra mått på den underliggande inflationens utveckling. Syftet med måtten har varit att exkludera temporära effekter på KPI, fram- för allt effekten av räntekostnader och indirekta skatter och subventioner. Beteckningarna på måtten har varierat. Mått som tidigare använts men som nu inte finns kvar i Riksbankens begreppsvärld är bl.a. UNDI<sub>X</sub>, UNDI<sub>NHX</sub> och KPI<sub>X</sub>.

För närvarande har Statistiska centralbyrån Riksbankens uppdrag att vid sidan av det officiella prisindexet beräkna prismåttet KPI<sub>F</sub>, vilket är KPI justerat för effekter av ränteförändringar.

*Finansutskottets ställningstagande till Giavazzis och Mishkins förslag*

I utskottets förra utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995–2005 (2006/07:RFR1) föreslog utvärderarna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin att Riksbanken borde byta ut KPI mot ett prisindex som inte påverkas av boendekostnader. Utskottet ansåg vid behandlingen av utvärderingen (2006/07:FiU27) att det inte fanns några starka skäl till att ändra inflationsmålets målvariabel från KPI till något annat index. I sitt remissyttrande på utvärderingen skrev direktionen att Riksbanken övervägde att ge det underliggande måttet UNDI<sub>X</sub> (som då spelade samma roll som KPIF i dag) en bättre och mer internationellt gångbar beteckning, vilket utskottet välkomnade eftersom utskottet under flera år tyckt att Riksbanken borde ändra namn på måttet. Det mått som Riksbanken nu framför allt använder som mått på den underliggande inflationen är alltså KPIF. Huruvida det är en internationellt gångbar beteckning kan diskuteras.

**Riksbankens räntebana***Beslutsprocessen i Riksbanken*

Figuren nedan från Riksbanken redovisar schematiskt hur den interna beredningen i Riksbanken av ett räntebeslut och en penningpolitisk rapport går till. Enligt Goodhart och Rochet har införandet av räntebanan fått till effekt att direktionens räntebeslut i verkligheten fattas på det möte som i figuren betecknas Stor-PBG2, i stället för på det penningpolitiska mötet som enligt utvärderarna är normalt på de flesta andra centralbanker. Som framgår av bilden äger Stor-PBG2 rum i vecka 3 av den sex veckor långa beredningstiden.



### Bild 1 Riksbankens interna beredningsprocess av räntebesluten och den penningpolitiska rapporten



Källa: Riksbanken, Penning- och valutapolitik 2009:1.

## 5.4 Finansutskottets ställningstagande

Innan utskottet går in på utvärderarnas bedömning av Riksbankens räntepolitik 2005–2010 vill utskottet kort kommentera en del av remissinstansernas synpunkter på utvärderarnas prioriteringar i utvärderingen.

Flera av remissinstanserna, däribland Riksgäldskontoret, anser att utvärderarnas genomgång av penningpolitiken under den aktuella perioden är alldeles för kortfattad och på en relativt teknisk nivå. Enligt Riksgäldskontoret hade det varit önskvärt med en mer djuplodande genomgång av området. Utvärderarna avstår också från att avhandla några av de frågeställningar som utskottet angett i sitt direktiv till utvärderarna, menar Riksgäldskontoret. LO anser i sitt remissyttrande att utvärderarna borde ha ägnat större utrymme åt penningpolitiken.

Utskottet kan till viss del instämma i remissinstansernas synpunkter. Men enligt utskottets uppfattning måste man väga in att Charles Goodharts och Jean-Charles Rochets utvärdering genomfördes under andra halvåret 2010 och första halvåret 2011. Såväl den internationella som den svenska debatten handlade då i hög grad om den finansiella stabiliteten, om hur man i framtiden skulle kunna förhindra eller åtminstone förebygga och hantera nya finanskriser.

Utskottet anser att utvärderingen har fyllt sin funktion på detta område. Den har bidragit till att utveckla och stimulera både den svenska och den internationella debatten. När det gäller penningpolitiken är det utskottets

uppfattning att eventuella kompletteringar av frågeställningarna kring penningpolitiken kan vävas in i utskottets årliga utvärderingar eller nästa externa utvärdering av penningpolitiken som enligt planeringen kommer att utföras 2015/2016.

### **Penningpolitiken 2005–2010**

Utskottet delar utvärderarnas uppfattning att penningpolitiken måste utvärderas utifrån det faktum att utvärderingsperioden innehåller den mest extrema och minst förutsedda ekonomiska och finansiella chock som världen upplevt under de senaste hundra åren.

Med tanke på dessa omständigheter delar utskottet också utvärderarnas övervägande positiva omdömen av Riksbankens arbete under utvärderingsperioden. Utvärderarna understryker att Riksbanken agerade både snabbt och kraftfullt när finanskrisen slog till på allvar hösten 2008. De svenska styrräntorna sänktes lika snabbt och lika mycket som i andra länder. När räntan gick ned mot noll utökade Riksbanken sin balansräkning både mer och snabbare än andra centralbanker, räknat i procent av BNP.

Några remissinstanser kritiserar utvärderarna för att de inte djupare analyserar och tar tydligare ställning till de meningsskiljaktigheter som funnits inom direktionen under de senaste åren. Utskottet noterar kritiken, men till utvärderarnas försvar bör påpekas att det handlar om komplicerade frågeställningar om svårbedömda samband mellan penningpolitik och finansiell stabilitet, och som under flera års tid diskuterats livligt i såväl forskarsom centralbanksvärlden. Enligt utskottets uppfattning är det inte heller utskottets roll att bedöma vem som eventuellt har mer rätt eller fel i direktionen. Däremot är det enligt utskottets mening viktigt att i det här sammanhanget konstatera att direktionens räntebeslut under de senaste åren tagits av en tydlig majoritet av medlemmarna i direktionen.

Utskottet har i sina årliga utvärderingar av penningpolitiken (senast i bet. 2011/12:FiU24) flera gånger behandlat oenigheten i direktionen. Utskottets uppfattning har varit och är fortfarande att den välkomnar en omfattande diskussion i direktionen som leder till ännu bättre beslutsunderlag och beslutsmodeller och i förlängningen ännu bättre räntebeslut. Samtidigt har utskottet understrukt att det är viktigt att diskussionen och debatten inte leder till att penningpolitiken blir mer otydlig och svårare att förstå. Det sista är enligt utskottets mening inte minst viktigt när det gäller allmänhetens och marknadernas förtroende för Riksbankens penningpolitik.

Utskottet delar utvärderarnas uppfattning att en utbyggd makrotillsyn med tydliga ansvarsförhållanden och tydliga befogenheter och instrument skulle kunna avlasta en del av de målkonflikter som numer finns inom Riksbankens ansvarsområde. Hot mot den finansiella stabiliteten kan då i ökad utsträckning angripas med makrotillsynsåtgärder, medan räntan i större utsträckning än i dag kan sättas utifrån en avvägning av räntans effekter på inflationen och produktionen.

## Riksbankens räntebana och beslutsprocessen

I utvärderingen analyserar utvärderarna effekterna av den räntebana eller ränteprognos som Riksbanken införde 2007. Utvärderarna anser bl.a. att Riksbanken i sin kommunikation med marknaderna och allmänheten ytterligare bör betona osäkerheten i ränteprognoserna. Utvärderarna menar vidare att Riksbanken inte har anpassat sin beslutsprocess till räntebanan och det ytterligare prognosarbete som nu krävs. Enligt utvärderarna är det fel att ge sken av att räntebesluten fattas på direktionens penningpolitiska möte, när de i själva verket fattas mycket tidigare. En nackdel med detta är, menar utvärderarna, att ett antal medarbetare, vid sidan av direktionens medlemmarna, får kännedom om högst konfidentiell och marknadskänslig information ett par veckor innan den blir offentlig. Riksbanken borde därför enligt utvärderarna tidigarelägga offentliggörandet av räntebeslutet.

Enligt utskottets mening är det viktigt för förtroendet för penningpolitiken att Riksbanken tydligt informerar om osäkerheterna i de prognoser som ligger till grund för räntebesluten. Utskottets uppfattning är också, i likhet med vad direktionen anger i sitt remissyttrande, att banken ägnar ganska stort utrymme i sina penningpolitiska rapporter och i sin kommunikation med allmänheten åt att redovisa och betona osäkerheten i prognoserna. Utskottet välkomnar att direktionen i sitt yttrande anger att den är beredd att vidta ytterligare åtgärder om det skulle visa sig att det finns behov av det.

I remissyttrandet anser direktionen också att det inte finns någon anledning att tidigarelägga offentliggörandet av direktionens beslut. Enligt direktionen bör man dock vara observant på de risker som finns i den nuvarande prognos- och beslutsprocessen. Bland annat har ett antal åtgärder vidtagits för att minska riskerna att marknadskänslig information sprids utanför Riksbanken. Direktionen menar att den nuvarande processen som utgår från medarbetarnas höga moral och ansvarskänsla har fungerat mycket bra.

Utskottet finner ingen anledning att ha några synpunkter på Riksbankens interna räntebeslutsprocess. Däremot anser utskottet att det är viktigt att man på olika sätt säkrar en process. En händelse där t.ex. marknadskänslig information läcker ut i förtid kan få allvarliga effekter på allmänhetens förtroende för Riksbankens verksamhet. En sådan utveckling måste på olika sätt undvikas.

## Val av inflationsmått

Frågan om inflationsmått i inflationsmålet behandlade utskottet under våren 2007 när utskottet tog ställning till de rekommendationer som ekonomerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin framförde i sin utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995–2005. Utskottet ansåg då att det inte fanns några starka skäl till att ändra inflationsmålets målvariabel från konsumentprisindex (KPI) till något annat index.

Utskottet står fortfarande fast vid den bedömningen, men kan, precis som direktionen gör i sitt remissyttrande, konstatera att frågan om lämpligt inflationsmått är mycket omdebatterad och att man av den anledningen regelbundet bör pröva om KPI är det bästa måttet.

Utskottet kan till en del instämma i några remissinstansers uppfattningar att användningen av både KPI och KPIF (KPI exklusive räntekostnaden för egna hem) kan innebära att det blir svårare att förstå och utvärdera penningpolitiken. Av den anledningen är det, som utskottet brukar påpeka i sina årliga utvärderingar av penningpolitiken, viktigt att Riksbanken i sina beslutsunderlag klart och tydligt redovisar bakgrunden till räntebesluten och uppfyllelsen av inflationsmålet.

## 6 Riksbankens kommunikation

### **Utskottets bedömning i korthet**

Utskottet delar utvärderarnas uppfattning att Riksbankens kommunikation håller en hög nivå och att kommunikationen under finanskrisen fungerade väl. Utskottet anser att informationen och kommunikationen om den finansiella stabiliteten är mycket viktig, inte minst i ett förebyggande syfte. Utskottet instämmer i utvärderarnas uppfattning att en väl utvecklad och effektiv kommunikation inom detta område förutsätter att ansvaret och befogenheterna när det gäller finansiell stabilitet är tydligt definierade. Detta visar på vikten av att det byggs upp en tydlig organisation för den svenska makrotillsynen, vilket har diskuterats tidigare i betänkandet.

### 6.1 Utvärderingen

I analysen av Riksbankens kommunikation och öppenhet utgår utvärderarna från två externa rapporter – rapporten *Central bank communications hits diminishing marginal returns* (2007) av J P Morgan Research som främst behandlar kommunikationen om penningpolitiken och rapporten *Storbankernas och myndigheternas kommunikation under finanskrisen 2007–2009* av Hallvarsson & Hallvarsson (på uppdrag av Finansiella sektorns privat-offentliga samverkansgrupp, FSPOS), som främst handlar om kommunikationen om finansiell stabilitet.

J P Morgan har i sin rapport tagit fram ett kommunikationsindex för centralbanker. Indexet är en summering av olika indikatorer över centralbankernas öppenhet. Riksbanken hamnar i topp i indexet av de tio central-

banker som jämförs i undersökningen. Utvärderarna konstaterar att Riksbanken är bäst i test men poängterar samtidigt att indexet mer mäter kvantitet än kvalitet i kommunikationen.

I Halvarsson & Halvarssons (H & H) rapport granskas hur olika aktörer hanterade kommunikationen under finanskrisens akuta skede. Den allmänna bedömningen (som gäller alla aktörer) är att kommunikationen fungerade väl. I rapporten uppmärksammas Riksbankens finansiella stabilitetsrapporter. Enligt H & H var det ett problem att Riksbanken i rapporterna förmedlade en oro över riskerna i Baltikum, samtidigt som man deklarerade att det svenska finansiella systemet var stabilt. Utvärderarna menar att H & H:s rapport ringar in ett tydligt problem, nämligen problemet att det stabilitetsbegrepp som Riksbanken (och även Finansinspektionen) använde vid tillfället inte riktigt fångade in den likviditets- och förtroendeproblematik som var av avgörande betydelse i detta skede av krisen. Detta visar enligt utvärderarna på att det är nödvändigt att fastställa en tydlig och utförlig definition av Riksbankens och Finansinspektionens mandat inom området finansiell stabilitet. En sådan definition skulle få konsekvenser för myndigheternas kommunikation.

I H & H:s rapport förslås bl.a. att Riksbankens stabilitetsrapport bör koncentreras och ges ut oftare, att rapporten bör följas upp precis som den penningpolitiska rapporten, att eventuell oro i rapporten bör kommuniceras genom offentliga brev till bankcheferna och att verktygen för kommunikationen görs tydligare. Utvärderarna instämmer i delar av H & H:s förslag.

## 6.2 Finansutskottets ställningstagande

Utskottets uppfattning är att Riksbankens verksamhet präglas av en hög grad av öppenhet. En långtgående öppenhet är enligt utskottets mening också en förutsättning för att man ska få förtroende för den förda penningpolitiken och för att penningpolitiken ska bli effektiv.

Den ena av de rapporter som utvärderarna redovisar i utvärderingen visar att Riksbanken hamnar högt när det gäller kommunikationen mot marknader och allmänhet om verksamheten och räntebesluten. Den andra visar att Riksbankens kommunikation under finanskrisen fungerade väl.

I den sistnämnda rapporten presenteras några förslag till hur Riksbanken skulle kunna förbättra sin information och rapportering kring finansiell stabilitet. Utvärderarna anger att de instämmer i en del av förslagen.

Kommunikationen om den finansiella stabiliteten i ekonomin är enligt utskottets mening mycket viktig, inte minst i förebyggande syfte. Utskottet delar utvärderarnas uppfattning att en väl utvecklad och effektiv kommunikation förutsätter att ansvaret och befogenheterna när det gäller finansiell stabilitet är tydligt definierade. Detta visar enligt utskottets mening på vikten av att det byggs upp en tydlig organisation för den svenska makrotillsynen, vilket har diskuterats tidigare i betänkandet.

## Reservation

Utskottets förslag till riksdagsbeslut och ställningstaganden har föranlett följande reservation

### **Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010 – motiveringen (V)**

av Torbjörn Björlund (V).

#### *Ställningstagande*

Vänsterpartiet delar utvärderarnas uppfattning att Riksbanken och övriga inblandade myndigheter gjorde ett relativt bra jobb under finanskrisen. Deras åtgärder bidrog till att begränsa krisens effekter på den svenska ekonomin.

Till viss del instämmer Vänsterpartiet även i utvärderarnas rekommendationer för att förebygga och hantera finansiella kriser. Däremot kan man konstatera att flertalet av utvärderarnas förslag redan var under utredning i bl.a. Finanskriskommittén när rapporten lämnades till finansutskottet.

Vänsterpartiet anser däremot att utvärderarnas förslag inte räcker till för att åtgärda de grundläggande problem som finns på finansmarknaderna. Det behövs betydligt mer genomgripande åtgärder för att minska risktagandet och trygga den finansiella stabiliteten i den svenska ekonomin. En viktig åtgärd är enligt Vänsterpartiet att införa en bankdelningslag som separerar traditionell bankverksamhet från spekulativ investmentverksamhet. Ett liknande förslag lämnades nyligen av EU:s s.k. högnivågrupp för reformering av EU:s banksektor, som leddes av den finländske centralbankschefen Erkki Liikanen.

Däremot menar jag att utvärderingens analys och genomgång av Riksbankens räntepolitik under perioden 2005–2010 hade kunnat och behövt vara mer djupgående och utförlig. Utvärderingen saknar en övergripande diskussion om penningpolitikens mål och förutsättningar, och det går inte att utifrån utvärderarnas redovisning dra några slutsatser om räntepolitiken under perioden varit väl avvägd eller inte. Flera av de områden som pekas ut i utskottets utvärderingsdirektiv behandlas dessutom inte i utvärderingen. Till exempel genomförs ingen djupare granskning av den flexibla penningpolitiken och Riksbankens svårigheter att bedriva en räntepolitik utifrån mycket osäkra uppskattningar av resursutnyttjandet i den svenska ekonomin.

I utvärderingen framgår att den svenska inflationen under utvärderingsperioden avvikit mer från inflationsmålet samtidigt som de reala obalanserna i den svenska ekonomin varit större än i jämförbara länder. Tyvärr drar utvärderarna inga slutsatser av den utvecklingen. De konstaterar

endast att Riksbankens försök att stabilisera produktionen har varit ojämnt och att det finns en antydning i siffrorna om att Riksbanken under perioden hade kunnat föra en mer stimulerande penningpolitik.

Vänsterpartiets uppfattning är att både den aktuella utvärderingen och tidigare gjorda utvärderingar visar att penningpolitiken varit alltför stram, vilket har resulterat i ett svagare resursutnyttjande och en lägre sysselsättning i ekonomin än nödvändigt och en inflationstakt som trendmässigt har understigit inflationsmålet. Detta har lett till att tusentals arbetstillfällen har gått förlorade. Detta har avspeglats i den debatt som förts i Riksbankens direktion och där det varit tydligt att ledamöterna tolkat målen för penningpolitiken på olika sätt. Vi menar att detta visar att inflationsmålet behöver kompletteras med ett explicit mål för den reala ekonomin. Därför anser vi att inflationsmålet bör kompletteras med ett sysselsättningsmål för att penningpolitiken ska understödja den ekonomiska politikens övergripande mål om full sysselsättning. Sysselsättningsmålet ska, till skillnad från de hänsyn till den realekonomiska utvecklingen som Riksbanken i dag ska ta inom ramen för den flexibla inflationsmålspolitiken, inte vara underordnat inflationsmålet utan båda målen ska ha samma vikt.

I utvärderingen saknas en diskussion om både inflationsmålet och nivån på inflationsmålet. Därmed bortser utvärderarna från den omfattande internationella debatt om nivån på ländernas inflationsmål som drogs i gång efter finanskrisen. Bland annat hävdade Internationella valutafondens chefsökonom Oliver Blanchard något år efter finanskrisen att centralbankerna borde höja sina inflationsmål för att minska riskerna för djupa ekonomiska kriser. I Sverige har bl.a. professorerna Lars Calmfors och Per Lundborg pläderat för ett högre svenskt inflationsmål, kring 3 -4 procent om det skulle ändras och fastställas i dag, dvs. en eller ett par procentenheter högre än dagens mål på 2 procent mätt enligt konsumentprisindex (KPI).

Enligt Vänsterpartiets uppfattning bör det svenska inflationsmålet höjas. En viktig lärdom av finanskrisen, som utvärderarna tyvärr inte tar upp i utvärderingen, är att de låga inflationsmålen allvarligt begränsade centralbankernas utrymme att kraftfullt stimulera den ekonomiska aktiviteten. Under krisen sänkte centralbankerna snabbt styrräntorna ned mot nollnivån. Samtidigt var det uppenbart att ekonomierna hade behövt ytterligare stimulans, men räntorna kunde inte sänkas mer eftersom de redan var nere på noll. Med ett högre inflationsmål får man en högre fallhöjd i penningpolitiken och utökade möjligheter för centralbankerna att föra en expansiv penningpolitik. Ett högre inflationsmål ger också en högre marginal mot en deflationistisk utveckling i ekonomin, dvs. en utveckling med fallande priser.

I motsats till utvärderarna anser Vänsterpartiet att inflationsmålet i inflationsmålet bör bytas från KPI till ett mått som tar fasta på det underliggande inflationstrycket. Riksbanken har tidigare använt en rad sådana mått, exempelvis UNDIHX.

Jag anser att riksdagen bör godkänna vad jag ovan anført om Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010.



BILAGA 1

# Protokoll från finansutskottets öppna utfrågning om utvärderingen av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010

**Tid:**

Datum: Onsdag den 31 augusti 2011

Tid: kl 10.30–12.00

Lokal: Förstakammarsalen

**Inbjudna:**

Professor Charles Goodhart

Professor Jean-Charles Rochet

Professor John Hassler, Stockholms universitet

Stefan Ingves, riksbankschef

Martin Andersson, generaldirektör för Finansinspektionen

**Deltagare:**

Anna Kinberg Batra (M), ordförande

Elisabeth Svantesson (M)

Göran Pettersson (M)

Jörgen Hellman (S)

Ann-Charlotte Hammar Johnsson (M)

Carl B Hamilton (FP)

Bo Bernhardsson (S)

Marie Nordén (S)

Staffan Anger (M)

Anders Sällström (KD)

Sven Erik Bucht (S)

Jörgen Andersson (M)

Jessica Rosencrantz (M)

Roger Tiefensee (C)

David Lång (SD)

Jacob Johnson (V)

*Ordföranden:* Klockan är tio. Jag skulle vilja hälsa er alla välkomna till den öppna utfrågningen när det gäller den oberoende utvärderingen av Riksbankens penningpolitik med utgångspunkt i rapporterna från professorerna Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet. Nu tänkte jag återgå till svenska; jag ville till att börja med hälsa er välkomna på engelska. Man kan göra som man vill; det tolkas simultant till och från engelska.

Vi har en öppen utfrågning här i finansutskottets regi på basis av den fristående utvärdering som har gjorts av den svenska penningpolitiken. Charles Goodhart här är professor vid London School of Economics. Jean-Charles Rochet är professor vid Toulouse School of Economics och Institute for Banking and Finance vid universitetet i Zürich. De har på finansutskottets uppdrag gjort riksdagens och Sveriges andra externa och oberoende utvärdering av den svenska penningpolitiken.

Detta initiativ tog finansutskottet första gången i form av en rapport som gjordes av professorerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin. Den publicerades 2006 och behandlade penningpolitikens utformning 1995–2005, det vill säga inflationsmålpolitikens första tio år. Sedan Riksbankens oberoende 1999 har finansutskottet årligen och i efterhand utvärderat penningpolitiken. De årliga utvärderingarna presenteras i ett riksdagsbetänkande sent på våren varje år. Men efter Giavazzis och Mishkins utvärdering 2006 beslutade utskottet att vart fjärde år genomföra en extern och oberoende utvärdering av Riksbankens verksamhet. Utskottets arbete med den nu aktuella utvärderingen påbörjades i slutet av 2009 i efterdyningarna av den då akuta finanskrisen. I juni 2010 beslutade utskottet om utvärderingens direktiv och beslutade samtidigt att ge utvärderingsuppdraget till professorerna Goodhart och Rochet som båda har en omfattande både akademisk och praktisk erfarenhet av penningpolitik och frågor om finansiell stabilitet.

Vi tog emot rapporten i går i utskottet. I denna utfrågning ska professorerna få möjlighet att presentera rapporten igen. Den bör finnas tillgänglig för er som inte redan har sett och läst den. Därefter kommer vi att diskutera detta mot akademisk, praktisk och politisk bakgrund. Professor John Hassler från Stockholms universitet kommer att kommentera i en första runda. Vi har med oss cheferna för Riksbanken och Finansinspektionen, Stefan Ingves respektive Martin Andersson. Utskottets ledamöter kommer att få tillfälle till frågor och kommentarer.

Jag vill poängtera att det är en oberoende utvärdering av den oberoende penningpolitiken, så utskottet har framför sig ett arbete med ett betänkande över detta. Det är inte inlett, utan nu är vi i en fas där vi diskuterar den rapport där professorerna står för slutsatserna och rekommendationerna. Men utskottet kommer att granska rapporten återkommande och kommer så småningom också att avge ett betänkande på basis av densamma. Rapporten kommer också senare i höst att gå ut på remiss till olika berörda parter i det svenska samhället.

Med det hälsar jag er välkomna till utfrågningen. Jag kommer att byta språk igen alldeles strax för att ge ordet till professorerna. Alla på podiet kommer att få tala i en första runda. Ledamöterna kan sträcka upp händerna så länge, så noterar jag en talarlista. Sedan ger vi tillfälle till så mycket frågor och kommentarer som vi hinner med fram till 12.15, då vi måste avsluta det här av ett antal olika skäl.

Jag vänder mig till professorerna Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet och vill be er att presentera rapporten.

*Charles Goodhart:* De senaste fem sex åren, som vi skulle utvärdera, har varit några av de mest tumultartade i ekonomin som helhet. Det är något av det värsta som har hänt under de senaste 100 åren, och det skiljer sig från perioden 1999–2005, som utvärderades av Mishkin och Giavazzi, en period av stor måttlighet och centralbankernas gyllene tidsålder, när de tyckte att de hade gjort allting som de skulle och det gick bra för dem.

Den här perioden har inkluderat den mest extrema turbulens och ekonomiska och finansiella instabilitet som världen har sett sedan 1929–1930, när vi hade den stora krisen. Under den här perioden har Sverige drabbats betydligt mindre hårt än de flesta andra länder. Även om BNP initialt sjönk lika mycket här som i andra länder har återhämtningen varit starkare. Om vi inkluderar 2011 ser vi att Sverige skiljer sig från flertalet: Som Martin Wolf skrev i dag i Financial Times har de flesta inte med avseende på BNP återhämtat sig till samma nivå som de hade innan krisen slog till, medan Sverige har det. Man har återhämtat sig snabbare än något annat industriland. Detta har delvis berott på att man snabbt och effektivt vidtog åtgärder från Riksbankens sida för att hantera finanskrisen när den slog till.

Som vi ser har jag här valt att visa centralbankernas balansomslutning från olika länder. De har utvidgat sina balansräkningar till att också omfatta likviditet för att stärka bankernas ställning i systemen. Som ni ser i det här diagrammet har Sverige ökat sin relativa andel av balansomslutningen lika snabbt som övriga länder, proportionellt sett till och med mer än andra. I takt med att återhämtningen har framskridit har man kunnat avbryta sitt stöd till affärsbankerna snabbare än i något annat land. Landet och de myndigheter som har hanterat frågan har lyckats bättre än i andra länder, trots att man haft väldigt stora problem. Det har varit jättesvåra problem. Det berodde framför allt på att man hade lånat upp stora kapitalbelopp i utländsk valuta och att man hade problem med att kunna finansiera svenska banker med utländsk valuta när såväl dollarmarknaden som euromarknaden sinade 2008. En del av det här framgångsrika resultatet berodde på att man förde en bra politik. Men delvis har det berott på att de olika myndigheterna i Sverige under den här besvärliga perioden samarbetade väldigt bra på ett sammanhållet sätt.

Det vi fokuserar på i vår rapport är att detta inte berodde på utan snarare kunde ske trots att man hade en undermålig struktur institutionellt och juridiskt sett för detta som skulle göra det möjligt för landet att hantera finansiell instabilitet. Man hade till och med åsiktsskillnader mellan de olika berörda myndigheterna.

Jag ska nu lämna ordet till min kollega professor Rochet, som ska gå igenom vår analys och våra förslag när det gäller frågor om finansiell stabilitet; de representerar själva kärnan och större delen av vår utvärdering. Detta skiljer sig kraftigt från Mishkinrapporten, som inte diskuterade finansiell stabilitet alls egentligen; det tycktes inte relevant vid den tidpunkten. Erfarenheten de senaste fem åren har klart visat att de penningpolitiska myndigheterna måste spela en central roll på just detta område.

*Jean-Charles Rochet:* När det gäller finansiell stabilitet ombads vi göra tre saker. Vi skulle först bedöma vad Riksbanken hade gjort mellan åren 2005 och 2010. Vi skulle också titta på vad Riksbanken hade för uppgifter och hur man hade fördelat olika instrument och kompetenser mellan olika offentliga myndigheter. Det gällde Riksbanken, Finansinspektionen med flera. Vi skulle även bedöma Riksbankens kommunikationspolicy.

Låt mig ta upp den första frågan, som gäller hur Riksbanken hanterade perioden 2005–2010. Som Charles redan nämnt drabbades Sverige jämfört med många andra länder inte särskilt hårt av finansoron. Det var få förluster som uppstod till följd av inhemska utgifter, och de finansförluster som uppkom berodde framför allt på vad som hände i andra länder, främst på Island och i Baltikum, särskilt när utlåningen skedde i utländsk valuta.

Landets BNP föll det fjärde kvartalet 2008 och under 2009, men det berodde framför allt på att den internationella handeln minskade kraftigt – Sverige var särskilt exponerat för detta – snarare än på effekterna av en inhemsk kreditkris eller en kollaps av huspriserna. Här kan ni se en jämförelse av hur huspriserna har förändrats i olika länder. Vi ser att Sverige är det bra landet i detta sammanhang; man har inte haft någon särskilt stor minskning av huspriserna 2008–2009. Ett annat diagram visar de procentuella förändringarna per år när det gäller bankernas utlåning till hushållen i olika delar av världen. Där ser vi att Sverige, som visas i rött här, har upprätthållit en stabil men måttlig ökning i förhållande till andra länder som har haft en betydligt flyktigare tendens när det gäller utlåningen.

I vår bedömning påpekar vi att de speciella åtgärder som vidtogs av Riksbanken som svar på krisen var väldigt viktiga. Man vidtog många åtgärder: Man hade utlåning på längre löptider, man hade mindre krav på säkerheter, man ingick swapavtal med Fed [Amerikanska centralbanken] och Europeiska centralbanken, man hade ett särskilt likviditetsstöd till banker som hade problem, man förstärkte valutareserven, man gav ut riksbankscertifikat och så vidare. Alla de här åtgärderna åtföljdes av andra viktiga åtgärder som vidtogs av regeringen, till exempel att man höjde insättningsgarantin och inrättade garanti- och kapitaltillskottsprogram, en stabilisering-

sfond och så vidare. Det här var åtgärder som vidtogs i rätt tid. De var väldigt ändamålsenliga och ledde till att man kunde undvika en allvarlig kreditkris i Sverige.

Vi anser att Sveriges framgångar och att man lyckades undvika en finanskatastrof kunde åstadkommas trots att man hade en ganska undermålig struktur. Vi anser att reformer krävs på två viktiga områden för att förhindra, förebygga och hantera kriser. Låt mig börja med krishantering.

Det förefaller sannolikt att alla industriländer kommer att upprätta särskilda hanteringsregimer för det man benämner systemets viktiga finansinstitut, alltså de banker och stora finansinstitut som helt enkelt inte får lov att kollapsa. Detta kommer att bli ett krav på såväl europeisk som internationell nivå; man måste ha något slags samordning av de särskilda hanteringsmekanismerna. Därför är det viktigt både av interna och internationella skäl att de svenska myndigheterna bildar en beredningskommitté som består av de olika berörda parterna (Finansdepartementet, Riksgälden, Riksbanken) och så vidare, för att utarbeta en lagstiftning på området – eftersom en sådan saknas i dag – för att kunna undvika kriser i viktiga finansinstitut.

När det gäller att förebygga kriser är riksbankslagen inte särskilt exakt beträffande Riksbankens uppdrag att upprätthålla finansiell stabilitet. Man säger bara att Riksbanken också ska främja ett säkert och effektivt betalningssystem. Men det här direktivet har tolkats bredare: att det handlar om att främja systemet som helhet. Vi anser att detta bör skrivas in i lagen.

Lagen tillåter också under särskilda omständigheter att man tillhandahåller likviditetsstöd till institut och institutioner som har svårigheter, till och med om man inte har tillräckligt goda säkerheter, vilket innebär att Riksbanken utsätts för risker. Vi rekommenderar att uppdraget och dessa ”särskilda omständigheter” specificeras och skrivs in i lagen. Sedan måste man också se till att dessa åtgärder är kompatibla med europeisk lagstiftning.

När det gäller tillsyn och korrigerande åtgärder har Riksbanken gjort ett väldigt bra jobb när det gäller att analysera det svenska bank- och finanssystemets stabilitet. Man har till exempel genomfört detaljerade utvärderingar av kapital- och likviditetsläget i stora svenska banker och motpartsexponering. Man har också regelbundet organiserat stresstester. Vårt största problem här är att även om Riksbanken kunde identifiera att allvarliga risker höll på att byggas upp hade man inga befogenheter att förhindra dessa.

Vi rekommenderar framför allt tre saker. Det första är att man mer i detalj specificerar vad man menar med att främja finansiell stabilitet och hur Riksbankens arbete kommer att bedömas. Det är viktigt att man är mer precis för att man ska kunna bedöma Riksbankens insatser på området.

En annan aspekt är användningen av de olika instrument som Riksbanken har möjlighet att använda för att upprätthålla finansiell stabilitet. Det finns många nya instrument som man överväger, till exempel möjligheten att införa varierande kassakrav och att kontrollera utlandsswappar. Det är

viktigt att ange klart och tydligt vilka instrument som får användas av Riksbanken och vilka som skulle kunna användas av andra institutioner, till exempel Finansinspektionen.

Slutligen anser vi att det verkligen är viktigt att man mer i detalj specificerar den interna styrningen i Riksbanken när det gäller finansiell stabilitet och att man delar ansvar och uppgifter med andra myndigheter som ansvarar för vissa aspekter av finansstabiliteten, särskilt Finansinspektionen, Riksgälden och Finansdepartementet.

Vi föreslår att man väljer mellan två olika alternativ. Vi har tänkt oss två alternativ som ni ska överväga för att se vilket som lämpar sig bäst för Sverige. Det ena alternativet innebär att man delar ansvaret för makrotillsynen mellan fyra institutioner: Riksbanken, Finansinspektionen, Riksgälden och Finansdepartementet. Detta skulle ha fördelen att det skulle innebära minimala förändringar i förhållande till hur det ser ut i dag i Sverige. De två delarna i den strukturella reform som skulle krävas är att man exakt fördelar instrumenten mellan de fyra institutioner som berörs och att man tillsätter en systemrisknämnd som ska bedöma den övergripande stabiliteten i det svenska bank- och finanssystemet.

Alternativ två innebär att man lägger all makrotillsyn på Riksbanken medan Finansinspektionen får ägna sig åt mikrotillsynen. Man skiljer här mellan mikrotillsyn, som handlar om enskilda institutioner, och makrotillsynen, som innebär en översyn av systemet som helhet. Här skulle tanken vara att man lägger makrotillsynen enbart på Riksbanken. Detta skulle kräva förändringar i Riksbanken internt och att man tillsätter en stabilitetskommitté i Riksbanken. En sådan kommitté skulle inkludera cheferna för Finansinspektionen och Riksgälden och representanter för Finansdepartementet, men en sådan finansiell stabilitetskommitté skulle också ha en representant för Riksbanken, till exempel en vice chef, som skulle vara ansvarig för finansiell stabilitet. Det är också viktigt att man utvecklar avdelningen för finansiell stabilitet i Riksbanken och lägger mer resurser på att utveckla de makroekonomiska modellerna, som syftar till att bedöma systemets tillförlitlighet.

När det gäller kommunikationen har vi konstaterat att kriskommunikationen fungerade relativt väl och bidrog till att krisen inte förvärrades. Men vi har en del synpunkter. Det var framför allt lite svårtolkat såtillvida att man hade rapporterna om finansiell stabilitet men Riksbanken samtidigt kom med vissa signaler om oro över utlåningen i Baltikum. Tre dagar efter Lehmankraschen konstaterades att Riksbanken trots oron den senaste tiden gjorde bedömningen att den finansiella stabiliteten fortfarande var tillfredsställande.

Vi bedömer att det är lite svårt som svensk bankkund att förena de här olika signalerna. Men det gällde inte enbart Sverige, ska vi tillägga. Vi är av uppfattningen att detta är ett tecken på det faktum att man inte kan särskilja vanliga människor från befogenheterna att rätta till brister. Att

avslöja och delge dåliga nyheter utan möjlighet att vidta några egna korrigerande åtgärder kan leda till att man skapar panik. När det gäller befogenheter att agera skulle vi gärna se att Riksbanken hade sådana.

Vi ser också att det var problem med den något för snäva definition av stabilitet som Riksbanken använder i enlighet med riksbankslagen. Den täcker i själva verket inte in likviditetsproblem och problem kopplade till tilltro och tillit. Man koncentrerade sig för mycket på vissa specifika frågor och förutsåg inte, vilket vi andra inte heller gjorde, att även andra områden är viktiga, som likviditet. Det här förstärker om något vår uppfattning att det är oerhört viktigt att ha en tydlig och tillräckligt bred definition av uppdraget att bibehålla den finansiella stabiliteten, som Riksbanken och Finansinspektionen har. Det handlar både om kommunikationspolicy och om att vidta korrigerande åtgärder.

*Charles Goodhart:* Vi anser att det finns störst utrymme för att förbättra hur penningpolitiken bedrivs i Sverige när det gäller den finansiella stabiliteten. Det är egentligen det man ska fokusera på, som vi ser det, när det gäller reformer. Som kontrast är det både i Sverige och till viss del också på andra håll så att förmågan att uppnå prisstabilitet och de tekniker som finns har utvecklats vidare under de senaste 20–25 åren. Som Giavazzi och Mishkin också slog fast har Riksbanken verkligen gått i täten, i spetsen för det här området och uppvisat stor kompetens under många år. Vi bedömer att det här inte har förändrats på något sätt. Men trots det faktum att vi rent generellt ser ett behov av vissa reformer när det gäller finansiell stabilitet är det, ska man komma ihåg, mer brådskande än när det gäller reformer för prisstabilitet och ren penningpolitik.

Vi berör ett antal olika specifika punkter, och jag tänkte att jag helt kort skulle redogöra för en kort diskussion om resultat, om vilka inflationsindex man bör använda för att bedöma det flexibla inflationsmålet och också om hur Riksbanken använder sina egna banor för styrräntor i sitt prognosarbete. Avslutningsvis tänkte jag också säga något om den fortsatta uppdelningen mellan majoriteten och minoriteten. Vi är medvetna om att vissa av er ansåg att vår uppgift var att slå ned på den ena eller den andra sidan, ta ställning i frågan och kröna segrarna, minoriteten eller majoriteten. Men i själva verket kan vi instämma i mycket som sägs från bägge håll. Vi menar också att det finns akademiskt och vetenskapligt stöd för synpunkterna som framförts från bägge håll. I ett ganska tidigt skede kom vi överens om att det vi vill undvika i den här rapporten just är att dras in i den polemiken.

Vi såg relativt goda resultat vad gäller inflation, särskilt när det gäller KPIF.

Och tittar man på det och på KPI kan man konstatera att inflationen under målet hängde samman med de låga siffrorna 2009 och 2010, som i sin tur var direkt kopplat till det faktum att KPI inbegriper effekten på

detta index av de sänkta räntorna. Vi instämmer och håller med Riksbanken om att KPIF är ett betydligt mer användbart kortsiktigt index för att titta på den medellånga utvecklingen när det gäller KPI-målet.

När det gäller BNP-gapssiffrorna kan man se att det skiljer sig lite mellan Sverige och de länder vi har valt som jämförelse. Det är lite större gap där.

Vi kan också konstatera att inflationen låg något högre i Sverige än i de länder vi jämfört med. Men jag ska samtidigt nämna att det bara är sex år vi har tittat på här, sammanlagt. Det är i praktiken en ganska kort tidsperiod. Nästa år, per 2011, kommer Sverige att ha gått om alla de här jämförelseländerna. Om vi i stället för att ta 2005 till 2010 skulle ta 2006 till 2011 skulle Sverige i själva verket framstå i betydligt bättre dager jämfört med de här jämförelseländerna. Men icke desto mindre är det så att om man tar perioden som helhet och tittar på medelkvadratgapen, skillnaderna mellan BNP och de bästa bedömningar som går att göra när det gäller hållbara nivåer, ser man att Sverige har klarat sig alldeles utmärkt när det gäller inflation men inte riktigt lika bra, under den här korta tidsperioden, i fråga om avvikelser när det gäller BNP.

Under den här relativt korta tidsperioden, och exkluderande det sista året, där Sverige faktiskt har gått bättre än alla andra länder i jämförelsen, ganska avsevärt till och med, har Sverige alltså klarat sig relativt hyfsat. Men man hade kanske kunnat få något bättre resultat. Det var ingen som kunde förutse den kris som slog till 2008, heller.

Nu skulle jag vilja komma in på frågan om vilket inflationsindex man ska använda. Giavazzi och Mishkin hade inte samma uppfattning som Riksbanken om huruvida det var lämpligt att använda huspriser i KPI och KPIF. Giavazzi och Mishkin hävdar att man inte bör ha med det och att man i princip bara ska koncentrera sig på det man i USA beskriver som underliggande inhemsk inflation. Vi anser däremot att man bör anlägga ett mer europeiskt perspektiv jämfört med det amerikanska förhållningssättet och anser därför att man bör ha med inflationen, inklusive huspriser, eftersom effekterna på inflationen kan komma via effekter på valuta, på huspriser och bostäder innan det slår igenom på den mer långsiktiga underliggande inhemska inflationen. Så vi anser att Riksbanken hade rätt i sin uppfattning när den inte ville godta den synpunkten i Giavazzi och Mishkins rapport för fem år sedan.

Det största inslaget av nytänkande som Riksbanken har infört under de senaste åren, 2007 och framåt, är att man grundar sin övergripande inflationsprognos inte på de förväntade räntorna för marknaden utan på officiella räntenivåer. Det var Nya Zeeland och Norge som var först ut med det här. Men det är ett viktigt inslag av nytänkande och av innovation, och vi har tittat på det här ganska noggrant.

Det finns ett antal fördelar. Det tar med bankerna i ett betydligt tidigare skede, de anställda på bankerna, när det gäller prognosarbetet och arbetet med att göra analyser av de lämpliga räntebanorna för styrräntor över lag.



Men det här får också inverkan på ett antal områden. Det påverkar tidsfristerna, hela tidtabellen för prognosarbetet. För om man gör en oberoende bedömning av kommande räntor med utgångspunkt i den befintliga marknadsbanan är det på ett sätt som att få oberoende input i prognosprocessen, och i slutskedet kan den penningpolitiska kommittén sedan bestämma sig för om den tycker att det här är en bra bana eller inte. Men om man enbart tar Riksbankens egna förväntade bana måste man där bestämma sig i ett betydligt tidigare skede, och så är det i praktiken. Det är så gott som beslutat, kanske inte absolut ristat i sten men relativt fastställt, eftersom det utgör grundbulten för den penningpolitiska rapport som sedan ska publiceras.

Det är inget fel med det, men det betyder att när den penningpolitiska kommittén sammanträder har räntebeslutet i praktiken redan fattats. Det har fattats kanske 10–14 dagar tidigare. Jag är inte helt säker på tidsramarna, men det har skett före det mötet, icke desto mindre. Ett antal av tjänstemännen i Riksbanken vet alltså redan vad som kommer att ske och vilken räntenivå och bana man kommer att hamna på, vilket kommer att redogöras i samband med den penningpolitiska kommitténs möte. Det är alltså i själva verket fiktion, såtillvida att beslutet redan har fattats i förväg.

Av ett antal skäl, som vi ser det, är det olämpligt att fortsätta med något som i själva verket är fiktion, inte fakta. Beslutet fattas i praktiken vid det andra huvudsakliga penningpolitiska mötet. Man bör då redogöra för det kort därefter och i den form det yttrar sig i det läget, naturligtvis.

Man kan titta på syftet med det penningpolitiska mötet. Ja, det är upp till den penningpolitiska kommittén att fatta beslut om det, naturligtvis, men vi tycker att det är fel att fortsätta med något som i praktiken inte är det egentliga skeendet, eftersom beslutet redan har fastställts tidigare. Den penningpolitiska dagen är väl kanske den minst troliga dagen då beslutet om att ändra räntor egentligen kan tänkas fattas. För rapporten ska ut dagen efter. Om man skulle göra något i det läget, på det penningpolitiska mötet, påverkas ju allt av det. Hela den penningpolitiska rapporten måste läggas i papperskorgen och skrivas om, och det skulle ta i alla fall två och en halv vecka. Det skulle vara oerhört genant för alla inblandade.

Utöver den här förfarandemässiga frågan har vi också tittat på frågan om förhållandet mellan publiceringen av den offentliga officiella banan och marknadsräntorna.

Det ni ser högst upp, på den övre bilden, är det man kan förvänta sig skulle hända. När det penningpolitiska mötet kom med sin officiella bana justerade marknaden delvis för detta och låg relativt nära. Då kan man förvänta sig att marknaden faktiskt gör den justeringen i enlighet med den förväntade kommande banan. Men från slutet av 2008, vill jag minnas, fram till mer eller mindre dags dato har marknadsnivåerna knappast justerats alls eller gett någon sådan respons i förhållande till den officiella banan, där man till exempel visar en betydligt större ökningsförväntan än vad marknaden visade i sitt utslag.

Det finns flera skäl som anges för att utvecklingen har blivit på det här sättet. Men om man tittar på det noggrant, inklusive genom att göra vissa ekonometriska analyser, kan man konstatera att under den här korta perioden – det är en kort och mycket märklig period, får man säga, med flera kriser och tydlig splittring också i riksbanksdirektionen – verkar marknadsnivåerna bara ha anpassat sig till de officiella under mycket korta tidsperspektiv. Det här är egentligen inte förvånande, som vi ser det, för en centralbank kan inte förutsäga framtiden, inte mer än någon annan. Vi vet egentligen inte. Det gör inte de i en centralbank heller, och marknaden är oerhört väl medveten om att så är fallet.

Vi kan tänka på nuläget, där eurozonen är i kris. Vi har ingen som helst aning om vad som kan tänkas ske i den här krisen. Vi vet därmed inte alls vad som kan tänkas ske när det gäller påverkan på räntenivåer och tillväxt i euroområdet. Och det är ett viktigt område där en stor del av svensk export hamnar. Det finns egentligen ingen som vet särskilt väl vad som kan tänkas ske och vilka förutsättningar Sverige kommer att ha om, säg, tre månader.

Själva föreställningen om att någon faktiskt vet något om det är ju i sig något att ta ställning till. Det är väl bara rimligt att Riksbanken redogör för sin förväntade bana, räntebana, och det finns goda skäl till att man vill göra det, särskilt när det gäller ett kortare perspektiv, på kort sikt. Men vi skulle vilja föreslå att det när man presenterar de här prognoserna för lite längre tidsperspektiv, säg längre än sex till nio månader, bör framföras på ett mer ödmjukt sätt. För Riksbanken vet inte mer än Bank of England eller jag eller någon annan om vad som kommer att ske i världen när det gäller räntenivåer på lite längre sikt. Sättet att uttrycka en sådan ödmjukhet är en annan fråga. Om man ska göra det med ord eller om man gör det i form av att inte gå lika långt framåt är helt upp till Riksbanken, naturligtvis.

Jag har talat om förhållandet mellan majoriteten och minoriteten tidigare. Som jag nämnde ville vi verkligen undvika att dras in i just den här debatten. Men i viss utsträckning, trots allt, eftersom det här har beskrivits och analyserats oerhört mycket, är tanken att ett par personer som kommer in utifrån ska kunna bidra oerhört mycket till att reda ut debatten att gå lite väl långt. Vi känner stor sympati för bägge ståndpunkterna, helt enkelt.

Vi kan börja med minoriteten. Minoriteten har med skalpelltydlig logik – och det uppskattar vi – en uppfattning som framgår tydligt här. Fram till krisen gjorde sitt inträde 2008 kan man se att när man använde de här medelkvadratgapen för prognoser blev huvudscenariot, huvudpolicyförslaget, sådant att man alltid lade sig minst lika bra som, om inte bättre än, det högre eller det lägre scenariot. Tittar man på medelkvadratgapen senare, längre fram i tiden, ser man att den lägre banan förefaller se bättre ut både när det gäller effekten i fråga om att få ned avvikelserna när det gäller inflationen och när det gäller avvikelser för BNP.

Majoriteten hävdar i större utsträckning att det finns en tail risk, att man som konsument kan bli alltför skuldsatt via konsumtion. Då säger man: Ja, men förklara då för oss hur stor sannolikheten är för det! Varför är det troligt? Och om den probabiliteten föreligger, vad menar ni skulle hända när det gäller BNP och inflation på grund av detta? Då tar vi med det i beräkningen av medelkvadratgapet, och så fortsätter vi som tidigare.

Det är också helt logiskt och en mycket klar och tydlig stånpunkt. Vi kan uppskatta den analytiska skärpan även i den stånpunkten.

Men vi kan också samtidigt stödja den andra sidan. Majoriteten anser att man, om det finns en sådan här eftersläpande risk med bubblor, helt enkelt inte kan tillämpa någon probabilitet. Men kan inte bedöma hur stor den är, om den ens föreligger. Man vet inte hur stora effekterna blir. Men man vet att det, trots det, skulle kunna bli oerhört allvarligt.

Man kan blicka bakåt i tiden och titta på läget under 2005 och 2006. Om man hade ställt frågan till medlemmar i den penningpolitiska kommittén i USA och England om hur de skulle bedöma sannolikheten för att en bostadskris skyntade vid horisonten skulle de ha sagt: Ja, vi vet inte, men vi tror att den risken är oerhört låg.

Och de kunde inte göra någon annan bedömning heller.

Med de orden vill jag få sagt att det är svårt att tillämpa något slags sannolikhetsbedömning för den här typen av risker. Likadant är det när det gäller kostnaderna. I den här typen av kvantifieringar menar vi att man helt enkelt inte klarar den uppgiften.

Då kanske vissa hävdar att det här är en subjektiv åsikt. Den är inte lika klar och tydlig i sin knivskarpa logik som den minoriteten har erbjudit. Men jag har tagit mig friheten att ta med ett par bilder från en presentation som Franklin Allen och Kenneth Rogoff gjorde. Det är två välkända och erfarna experter på penningpolitik. Jag tänkte avsluta med det Allen och Rogoff säger som slutsats, att makrotillsyn och penningpolitik krävs i sammanhanget. Det här innebär i praktiken att de är benägna att instämma i det faktum att det är svårt att kontrollera bubblor. Man behöver så många verktyg och redskap som möjligt.

Avslutningsvis vill jag säga att det verkliga syftet med vår rapport var att försöka lägga fram att Riksbanken i likhet med andra centralbanker behöver fler redskap för makrotillsyn som de kan använda mer direkt och ändamålsenligt för att kontrollera frågor som rör finansiell stabilitet, bubblor och bubblor som spricker. Då skulle den penningpolitiska kommittén på prisstabilitetssidan koncentrera sig mer fokuserat på medelgapen, som majoriteten har tittat en hel del på.

Vi hoppas att man genom att koncentrera sig mycket mer på frågorna som rör finansiell stabilitet kan få till en ny uppsättning omständigheter och förutsättningar som löser eller i alla fall minskar behovet av den typ av debatt som har uppstått mellan minoriteten och majoriteten under de senaste två åren.

*Ordföranden:* Tack så mycket! Vi går, som sagt, vidare direkt till de andra panelisterna. Närmast är det professor John Hassler från Stockholms universitet, som är den akademiska opponenter i detta. Sedan ska vi vidare till riksbank och inspektion. Därefter kommer vi att ha en frågestund.

Medan John Hassler ordnar tekniken kan jag nämna att det här i salen finns ett antal representanter för berörda aktörer, däribland Riksbankens direktion och fullmäktige, åtminstone delvis, och även det ansvariga statsrådet, Peter Norman. Det kan man liksom bara veta inför frågestunden, ifall det kommer frågor som är specifika, men frågorna förutsätts naturligtvis ställas i första hand till sällskapet i panelen här.

*John Hassler:* Jag ska först säga att jag sedan några veckor tillbaka är vice ordförande i Finanspolitiska rådet. Den här diskussionen om penningpolitiken ligger förstås helt utanför det mandat som jag har där. Och ingenting av det som jag kommer att säga har jag diskuterat i Finanspolitiska rådet. Jag uttalar mig alltså inte alls, i någon kapacitet, som vice ordförande där. Det kan kanske vara viktigt för någon att notera.

Den första frågan man kan ställa sig när det gäller att diskutera en sådan här utvärdering är: Vad är syftet? Vad är uppdraget till utvärderarna? Varför ska vi ha en utvärdering? Och om man läser uppdraget kan man notera att man kan dela upp uppdraget till utvärderarna i två rätt distinkta delar.

Det ena handlar om att utvärdera det institutionella ramverket, vilka lagar och andra regler som styr penningpolitiken. Detta är, särskilt mot bakgrund av den finansiella krisen, förstås en relevant fråga, en relevant uppgift.

Den andra uppgiften är att utvärdera Riksbankens faktiska penningpolitik, om den har varit väl avvägd. Det är också ett tydligt uppdrag till utvärderarna. Ett ansvarsutkrävande vill man då försöka åstadkomma med fullgörandet av den rollen.

Jag kommer att komma tillbaka till frågan om det är lämpligt att ge båda de här uppdragen till samma utvärderare. Jag kan redan nu säga att jag tror att det är vanskligt att blanda samman de här rollerna. Jag tror att man inför framtiden ska fundera på om man inte ska separera dem på ett tydligare sätt. Jag ska återkomma, som sagt, till det lite senare.

Låt mig börja med att diskutera den första frågan, om det institutionella ramverket. Utvärderarna pekar här på en rad institutionella brister, och det är ganska skarpa formuleringar. Man säger att en kollaps av det finansiella systemet i Sverige har förhindrats trots en relativt undermålig institutionell och rättslig struktur. Man noterar också att de här bristerna vid ett flertal tillfällen har påpekats av Riksbanken och därför knappast kan lastas på dem.

Man kommer med ett antal, som jag tycker, väldigt genomtänkta och bra förslag. De flesta är säkert inte särskilt kontroversiella. Den mest kontroversiella frågan är kanske frågan om var den makrofinansiella tillsynen ska ligga i framtiden. Man presenterar där två huvudförslag. Jag ska inte närmare kommentera dem, men jag lutar kanske ändå åt att man åtmin-

stone inte från början ska avfärda det andra förslaget, där den centrala makrofinansiella tillsynen läggs på Riksbanken. De argument som förs fram, framför allt vad gäller koordinering av de här insatserna och det faktum att det är svårt att bygga upp samma kompetens som i dag finns på Riksbanken på andra håll, tycker jag är tunga och gör att man åtminstone inte från början ska avfärda det förslaget.

Men som helhet, som sagt, tycker jag att författarna ger viktig input till det här reformarbetet och inte minst till Finanskriskommittén. Det faktum att man där arbetar med de här frågorna gör kanske att det i dagsläget inte finns så stor aktualitet i att diskutera de här förslagen. Jag ska därför spendera merparten av min tid på att diskutera det andra uppdraget till utvärderarna, nämligen uppdraget att analysera frågan om penningpolitiken har varit väl avvägd.

Det svenska systemet, liksom många andra runt omkring i världen, innebär att penningpolitiken är delegerad till en riksbank med en väldigt hög grad av självständighet, där ledamöterna i praktiken är oavsättliga. Det är också så att penningpolitiken har väldigt stora konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen.

Dessa två faktum menar jag, liksom väl de flesta, innebär att om man ska kunna anse att det här är förenligt med demokratiska principer måste delegeringen till den självständiga riksbanken förenas med en hög grad av ansvarsutkrävande i efterhand. Man måste från riksdagen och finansutskottet kunna svara på frågan om måluppfyllelsen har varit så god som man bör kunna kräva av Riksbanken och om Riksbanken faktiskt har kommunicerat de motiv som de har använt för de penningpolitiska besluten på ett tillräckligt klart sätt. Ansvarsutkrävande innebär helt enkelt att man svarar på de här frågorna. Därför är finansutskottets utvärdering av penningpolitiken av väldigt central demokratisk betydelse.

Låt mig komma in på vad utredningen säger och lite grann vad jag tycker om de här frågorna. Frågan om huruvida penningpolitiken har varit väl avvägd kan ju delas in i två frågor.

Den första frågan är om man har hanterat finansiella stabilitetsfrågor på ett adekvat sätt. Där konstaterar utvärderarna att en finansiell kollaps var mycket nära men att den undveks, trots den här bristfälliga lagstiftningen, genom att man hade ett väl fungerande samarbete mellan myndigheterna och att man ganska snabbt vidtog kraftfulla så kallade okonventionella metoder för att bland annat tillföra likviditet till det finansiella systemet. Också hjälp från omvärlden i form av stöd med utländsk valuta var väsentligt. Förmodligen var det också viktigt med tur. Kanske hade det också i det här fallet betydelse att finanspolitiken var väl avvägd. Nu kommer jag in på saker som jag kanske inte skulle prata om i dag.

Men när det gäller det här finns det ingen kritik mot Riksbanken, såvitt jag kan se, av någon allvarlig natur, och det har väl egentligen inte kommit från annat håll heller. Så här är väl frågan om penningpolitiken har varit väl avvägd relativt lätt att besvara. Det finns ingenting som tyder på att den inte har varit det.

När det gäller de här frågorna är det därför också begripligt att utvärderingens fokus ligger på bristerna i det institutionella ramverket, även om man kanske skulle ha velat ha en analys av vad som skulle ha kunnat hända om man vidtagit andra åtgärder, om man inte hade gått in så kraftfullt och inte riskerat skattebetalarnas pengar så mycket som man gjorde. Det är en svår fråga. Den är kanske till och med så svår att man får ha förståelse för att utvärderarna inte har spenderat särskilt mycket tid på den.

Den andra delen av penningpolitiken, när det gäller huruvida den har varit väl avvägd, är räntesättningen. Det är välkänt, som också utvärderarna kommenterar, att det har funnits kraftigt avvikande uppfattningar i direktionen i den här frågan, om penningpolitiken har varit väl avvägd. Minoriteten, Lars Svensson och Karolina Ekholm, har löpande hävdatt att måluppfyllelsen har varit väldigt dålig. Man säger att en lägre räntebana under krisen och fortsättningsvis hade lett till betydligt lägre arbetslöshet och en inflation som hade varit närmare målet.

Vi pratar här om relativt stora effekter. Lars Svensson har kvantifierat effekterna på arbetslösheten och menat att man skulle ha kunnat ha en arbetslöshet som var en halv eller en procentenhet lägre med en alternativ räntebana. Det är förstås mycket stora effekter, till exempel jämfört med effekten av olika typer av finanspolitiska åtgärder och arbetsmarknadspolitiska åtgärder.

Minoriteten menar också att majoritetens argument varit delvis oklara och delvis felaktiga, vilket då skulle kunna indikera någon sorts bias i beslutsprocessen.

Frågan är helt enkelt: Vem har rätt? Jag menar att det är en för viktig fråga för att inte försöka ta ställning till den.

Vem ska man då fråga om en sådan här sak? Det är uppenbart att man till exempel inte borde fråga mig vem som har rätt. Jag har goda relationer med både Lars Svensson och Karolina Ekholm och Stefan Ingves och vill behålla de goda relationerna. Det är uppenbart att skulle jag svara på den här frågan skulle jag åtminstone riskera att minska godheten i de här relationerna, och det är inte bra.

Därför är det lämpligt att i stället låta externa utvärderare svara på frågan.

Det är dock uppenbart att det har varit svårt för utvärderarna att svara på frågan, kanske beroende på att man har blandat samman de båda rollerna att å ena sidan analysera det institutionella ramverket och ge förslag, å andra sidan göra en ansvarsutkrävande utvärdering.

Låt mig nämna några argument som har använts i diskussionen. Professor Goodhart tog upp dem och talade om så kallad tail risk, exempelvis en oro för att huspriset utvecklingen skulle skena i väg och en oro för att en

kollapsande husprisbubbla skulle kunna vara skadlig för ekonomin. Svensson säger i protokollen från Riksbankens möten att ingenting talar för att huspriserna har dragit i väg och att hushållens skulder följer en osund bana.

Han menar också att om en sådan misstanke finns är en högre ränta en dålig medicin med liten effekt på problemet samtidigt som den har stora negativa biverkningar. Andra, alternativa mediciner som verkar bättre finns tillgängliga. Ett annat argument är att låga räntor skulle vara dåliga i sig och att det därför finns ett värde i att komma tillbaka till en normal ränta så fort som möjligt. Det finns också ett argument som noteras i rapporten och det är att nollränta inte är bra i sig utan att man bör ligga en bit därifrån.

Jag saknar en genomlysande analys av både majoritetens argument och minoritetens argument. Jag tycker att det skulle ha varit mycket värdefullt om man hade kunnat få en analys av dessa.

Min slutsats är att det är ytterst viktigt ur demokratisk synvinkel att avgöra om penningpolitiken har varit väl avvägd men att det är svårt. Därför behöver finansutskottet experthjälp i detta. Jag har också noterat att det är lämpligt att fråga utländska ekonomer, outsiders, i en sådant här ärende. Vi måste helt enkelt åtminstone försöka svara på frågan om det hade varit bättre att föra en alternativ politik eller om det kanske inte hade spelat någon roll vilken politik av dessa två man hade fört.

Tyvär får jag konstatera att utvärderarna inte har gett tillräcklig input för att besvara den frågan. Professor Goodhart noterade också i inledningen av sitt anförande att man ganska tidigt hade bestämt sig för att inte försöka svara på den här frågan.

Det finns också andra frågor där jag skulle ha velat se en utvärdering, bland annat av Riksbankens arbete med att bättre försöka bedöma resursutnyttjandet i ekonomin och frågan om huruvida nollränta är möjlig.

Jag tror alltså att det skulle ha varit bättre om utvärderingen hade fokuserat exklusivt på frågan huruvida penningpolitiken inom existerande institutionella ramar har varit väl avvägd och haft tydligt kommunicerade motiv – inte för att de delar av utvärderingen som behandlar andra frågor inte är viktiga utan för att jag tror att det hade varit bättre att sköta det i ett annat sammanhang.

Jag tycker också att man borde ha fokuserat på det individuella ansvaret. Att sitta i Riksbankens direktion är ju ett individuellt ansvar, och det framgår ganska tydligt i protokollen från direktionens möten vilka åsikter och ståndpunkter de olika ledamöterna har haft, och ansvarsutkrävandet bör då också inriktas på ett individuellt ansvar.

Nu har vi haft den utvärdering som vi har haft, och vi får konstatera att den i huvudsak har gett värdefulla kommentarer även om frågan om vem som har rätt om vilken räntebana vi borde ha fört inte har besvarats. Slutsatsen inför framtiden blir då att man inför framtida utvärderingar bör be utvärderarna att särskilt fokusera på frågan om ansvarsutkrävande.

*Ordföranden:* Tack för det, professor Hassler! Detta var den akademiska inledningen. Jag kommer nu att ge korta tillfällen för cheferna för de mest omnämnda institutionerna, alltså Riksbanken och Finansinspektionen, att bemöta det som har sagts. Jag ger ordet först till riksbankschefen Stefan Ingves. Varsågod!

*Stefan Ingves:* Riksdagen och allmänheten ska kunna försäkra sig om att Riksbanken gör ett bra arbete. För att man ska kunna göra det krävs det dels god insyn i det arbete som görs löpande, dels, vilket är bra och värdefullt, att det görs regelbundna utvärderingar. Det är också viktigt för att vi ska kunna utveckla våra rutiner och vårt interna arbete både när det gäller finansiell stabilitet och när det gäller penningpolitik. Vi tycker att det är ett bra initiativ från utskottet att man med viss regelbundenhet gör den här typen av utredningar, och vi vill också tacka professorerna Goodhart och Rochet för att de har åtagit sig det här uppdraget.

Det är bra att det denna gång inte bara handlar om penningpolitik utan att en betydande möda och ett betydande antal sidor har ägnats åt frågan vad det innebär att "främja ett säkert och effektivt betalningsväsen", som det uttrycks i lagstiftningen. När det gäller både den frågan och penningpolitiken sades inledningsvis att det kommer att bli en remissrunda. Det betyder att jag inte ska gå in på en rad detaljer i rapporten, utan dem återkommer vi till längre fram. Jag gör bara några allmänna reflexioner i dag, för vi ska ju jobba med detta inom Riksbanken sedan.

När det gäller finansiell stabilitet och finansiella kriser är det väl vid det här laget ingen som tvivlar på att sådana kriser kan förorsaka folkhushållet mycket betydande kostnader på en rad olika sätt. Därför är det viktigt att vi drar lärdom av olika typer av krishantering och gör så gott vi kan så att det inte händer igen. Det gäller dels krishantering som sådan, dels olika typer av förebyggande verksamhet.

Många av de frågor som berörs i rapporten finns också på olika sätt i direktiven för Finanskriskommittén. Det arbete som har gjorts i rapporten blir därför en viktig input och förhoppningsvis en hjälp i det arbete som pågår där.

Man konstaterar i rapporten att den finansiella kris som vi har genomlevt testas både de institutionella arrangemangen och den lagstiftning som finns i Sverige. Man konstaterar att det finns en del gamla svagheter i regelverken, och man påpekar också några nya brister. Detta är ungefär den katalog som vi själva har beskrivit för riksdagen i andra sammanhang, och vi tycker naturligtvis från vår sida att det är glädjande att Goodhart och Rochet tar upp samma frågor från sin utgångspunkt. Det är också värdefullt att de tar upp dessa frågor från principiella utgångspunkter, för det kan sedan komma till nytta i Finanskriskommitténs arbete, där man ju ska kämpa sig igenom de olika detaljerna innan man så småningom ska komma med förslag.



I det här sammanhanget tycker vi att det är avgörande att vi framöver i Sverige skapar institutioner som inte blir beslutsmässigt svaga. Med det menar vi att det ska gälla i alla delar av krishantering, både förebyggande av kriser och hantering av finansiella kriser. Det bör finnas myndigheter och aktörer som är tydligt ansvariga. Det betyder att de ska ha mandat, verktyg och resurser som motsvarar det ansvar de har. Annars fungerar det inte. Hur detta sedan ska gå till i praktiken återstår att se, men de frågor som Goodhart och Rochet väcker är mycket viktiga och centrala. Sedan ankommer det på varje land att välja väg, för varje land har med sig sin lagstiftning, sin historia och sina institutionella upplägg.

Låt mig nu gå över till penningpolitiken. Där gläds vi naturligtvis åt Goodharts och Rochets slutsats att Riksbanken har förvaltats sin grundläggande uppgift, att bedriva en flexibel inflationsmålpolitik, väl. Även här kommer vi att återkomma till detaljerna i remissrundan. Man konstaterar i rapporten att vi borde tvivla lite mer på oss själva när vi presenterar räntebanor. Det gäller att framhålla osäkerheten i ränteprognoisen. Varken vi eller någon annan kan blicka långt in i framtiden med någon större säkerhet.

Vi har alltid påpekat att vår räntebana är en prognos och inte ett löfte och att den därför kan ändras över tid, vilket också den grafik som finns i rapporten tydligt visar, inte minst givet de senaste årens mycket stora svängningar i räntenivåer inte bara i Sverige utan också globalt. Vi tror för vår del att allmänheten i stort har uppfattat detta vid det här laget, alltså att räntebanan är en prognos och inget löfte. En indikation på detta är möjligen det som nämns i rapporten om att marknaderna har visat en hälsosam skepsis till Riksbankens tänkta räntebana eftersom den rör sig över tiden.

Prognoser är alltid osäkra i en osäker värld, men det gör det inte mindre angeläget att göra prognoser. Om vi gör egna ränteprognoiser, är det enligt vår uppfattning bättre att publicera dem än att inte göra det. Det finns ett värde i att beskriva hur vi ser på framtiden när vi resonerar om de penningpolitiska besluten. Vi har svårt att se att det skulle vara skadligt att gå till väga på det sättet.

När vi ställs inför frågan huruvida vi ska basera långsiktiga prognoser på marknadens förväntningar eller inte kan jag bara konstatera att man i den förra utvärderingen talade för den räntebana som vi nu har medan man i den nu aktuella utvärderingen är på väg åt andra hållet. Det finns inga entydiga svar i detta. Vi är bekväma med den teknik som vi använder i dag. Den gör det möjligt för oss när vi gör prognoser och när vi resonerar om penningpolitiken inom direktionen och tillsammans med staben att skapa en modell som hänger ihop. Jag tror att det underlättar de resonemang som vi för, och det underlättar när vi sedan ska presentera vår syn för allmänheten.

När det gäller frågan om Riksbankens tidtabell och de olika stegen i räntebesluten vill jag säga att det är svårt att sätta sig i ett räntebeslutsmöte och börja med ett tomt blad. Det här är en gradvis process som pågår under ett antal veckor. Det är en kontinuerlig diskussion som pågår

inom Riksbanken för att vi ska komma fram till vad som är mest lämpligt. Vi har ännu inte kommit på någon annan modell som skulle vara bättre än den vi har i dag, och vi tror att det skulle vara svårt att genomföra den modell som finns i rapporten när det gäller hur man ska gå till väga när vi fattar besluten och redogör för räntebesluten.

Man väcker också frågan om besluten inte fattas tidigare än vid det penningpolitiska mötet. Jag kan bara säga att de penningpolitiska protokollen exakt återger i vilken ordning ledamöterna talar. Jag har i förväg ingen aning om vad som kommer att sägas vid dessa möten, förutom när det gäller vad jag själv kommer att säga. Om man väljer att reservera sig är det först då som det framkommer vilka synpunkter man har och vad man reserverar sig emot. När man har sex ledamöter kan man inte veta i förväg hur samtalet kommer att föras. Det kan i vissa fall finnas flera olika förslag som leder till omröstningar i omgångar.

För närvarande är vi alltså bekväma med den ordning som vi tillämpar. Detta är, precis som det påpekas i rapporten, beslut som växer fram under en längre tidsperiod där frågorna diskuteras intensivt men där inga beslut är fattade före själva beslutstillfället, alltså vid de penningpolitiska mötena.

Låt mig avslutningsvis än en gång tacka professor Goodhart och professor Rochet för det arbete som de har lagt ned på detta under det senaste året. I allt väsentligt har de lyft fram de centrala frågeställningar som finns, både de som gäller det institutionella upplägget i Sverige rörande finansiell stabilitet och de frågeställningar som vi själva kämpar med när det gäller utformningen av den svenska penningpolitiken.

*Ordföranden:* Tack så mycket för det! Då går vi snabbt över till chefen för Finansinspektionen, Martin Andersson. Varsågod!

*Martin Andersso:* Jag kommer naturligtvis att fokusera på de frågor som gäller finansiell stabilitet och lämna de penningpolitiska frågorna därhän. Inte desto mindre är det väldigt viktigt att vi får ett fokus på de här frågorna som lyfts fram i studien. Därför vill jag tacka Charles och Jean-Charles för att de har bidragit till att belysa dessa viktiga frågor. Det är viktigt att vi i diskussionen inom ramen för Finanskriskommittén och i andra sammanhang får detta perspektiv där några som kommer utifrån ger sin syn på vad som kan behöva göras och förbättras. Rapporten är en viktig input i det arbetet, liksom IMF:s utvärdering från i somras.

Vi måste alla tillsammans jobba för att få till ett robustare system som skapar förutsättningar för ett finansiellt system som kan smörja ekonomin som det är tänkt och på det sättet bidra till en stabil, real tillväxt.

Jag vill göra några reflexioner här, och de gäller frågor som har diskuterats i andra sammanhang. Den första är att vi, trots vissa skrivningar i rapporten, måste konstatera att myndighetsstrukturen i allt väsentligt fungerar, även om det finns mycket som kan förbättras. Vi har i allt väsentligt de mandat och verktyg som behövs för att genomföra det här arbetet. Det finns också ett väl fungerande samarbete.

Detta innebär inte att vi ska vara nöjda med vad vi har nu. Det finns all anledning att fortsätta att utveckla arbetet för att tydliggöra ansvaret exempelvis när det gäller makrotillsynsarbetet, som ju författarna påpekar. En sådan viktig förändring är systemriskrådet. Jag föreslog ett liknande råd när jag var i finansutskottet i våras, och IMF har också lyft fram detta som en viktig åtgärd för att skapa en stabilare institutionell ram. Jag tror att detta är viktigt just för att man ska få en sammanvägd analys av de involverade myndigheterna. Det är också viktigt att vi gör detta i ett offentligt sammanhang, ett offentligt råd där diskussionen kan protokollföras och föras vidare. Det är viktigt för ansvarsutkrävande och för att alla ska ta tag i problemen i tid.

Det är svårt att ta tag i problem av makrotillsynskaraktär, för det innebär att vi ska gå in och begränsa vissa företeelser i goda tider när allting ser väldigt bra ut. Vi ser själva erfarenheterna av att ha infört ett bolånetak för ett och ett halvt år sidan. Då var nästan alla, Riksbanken undantagen, emot det, för man menade att vi skulle skapa problem som inte fanns. Det är svårt att komma ihåg detta när det nu har gått ett år, och många kritiserar oss nu för att vi inte gjorde mer. Därför är det viktigt att ha ett forum där vi kan göra kvalificerade analyser och föra diskussion om åtgärder, och att detta kan föras i offentligheten.

Redan i våras framhöll jag att det är bra att Finanskriskommittén tittar på detta men att det är önskvärt att vi föregick detta och gjorde en interimslösning.

Med den utveckling som vi ser i omvärlden och den oro som finns skulle jag återigen vilja poängtera att det vore bra om vi kunde börja med en interimslösning, utan att föregripa vad kommittén kommer fram till. Detta är viktiga frågor som ska tas på stort allvar. Eftersom de flesta verktygen finns i Finansinspektionens verktygslåda framhöll jag att jag tycker att det vore rimligt om Riksbanken hade den ledande rollen, ordföranderollen, i ett sådant forum, för det är Riksbanken som står för mycket av den grundläggande makroanalysen.

Slutligen vill jag ta upp den nya rekonstruktionsordningen, som det gläder mig att man även i denna utvärdering tar upp och poängterar vikten av. Det är viktigt att vi får en ny rekonstruktionsordning för banker i kris och för att kunna avveckla det. Det är oerhört viktigt att få till en ordning som återställer marknadsmekanismerna. I dag finns i finanssektorn en överfokusering på regleringsmässiga minimikapital. Det beror delvis på att bolagen själva inte har incitament att ta hand om de värsta problemen. Det förväntas skattebetalarna göra. Vi måste få en ordning där det faktiskt är i bolagens eget intresse att klara av lågkonjunkturer. Många av de bankproblem vi ser i Europa i dag är inte extremt kopplade till finanskrisen som sådan. De är snarare kopplade till att man inte klarade den lågkonjunktur som kom. Vi måste ha finansiella system både i Sverige och i världen som klarar av lågkonjunkturer. Annars ligger vi farligt till. Det här är en viktig del i att komma till rätta med detta.

Detta är också viktigt för att förbättra konkurrensen på marknaden. Det blir bristande konkurrens som är skadlig för konsumenterna om staten alltid förväntas ta om hand vissa institut men inte andra. Här pågår ett viktigt arbete både på EU-nivå och i Sverige i Finanskriskommittén. Jag tycker att det är bra att utredarna lyfter fram detta tydligt.

Det är viktigt att vi jobbar på med det här. Jag ser fram emot att Finanskriskommittén tar med sig den här analysen och för den med sig in i sitt arbete. Jag ser fram emot att få komma tillbaka till finansutskottet och diskutera detta när Finanskriskommittén är klar med sitt arbete.

*Ordföranden:* Tack för det.

Då ska vi gå in på en fråge- och diskussionsrunda där självklart även panelisterna kan replikera på varandra. Ett privilegium jag har som ordförande är att själv få ställa en fråga först. Sedan kommer vi att ge ordet till partierna i storleksordning och hoppas hinna med minst en hel åttapartsrunda och kanske lite mer innan vi avrundar kl. 12.15.

Själv vill jag ställa frågor först och främst till akademikerna i panelen. Egentligen har jag två frågor.

Vi diskuterar i dag en självständig utvärdering av den självständiga penningpolitiken, men som flera talare har varit inne på får naturligtvis arbetet för banker i kris, för finansiell stabilitet och så vidare finanspolitiska effekter. Då blir det också intressant ur vårt perspektiv som budgetansvariga och lagstiftare. Vid en akut bankkris är det ytterst skattebetalarnas pengar som går åt om man exempelvis måste rädda banker från konkurs och så vidare. Vi har i flera andra länder sett – Sverige har ju klarat detta förhållandevis väl, men man kan ta Irland som exempel – risken för och utfallet av en explosiv utveckling av budgetunderskott och statskuld som en följd av akuta krisåtgärder.

Detta väcker en fråga om det institutionella ramverket och lagstiftningen. Våra forskare här ger oss flera olika alternativ för hur detta skulle kunna förändras, man jag saknar och skulle vilja be er utveckla hur man bäst sätter upp en institutionell struktur och beslutsordning som möjliggör både snabbt och skarpt agerande i akut kris – då är det ju mycket bråttom – och samtidigt största möjliga ansvar för skattebetalarnas pengar. Det behövs både demokratisk kontroll och möjlighet till ansvarsutkrävande. Jag skulle vilja be i första hand akademikerna att kommentera hur en sådan beslutsordning bäst skulle kunna fungera, alltså både självständiga institutioner och en självständig penningpolitik men också omsorg om skattebetalarnas risker och pengar.

Den andra frågan går till riksbankschefen. Flera av er, särskilt Martin Andersson, nämnde incitament för bankerna själva. En akut bankkrissituation kan ju få stora effekter för hushåll, finanspolitik, statsbudget och liknande, och det förs särskilt efter de senare årens kris en diskussion om bankernas eget ansvar och egna incitament. Mot bakgrund av Riksbankens lagfästa uppgift att säkra det effektiva betalningsväsendet: Är det aktuellt att Riksbanken skulle ha större och bättre befogenheter att själv ställa lik-

viditetskrav på bankerna? Hur ser Ingves på detta? På lagstiftarnivå, även internationellt, förs ju en diskussion om kapitaltäckningskrav och liknande, men kommentera gärna just detta om egna och direkta likviditetskrav.

*Jörgen Hellman (S):* Jag vill först tacka professorerna Goodhart och Rochet för utvärderingen av Riksbankens penningpolitik. Jag delar de flesta slutsatser som ni har dragit om den finansiella stabiliteten. Jag tycker att det är en utvärdering som görs av oberoende och internationellt erkända experter.

I jämförelse med många andra länder kom vi i Sverige relativt lindrigt undan finanskrisen. I utvärderingen påminns man dock om Baltikum och de risker som svenska banker utsatte vårt land för då.

Min första fråga är: Vilka arbetsätt och lagar anser panelen måste ändras för att vi ska få en effektivare krishantering? Finansinspektionen tar ju upp interimslösningar.

Den andra frågan ställer jag mot bakgrund av att vi har en stor banksektor i Sverige. Det skapar mycket jobb, men det skapar också stora risker. Mycket av bankernas pengar finansieras utomlands. Är det möjligt eller önskvärt att snabbare få fram kapitalkraven, Baselreglerna, att gå före?

Sedan har jag en fråga till riksbankschefen om Goodhart och Rochets slutsats att ekonometrisk analys visar att det snarare är centralbankens ränteprognos som anpassar sig till marknaden än tvärtom. Jag vill gärna höra riksbankschefens kommentar till det.

Avslutningsvis: Det talas mycket om Finanskriskommittén. Jag är bekymrad över denna utredning, för vi har ingen parlamentarisk insyn i den. Det är viktiga verktyg, lagar och regler som ska tas fram, och det är ett viktigt ansvar som i framtiden ska utkrävas av de ekonomiska aktörerna om det går fel. Då tror jag att det vore bra med en politisk dialog om innehållet i förslagen innan de serveras på riskdagens bord.

*Jean-Charles Rochet:* Jag skulle vilja svara på den första frågan. Jag kan mycket väl förstå era farhågor när det gäller att använda skattebetalarnas pengar i det här sammanhanget. Det är just detta med att utarbeta verktyg för att förebygga kriser som är viktigt. Det innebär också att man minskar risken för att behöva bidra med skattebetalarnas medel. De här redskapen är mycket viktiga för att man ska kunna undvika alltför stort risktagande.

Att utveckla nya makrotillsynsredskap är viktigt, men själva tillsynen är naturligtvis också oerhört viktig, liksom att man har möjlighet att snabbt vidta åtgärder.

Det är mycket sannolikt att kriser kommer att inträffa även i framtiden, och då menar vi att det är av ondo att improvisera. Man måste agera snabbt, och har man inte ett precist arrangemang förberett där man precis vet vem som ska göra vad finns det risk för att man fattar dåliga beslut och att mycket av skattebetalarnas pengar måste användas. Det är viktigt att ha en ansvarsfördelning.

När det gäller brådskande stöd till banker i svårigheter är det om man ser till lagstiftningen viktigt att man tittar på tidsramarna för när banken ska informera om att den inte kan betala sina kortfristiga åtaganden.

Som vi ser det är det viktigt att ha en ansvarsfördelning i det här sammanhanget. Det är särskilt viktigt att ha en förståelse för hur skattemedel används i detta sammanhang.

Kanske framför allt Finansdepartementet måste hållas informerat och vara medvetet om alla de beslut som tillsynsmyndigheterna fattar.

*Charles Goodhart:* Om man vill undvika att skattebetalarna får stå för förlusterna är alternativet att aktieägarna får göra det. Problemet är att aktieägarnas tillgångar är alldeles för begränsade. Inte ens försäkringssystemet kan tillhandahålla detta. En möjlighet är att låta obligationsinnehavarna betala mer genom att vidta nya åtgärder.

Om man har med en enskild bank att göra är det en bra metod. Men i fråga om kriser som uppstår till följd av systemet och som drabbar alla banker, då bestraffar man värdepappersinnehavare, och man kan inte få tillgång till nya medel. Man riskerar att sprida smittan till hela banksystemet genom att övriga banker får ännu svårare att få tillgång till nya medel. Inte förrän man har hanterat den smittan kan man verkligen använda den metoden.

Att göra andra banker ansvariga genom att använda något slags försäkringssystem är också problematiskt. Man ställer värdepapper till förfogande. Men man vet inte alls vilka de framtida kostnaderna kommer att bli, och det är svårt att relatera försäkringspremien till den risk som enskilda banker kan innebära. Om man gör det i efterhand blir problemet att man bestraffar bankerna eller beskattar dem ytterligare precis vid den tidpunkt då de är som svagast, vilket är ett problem i sig.

Min högst personliga preferens – som går tillbaka till ett historiskt faktum – är att den bästa lösningen på en sådan kris är vad vi gjorde i den tidigare krisen 1981–1982. Jag tycker att man bör ingripa betydligt tidigare än vad vi gör i dag och tillfälligt förstatliga banker som har problem och där värdet på aktien har blivit mycket lågt.

Man bör alltså ingripa betydligt tidigare – långt innan en bank drabbas av stora förluster. Jag skulle uppmana till en snabb och beslutsam krishantering innan värdet på bankens aktier har sjunkit kraftigt, innan det egna kapitalet har minskat så kraftigt att man drabbas av stora risker.

*John Hassler:* Om man till myndigheter delegerar rätten att använda stora mängder skattepengar för att hantera kriser kunde man tänka sig att det skulle leda till ett ökat risktagande i fråga om skattebetalarnas pengar. Jag anar att ordförandens fråga handlar lite grann om det.

Jag tror kanske inte att det finns någon sådan trade-off. Starka myndigheter med möjligheter att kliva in i ett sent skede när det gäller krishantering kan faktiskt vara ett sätt att sätta skattebetalarnas pengar mindre ”at risk”.

Om man i stället överlåter till politiker och andra att hantera sådana situationer ad hoc tror jag att det finns en större risk för att skattebetalarnas pengar används felaktigt. Det är väl kanske särskilt relaterat till frågan om hur man ska se på avvägningen mellan akut krishantering och de långsiktiga konsekvenserna för den typen av frågor som Martin Andersson tar upp, nämligen incitamenten för företag och finansiella institutioner att själva göra sig tillräckligt starka för att stå emot kriser.

Den typen av moral hazard-problem tror jag är lättare att hantera för starka myndigheter som också är uppbackade av stora budgetmöjligheter. Men självfallet måste detta kombineras med ett ansvarsutkrävande efteråt. Jag tror att ett sådant system är det som är bäst ägnat att göra en rimlig avvägning mellan hur man hanterar skattepengar och minimerar riskerna för finansiella kriser.

*Stefan Ingves:* Först frågan om det som Charles Goodhart kallar ”prompt corrective action”, hur man ska hantera bekymmer i stora banker. Jag instämmer i Charles diskussion om hur man kan se på de problemen.

Det leder till:

1. Staten bör ha rätt att ingripa tidigt.
2. I varje fall med ett så pass koncentrerat banksystem som vi har i Sverige bör staten också ha rätt att ta över en bank, eftersom det i slutändan kan vara det enda sätt som står till buds för att hantera den finansiella sektorn. De flesta andra lösningar kan se bra ut på papperet men fungerar enligt min uppfattning inte i praktiken.

Martin Andersson frågade om ett riskråd. Min förhoppning är att vi ska hitta en interimslösning under hösten, så att vi kan börja jobba på det sättet, på ett tydligare sätt än tidigare, men naturligtvis givet den lagstiftning som vi har i dag. Det innebär egentligen i grunden en överenskommelse två myndigheter emellan och eventuellt ytterligare några parter som ska ta hand om den frågan.

Så till frågan om likviditet och Riksbankens roll i de sammanhangen. Med det finansiella system som vi har och med en centralbanks roll är det så att man kommer till centralbanken när pengarna tar slut.

Det innebär att centralbanken på ett eller annat sätt – oberoende av hur man har ordnat rollfördelningen när det gäller reglerna i de frågorna – kommer att ha en viktig funktion i de sammanhangen. Därför är det viktigt att vi har en lagstiftning och ett system för detta som är sådant att Riksbanken har ett betydande inflytande över de likviditetsregler som vi har, oberoende av om det är Riksbanken själv som bestämmer de reglerna eller om man gör på något annat sätt.

Inom Basel III finns det redan ett projekt som kommer att skärpa likviditetsreglerna. Men de reglerna inkluderar inte någon särskild reglering av upplåning i utländsk valuta. Det innebär att vi själva bör införa sådana

regler, oberoende av vad Baselkommittén kan tänkas göra över tid. Det är just den utländska valutan som har varit det stora bekymret för vår del, och det är angeläget att vi i Sverige går före andra.

Som jag konstaterade har en centralbank mycket att göra med likviditet. Därför bör vi också ta oss en funderare kring riksbankslagen och dess nuvarande utformning när det gäller likviditetsfrågor. Den lag som vi har i dag beaktar framför allt hantering av svenska kronor, eftersom hela frågan om utländsk valuta egentligen inte fanns på agendan när nuvarande lagstiftning kom till.

Därför tror jag att det är viktigt att vi funderar kring vår del i det hela när det gäller regelverken, så att vi – för att nu nämna ett exempel – kan införa kassakrav i utländsk valuta. I dag finns det kassakrav i riksbankslagen, men det är mer tänkt som ett slags penningpolitiskt instrument, eftersom det var så man tänkte när lagen kom till.

Här finns det några frågeställningar som är angelägna att hantera i ett svenskt perspektiv. De finns också i andra internationella sammanhang. Men givet strukturen på vår banksektor och givet hur det ser ut i vårt närområde är det angeläget att vi i Sverige går före andra länder och bestämmer oss för hur vi ska göra på det här området.

Det kommer rimligtvis att innebära mer och hårdare reglering av banker och bankers hantering av sin likviditet. Det innebär också att det, menar jag, finns goda skäl att genomföra Basel III-reglerna rörande kapitaltäckning så snabbt som det över huvud taget är möjligt, oberoende av vilken tidtabell man har på annat håll.

Den sista frågan om vem som anpassar sig till vad när det gäller räntebanan är svår att svara på. Många ekonometriker kommer säkert att sysselsätta sig mycket med den frågan under de år som kommer.

Man ska då inte glömma att marknaden inte kan skapa pengar – men det kan Riksbanken. Det innebär att man förr eller senare inte kommer ifrån att det är Riksbanken som bedriver penningpolitik – inte marknaden. Det kommer också alla att anpassa sig till över tiden.

Det betyder naturligtvis inte att alla anpassar sig omedelbart, särskilt inte när man blickar långt in i framtiden. Om vi tittar två, tre, fyra eller fem år in i framtiden ska man inte vänta sig att det penningpolitiska samtalet har en omedelbar effekt på räntenivån om tre år eller något sådant. I ett mycket kortare tidsperspektiv är det däremot vi som bedriver penningpolitik – inte marknaden.

*Martin Andersson:* Förutom att instämma i vad Stefan och Charles Goodhart precis har sagt om nödvändigheten av att kunna ta hand om banker i tid – som jag instämmer i till fullo – vill jag komma tillbaka till Jörgens fråga om den risk som vi har med det stora marknadsfinansieringsberoendet i Sverige.

Sverige har en finansiell sektor som har ett större beroende av marknadsfinansiering än vad andra europeiska banker har. Det går nog tillbaka till allemansfonderna, som en gång i tiden fick svenska befolkningen att börja



spara i fonder, vilket sedan har spåtts på med pensionsreformer och annat som gör att vi är vana vid att spara våra pengar på annat sätt än på bankboken.

Det innebär att vi egentligen har två vägar att gå. Den ena är att säga att vi nu måste dra ned på kreditgivningen, eftersom vi måste få en bättre balans, som man har i andra länder. Men det vore skadligt för ekonomin, för då skulle vi inte få den kredittillförsel som hushåll och företag behöver för sina investeringar.

Den andra vägen är att säga: Här finns en strukturell sårbarhet i systemet, vilket innebär att vi behöver ha skarpa kapitalkrav. Jag tror att det är mot den bakgrunden vi ska se att vi behöver gå före med Basel III och också behöver se till att vi har stramare kapitalkrav i Sverige än i andra länder, just beroende på att vi har en strukturell sårbarhet som kommer att finnas kvar och som vi nog får lära oss att leva med.

Det är nog i och för sig något som flera länder kommer att lära sig att leva med, allteftersom deras sparare blir mer sofistikerade och börjar spara i andra produkter. Det talar starkt för att vi bör ha skärpta krav i Sverige.

*Ordföranden:* Då ger vi utrymme för frågor och kommentarer från några ytterligare kolleger i utskottet.

*Carl B Hamilton (FP):* Fru ordförande! Jag har två frågor.

Den första gäller att vi ska försöka skapa ett bättre institutionellt ramverk för att hantera stabilitetsfrågorna. I rapporten finns det två förslag: ”option 1” och ”option 2”. Ekonomisk teori förefaller inte ge oss någon vägledning om vilken vi ska välja, utan det blir en empirisk fråga.

Om jag förstår det rätt: Den första möjligheten, som ligger närmare den faktiska situationen i Sverige i dag, är något som tillämpas i Storbritannien, och den andra är något som tillämpas i Frankrike och Finland.

Om det är en empirisk fråga vad man ska välja, vad kan man då säga under den här krisen? Vilket upplägg har fungerat bäst – det i Storbritannien eller det finsk-franska?

Så till den andra frågan. Nu övergår jag till att prata på engelska, eftersom jag vill hänvisa till vad professor Goodhart sade på presskonferensen i går.

Du konstaterade att det fanns åsiktsskillnader mellan olika medlemmar av Riksbankens direktion. Du fick frågan hur djupgående de åsiktsskillnaderna kan vara, och du sade att det är inbyggt.

Vi har haft möte efter möte i Riksbanken. Jag undrar om det är ett skyttegravsrig som det handlar om. Hur kan man i så fall lösa detta? Är Riksbankens direktion tillräckligt ansvarsfull för att lösa problemet?

*Roger Tiefensee (C):* Fru ordförande! Tack till professorerna Goodhart och Rochet för en mycket intressant och välskriven rapport, och tack till panelisterna för intressanta inlägg här i dag!

Jag vill rikta min fråga till Stefan Ingves. Den handlar om Goodharts och Rochets iakttagelse, som jag tycker är viktig. De rekommenderar att Riksbanken regelbundet gör stresstester utifrån ett scenario där kapitalmarknaden har upphört att fungera och där valutaswappar i dollar och euro inte är tillgängliga. Det var de nu, och det räddade oss i den förra krisen och beträffande den analys vi diskuterar. Men hur är det om de inte är tillgängliga?

Det är en mycket angelägen och högaktuell fråga, just med den oro i världsekonomin som vi ser i dag. Jag undrar därför hur Riksbanken ser på rekommendationen specifikt och på behovet mer generellt av skärpta stresstester.

*Ordföranden:* Då tar vi två frågeställare till, så har alla partier som vill fått ordet i alla fall en gång.

*Jacob Johnson (V):* Först vill jag instämma i Jörgen Hellmans synpunkter på parlamentarisk insyn i finanskriskommitténs arbete. Vänsterpartiet föreslog redan hösten 2008 inrättandet av en finanskriskommission med parlamentariskt inslag. Vi fick tyvärr inget stöd då, men det var bra att Finanskriskommittén kom 2010. Det behövs dock parlamentarisk insyn i arbetet.

Jag har sedan en fråga till Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet om penningpolitiken. Ni rekommenderar ju att Riksbanken ska behålla de nuvarande definitionerna av KPI och målet 2 procent. Men jag skulle vilja att ni kommenterade den internationella debatt som försiggår om ett något högre inflationsmål på till exempel 3 eller 4 procent.

Ett argument för ett högre inflationsmål är att det skulle ge ett högre spann för Riksbanken att agera i tider av kriser och kunna sänka räntan mer för att kunna stimulera investeringar och motverka arbetslöshet. En utvärdering visar att arbetslösheten i Sverige under perioden har legat på drygt 7 procent med nuvarande penningpolitik.

Vad tror ni att effekten skulle kunna bli av ett något högre inflationsmål? Kan det motverka arbetslösheten?

*Anders Sellström (KD):* Ordförande! Jag vill också tacka för rapporten, som ger oss folkvalda möjlighet att följa upp Riksbanken och den penningpolitik som förs.

Jag är också inne på detta med ansvarstagande och vilka regelverk som måste till för att bankerna så att säga ska hållas lite bättre under kontroll. Men jag efterlyser också vad bankerna själva gör och vilket ansvar och vilken moral bankernas ägare och ledningar har för att se till att minska det långsiktiga risktagandet, kanske också för att i den vevan sänka vinstkraven lite grann? Jag skulle vilja se lite mer initiativ från bankägarna och bankledningarna i de frågorna.

Jag vill fråga lite kort om inflationsmålet – men inte utifrån vänsterns synvinkel utan mer utifrån om vi ska ta två typer av inflationsmål, både KPI och KPIF. Ska vi försöka fokusera på KPIF i någon form för att

kunna utvärdera mot ett enda mål? Det gör ju många andra centralbanker i Europa, i stället för att bolla med två mål. Det kanske skulle underlätta för oss som folkvalda att kunna sätta mer fokus på utvärderingssyftet, om vi skulle kunna närma oss det.

Jag skulle vilja höra vad ni tycker om det sättet att gå ned till bara en typ av inflationsmål i stället för att ha två.

*Ordföranden:* Då vänder jag mig till professorerna Goodhart och Rochet. Alla kommer att få ordet i den här rundan.

*Jean-Charles Rochet:* Den första frågan handlade om vilka åtgärder man ska vidta. Då föreslår vi två olika alternativ. Den ekonomiska teorin rekommenderar inte någon enskild modell, att en viss modell skulle passa alla. Det är därför vi föreslår två olika alternativ.

Frågan om vilken modell man ska välja är en besvärlig fråga. Det har mycket att göra med balansen mellan Riksbankens oberoende och demokratisk kontroll. I en situation där det finns risk för ett opportunistiskt beteende från de politiska partiernas sida vill man ge Riksbanken större oavhängighet. Men i länder där det finns risk för överdriven byråkratisk kontroll kanske man vill göra tvärtom.

Det beror alltså på. Det är upp till er att besluta. Vi kan inte det svenska samhället tillräckligt väl för att kunna ange vilken lösning som är bäst för er.

Jag vill också svara på den fråga som ställdes om idén att man i affärsbankerna har fokuserat alldeles för mycket på vinster och att man kanske bör balansera bankernas motivation på ett bättre sätt.

Personligen anser jag – jag är inte säker på att Charles håller med mig – att man inte bara ska betrakta dessa företag som kassamaskiner, utan de ska också tillhandahålla jobb och tjänster till kunderna. Man kanske i bankernas styrelser skulle ge större makt till exempelvis konsumenter och se till att insättarnas intressen försvaras och att de ges större makt i bankernas styrelser. Men det ligger utanför vårt uppdrag.

*Charles Goodhart:* Det frågades om formen rent strukturellt för att hantera finansiell stabilitet, huruvida det var en empirisk fråga. Jag tycker kanske inte riktigt att det är det.

Storbritannien nämndes. Storbritannien inledde perioden med det första alternativet, en trepartskommitté, men trivdes inte så bra med det som inträffade. Jag känner inte till något land där man är särskilt nöjd med hur det egna finansiella systemet har fungerat, så vi gick från alternativ 1 till alternativ 2.

Men ett av problemen med alternativ 2, som Jean-Charles faktiskt också har nämnt, är att det innebär att man koncentrerar en hel del av befogenheterna till en oberoende institution.

När det gäller Storbritannien hamnar det hos en enskild person, och man kan naturligtvis hävda att det potentiellt kan vara icke-demokratiskt. Man kan också hävda att man lägger för många ägg i en och samma korg och lägger oerhört stor tyngd på en enda person – mer än vad den personen rimligen kan förväntas hantera.

Det handlar om en balansgång mellan alternativ 1 och alternativ 2. Det är inte så mycket något empiriskt utan handlar om sociala och politiska aspekter snarare än att man ställer dem mot varandra.

Det frågades om huruvida det var ett slags skyttegravskrig som pågår mellan de olika ståndpunkterna i Riksbanken. När jag satt som ledamot i penningpolitiska kommittén hade jag en fortlöpande diskussion om huruvida avvikande åsikter borde publiceras. Då sades det till mig att det är en dålig idé att redogöra för avvikande åsikter, eftersom det är oerhört svårt att ändra uppfattning i det läget, eftersom man har tilldelats en speciell roll genom att ge uttryck för en viss åsikt.

Jag gick i svaromål och sade att jag inte instämmer i det. När saker förändras kan jag mycket väl ändra min uppfattning. Jag hade en avvikande åsikt, men kort därefter ändrade jag uppfattning. Jag vill gärna tro att om jag hade suttit Riksbankens direktion skulle jag ibland ha röstat med minoriteten och ibland med majoriteten. Jag vill gärna tro att jag hade kunnat få den röst som kunde hoppa fram och tillbaka.

Precis som vi nämnde tidigare känner vi stor sympati för bägge ståndpunkterna i just den här frågan.

Som jag ser det finns det en fara. Det finns en fara när man har meningsskiljaktigheter som fortlöper under lång tid, eftersom det kan komma att färga en mängd olika operativa insatser som en centralbank ansvarar för.

Såvitt jag kan bedöma – fast jag naturligtvis inte har sett så väldigt mycket av det – är ledamöterna i Riksbankens direktion tillräckligt väl avvägda, vuxna människor som inte har utnyttjat den här splittringen för att på något sätt skada sin förmåga att samarbeta i andra sammanhang där de förväntas göra det.

Men när den här typen av uppdelning uppstår – om vi ska använda ordet ”skyttegravsartade” – finns det naturligtvis en viss risk. Det har vi också kunnat se i andra grupperingar och andra kommittéer, där stora, tydliga meningsskiljaktigheter som har redovisats och som avser viktiga och avgörande frågor kan leda till att man får svårt att arbeta tillsammans på en mängd andra områden.

Jag har ingen anledning att tro att det har inträffat just när det gäller Riksbanken. Men den här typen av problem kan uppstå och kan utgöra en fara.

Målet – ska man höja det till 3 eller 4 procent? Det tog Olivier Blanchard upp i en artikel. Han fick i princip kritik från alla andra centralbanksaktörer. Jag har förstått att det har kommit upp igen – det såg jag i Financial Times i dag – genom en av de ledande centralbanksaktörerna.

Men skälet till att förslaget röstades ned var att ett beslut om att ändra målet skulle komma just vid den här tidpunkten, alldeles uppenbart för att det skulle få konjunkturella effekter, det vill säga hantera ett pågående problem. Det hävdas att så snart man börjar peta i och ändra målen med omedelbar verkan, för att agera i det omedelbara nuet, då kommer allmänheten att sluta sig till att målen kommer att ändras igen så snart nya problem i någon form uppstår.

Målet ska alltså vara ett tydligt åtagande så att allmänheten kan känna en tilltro till det och att den kan lita på att centralbanken håller kvar målet även på medellång och lång sikt. Det är det medellånga och längre perspektivet som verkligen är avgörande. Jag skulle faktiskt gå ännu längre än så och påstå att den typen av flexibelt inflationsmål som Riksbanken har verkat enligt, i likhet med de flesta andra centralbanker, faktiskt tillåter myndigheterna att tillfälligt acceptera när det uppstår något högre inflation för att det trots det ska vara förenligt med de omedelbara målen, om antagandet är att det kommer att återgå till målet som uppställts.

I till exempel Storbritannien är det fallet. Vi har en inflation just nu, KPI, som ligger på över 4 procent. Vi tror, på grund av tillfälliga förändringar i priset på gas och el, att detta kommer att gå upp ända till över 5 procent under den kommande perioden. Men Bank of England bedömer ändå att vi kommer att vara tillbaka på målnivå inom ungefär ett och ett halvt år, och man har inte vidtagit några omedelbara åtgärder för att skärpa sin politik nu, helt enkelt på grund av att den nuvarande inflationen ligger betydligt högre än målet.

Jag tycker att en väl utformad politik för flexibel inflation behövs. Det finns inte något behov, och det skulle inte ens vara en god idé, att förändra det underliggande medellånga målet på 2 procent och skriva upp det på något sätt.

*John Hassler:* Jag skulle först vilja säga något om inflationsmålet. Jag håller i huvudsak med professor Goodhart här, men jag vill ändå notera att det nog finns en del som talar för att det skulle vara bra om inflationsförväntningarna nu var lite högre.

Men det är uppenbart också så att det är viktigt att det finns ett förtroende för ett långsiktigt commitment till inflationsmålet för att ekonomin ska fungera bra. Exakt vad detta mål ska vara är svårt att uttala sig om. Men det är uppenbart att ändringar i det ofta leder till problem.

Det finns en elegant lösning på detta, och det är någonting som brukar kallas för prisnivåmål. Det innebär enkelt uttryckt att man för det kommande inflationsmålet tar hänsyn till avvikelser som har gjorts tidigare, vilket innebär att man får en ännu klarare bild av hur inflationen kommer att vara på lång sikt därför att man vet att om inflationen skjuter under vid vissa tillfällen kommer den att tillåtas skjuta över senare. Ett sådant prisnivåmål kan också vara bra ur konjunkturstabiliseringssynpunkt eftersom det skulle innebära att vi i dagsläget skulle få förväntningar om högre inflation framöver och alltså lägre realräntor givet en viss nominalränta.

Detta skulle vara en elegant lösning, och jag tror att de flesta ekonomer tycker att detta teoretiskt är en elegant lösning. Huruvida vi är redo att implementera detta i praktisk politik redan nu är en fråga som det ännu inte finns någon enighet om i ekonomkåren. Men det är i alla fall en elegant lösning som skulle medge att vi i en situation som nu kan få högre inflationsförväntningar utan att den långsiktiga prisstabiliteten komprometteras.

Jag ska säga några ord om motsättningarna i direktionen. Delvis handlar det, som jag tolkar det, om huruvida man kan använda en probabilistisk analys när man sätter räntan. Går det att uttala sig om sannolikheten för till exempel en prisbubbla? Det är någonting som vi inte ens är eniga om kan existera. Det är klart att det är svårt att uttala sig om sådana sannolikheter. Jag har uppfattningen att man åtminstone för sig själv måste ha någon uppfattning om detta är någonting som kan hända. Om det kan hända, är det då en liten eller stor sannolikhet för det? Det är svårt att komma ifrån dessa frågor.

Det finns dock vetenskapligt utvecklade metoder för hur man ska agera när det gäller beslutsfattande när man inte ens kan åsätta sannolikheter till olika utfall. Det finns något som kallas robust kontroll. Det ligger nog ännu längre ifrån praktisk implementering i penningpolitik än vad till exempel ett prisstabilitetsmål skulle göra.

De metoder som jag känner till nu ger ett överdrivet fokus på de dåliga utfallen. De går egentligen ut på att man ska se till att det blir så bra som möjligt i den sämsta av världar och egentligen bortser från allt annat. Den typen av metoder går inte heller att lita på i penningpolitiken.

*Stefan Ingves:* Det är inte så lätt att veta vad som är bäst. Alla länder har sina system och sina arv. Jag kan konstatera att när det blir bekymmer tenderar det att bli på det sättet att om man gör på ett sätt när centralbanken har tillsyn, då flyttar man ut den ur centralbanken. I ett annat sammanhang, om centralbanken inte har tillsynen, flyttar man in den i centralbanken. Detta gör att det rent empiriskt är väldigt svårt att komma till en entydig slutsats när det gäller hur man ska gå till väga.

Jag tror att det viktiga är att man är ganska noga med rollfördelningen och att man nu tecknar det så gott som det över huvud taget är möjligt så att det går att förstå vem som förväntas fatta beslut om vad.

Låt mig i anslutning till detta nämna en annan fråga på temat vad som fungerar bäst och som inte alls finns med i utredningen. Men det är en fråga som har varit aktuell i Sverige under mycket lång tid. Oberoende av det institutionella upplägget måste man se till att tillsynsmyndigheten har en långsiktig och stabil finansiering på ett sådant sätt att man kan bygga resurser i tillsynsmyndigheten så att den har en möjlighet att varaktigt och systematiskt utföra det arbete som den förväntas göra.

Antingen gör man det på ett eller annat sätt via budgetprocessen som är knuten till Finansdepartementet, eller också gör man det via Riksbankens budget på ett eller annat sätt. I det senare fallet är tillsynsmyndigheten

naturligtvis i någon form knuten till Riksbanken. Det är ett val som man kan göra och som man ställs inför. Då måste man bedöma vilken finansieringsmodell som har störst sannolikhet att varaktigt fungera på ett sådant sätt att vi kan bygga den tillsyn som vi önskar.

Detta är en fråga som mig veterligen har diskuterats de senaste 20 åren. Det är en oerhört viktig och central fråga när det gäller hur man ska lösa dessa saker framgent i Sverige.

Frageställningen om en *trench* tänkte jag inte beröra utifrån ett penningpolitiskt perspektiv över huvud taget, utan det är en allmän fråga och frågeställning som finns i alla institutioner där det är många som ska fatta beslut på ett eller annat sätt. Det har att göra med hur man ska förhålla sig när det gäller det personliga ansvaret och hur det personliga ansvaret ska relatera till det som man kan kalla för ett kollektivt ansvar, ansvaret för institutionen i dess helhet och det budskap som institutionen i dess helhet har att lämna när man ägnar sig åt myndighetsutövning.

Detta är en frågeställning som inte finns berörd över huvud taget i riksbankslagen eller i förarbetena i dess nuvarande form. Men när man arbetar i en centralbank eller i någon annan myndighet har man att hitta någon fungerande form för att hantera dessa båda frågor mer eller mindre samtidigt.

När det gäller stresstester publicerar vi likviditetsstresstester i vår stabilitetsrapport, och mig veterligen är vi en av de första centralbankerna i världen som gör det. Det finns väldigt mycket mer att göra inom detta område som vi ska göra för att bli bättre och tydligare. Samtidigt är det ett ganska öppet fält när det gäller teknologin inom detta område eftersom det är en sak att göra stresstest för en enskild bank men någonting helt annat att göra stresstester för ett system i dess helhet. Där återstår mycket utvecklingsarbete att göra.

När det gäller KPI och KPIF har det till en del att göra med historien när vi en gång i världen på 90-talet bestämde oss för att det var KPI som var det övergripande målet. Då fanns det, och det finns fortfarande, en diskussion på europeisk nivå hur HIKP, det harmoniserade prisindexet, i Europa ska se ut. Där finns inte räntor och utgifter på egna hem med. Man har egentligen inte kommit till någon slutsats när det gäller den frågan och hur detta ska se ut.

Det betyder på något sätt att när inflationsmålet kom till i Sverige blev denna fråga lite hängande i luften. Den har hängt i luften på europeisk nivå sedan dess. Så länge det är på det sättet tror jag att det är mest lämpligt att vi lever med den kombination som vi har i dag där KPI, som är ett mått som används allmänt i det svenska samhället på många olika håll, är det övergripande målet. Men på kort sikt får vi också snegla på KPIF där vi räknar bort ränteförändringar. Det är den bästa kompromiss som vi har hittat så här långt.

*Martin Andersson:* Jag ska vara kortfattad, och jag kanske upprepar vad andra har sagt. Men när det gäller dessa olika lösningar och hur man ska se på option 1 och 2 som finns med i utredningen och om man ska se på

tillsynen och institutionalian kring tillsynen finns det alla möjliga alternativ där ute i dag. Ingen har väl fungerat bättre än någon annan. Det är väl lite grann som Stefan Ingves säger att man ibland ändrar efter kriser. Ibland väljer man att inte ändra efter kriser. Det viktiga är att bygga upp och stärka organisationer och stärka mandat så att vi har möjlighet att agera på detta.

Vi ser systemriskrådet som den naturliga fortsättningen på det som vi har i Sverige i dag. Det är någonting som vi kan åstadkomma ganska snabbt eftersom vi har en struktur där det egentligen bara är att formalisera det som finns där i dag.

Jag ska lite grann kommentera det som Stefan Ingves sade och understryka det som sades när det gäller just resurser och tillsyn. Vi har tidigare diskuterat det i finansutskottet. Det är viktigt. Det handlar inte bara om nivån på pengarna utan om robustheten i långsiktigheten. Den finansiella sektorn blir mer och mer komplicerad. Att kunna bedriva en proaktiv tillsyn och att kunna bedriva en tillsyn som innebär att vi kan angripa problemen i ett tidigt skede kostar pengar och kräver robusta planeringsföresättningar. Där ser jag mycket fram emot att få se budgetpropositionen när de ansvariga ministrarna och utskottets ordförande ändå har indikerat att det är i dessa banor som man nu tänker även från regeringens sida, vilket vi välkomnar.

*Ordföranden:* Vi tackar för det. Jag vet att det är fler som vill ställa frågor och kommentera. Men det finns inte något tidsmässigt utrymme för det under just denna utfrågning.

Däremot vill jag avslutningsvis säga att denna utvärdering nu kommer att ingå i en process inom utskottet som ska utarbeta ett betänkande om den. Den kommer att gå ut på remiss till berörda parter. Jag hoppas att den kan lägga grunden för en fortsatt intressant och givande debatt om dessa frågor även framöver.

En del har under utfrågningens gång refererat till den redan sittande finanskriscommissionen under Thomas Franzéns ledning. För utskottets del kan jag säga att vi på ett eller annat sätt ska följa även detta arbete noga, till exempel inom ramarna för utskottets sammanträden framöver. Det pågår ungefär samtidigt.

Jag kan informera er som vill ha tag i rapporten eller titta mer på detta att det finns information på riksdagens webbplats som jag vill rekommendera i största allmänhet.

Jag vill slutligen tacka alla er som har kommit hit och särskilt våra inbjudna gäster.

Jag vill också rikta ett särskilt tack till professorerna Goodhart och Rochet för deras fantastiska arbete och utmärkta samarbete.



BILAGA 2

# Presentationsbilder från finansutskottets öppna utfrågning om utvärderingen av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010

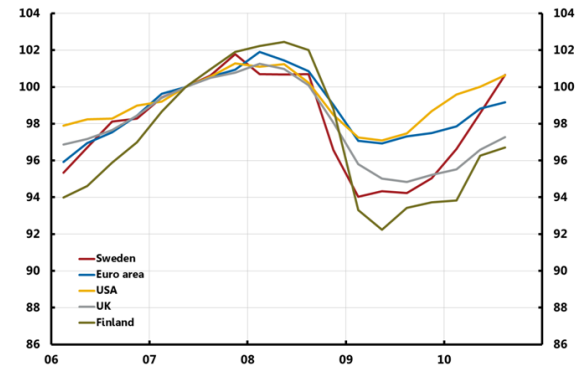
## **Swedish Monetary Policy, 2005-2010**

On June 4th, 2010 the Riksdag Committee on Finance appointed us, Professor Charles Goodhart and Professor Jean-Charles Rochet, to evaluate Swedish monetary policy between 2005 and 2010. This report presents the results of this evaluation, undertaken between August 2010 and August 2011.

The objectives of the evaluation, as set by the Committee, were to examine the design and the results of Swedish monetary policy during the period 2005-2010, to analyse the lessons that could be learned, in relation to monetary policy, from the recent global financial crisis, and finally to scrutinise Riksbank activities aimed at promoting a safe and efficient system of payments.

1

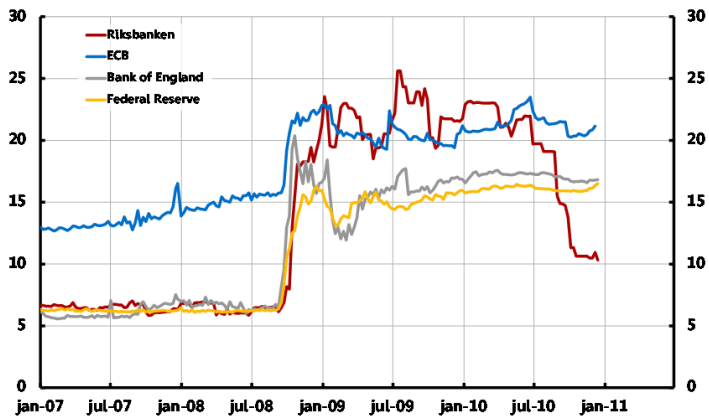
**Figure 2:1. Output 2006 Q1 – 2010 Q3**  
Index 2007 Q2 =100



Source: Macrobond

2

**Figure 2:8. Central banks' balance sheet totals**  
Percentage of GDP



Sources: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics, Statistics Sweden and the respective central banks

3

Table 4:1. Inflation 2005-2010 in some inflation targeting countries

CPI-inflation	Denmark	Norway	New Zealand	Sweden (CPI)	Sweden (CPIF)	United Kingdom
2005-07-01	1.8	1.5	3.0	0.5	1.1	2.0
2006-07-01	1.9	2.3	3.4	1.4	1.4	2.3
2007-07-01	1.7	0.7	2.4	2.2	1.5	2.3
2008-07-01	3.4	3.8	4.0	3.4	2.7	3.6
2009-07-01	1.3	2.2	2.1	-0.3	1.9	2.2
2010-07-01	2.3	2.4	2.3	1.3	2.1	3.3
<b>Mean 2005-2010</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>2.9</b>	<b>1.4</b>	<b>1.8</b>	<b>2.6</b>
<b>Inflation target</b>	<b>2.0 (ECB)</b>	<b>2.5</b>	<b>1-3</b>	<b>2.0</b>		<b>2.0</b>

Note. The measures of inflation in the various countries are the measures designated "CPI" in the official statistics of each country. However, the CPI measures in Norway, the United Kingdom, Denmark or New Zealand are not impacted by the direct effect of changes of the policy rate through mortgage costs, as is the case in Sweden. Source: EcoWin, quarterly data

4

Table 4:2. Output gap 2005-2010 in some inflation targeting countries  
Source: OECD, annual data

Output gap absolute value	Denmark	Norway	New Zealand	Sweden	United Kingdom
2005	0.1	1.8	2.7	2.2	1.0
2006	1.5	1.8	0.7	3.7	1.8
2007	1.8	2.0	1.1	4.1	2.6
2008	0.6	0.5	1.2	0.4	1.0
2009	6.6	3.8	4.3	6.8	5.0
2010	5.6	3.9	3.6	4.5	4.4
Mean 2005-2010	2.7	2.3	2.3	3.6	2.6

Source: OECD, annual data

5

Table 4:3. Unemployment rate 2005-2010 in some inflation targeting countries

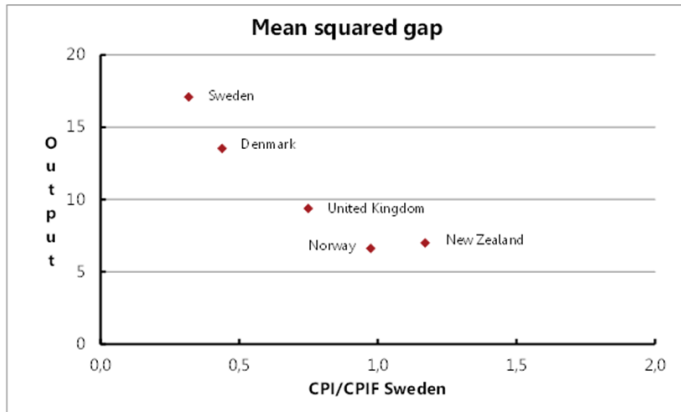
Unemployment rate	Denmark	Norway	New Zealand	Sweden	United Kingdom
2005-12-30	4.8	4.6	3.8	7.7	4.8
2006-12-29	3.9	3.4	3.8	7.1	5.4
2007-12-31	3.6	2.5	3.7	6.1	5.4
2008-12-31	3.2	2.6	4.2	6.2	5.7
2009-12-31	5.9	3.2	6.2	8.3	7.6
2010-12-31	7.2	3.6	6.5	8.4	7.9
<b>Mean 2005-2010</b>	<b>4.8</b>	<b>3.3</b>	<b>4.7</b>	<b>7.3</b>	<b>6.1</b>

Source: OECD, quarterly data

The variability of CPI and output gap can be illustrated by the realised mean square gap for CPI and GDP (realised mean squared deviations of inflation from inflation target and realised mean squared output gaps) for the period 2005 -2010 for Sweden, Norway, Denmark, United Kingdom and New Zealand:

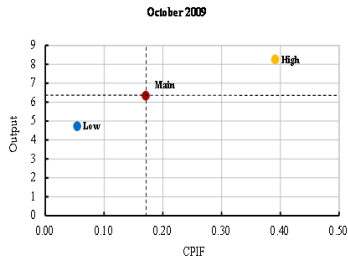
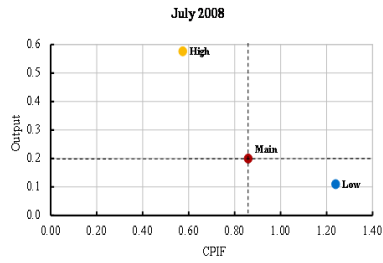
6

Figure 4:2. Mean square gap for CPI/CPIF and GDP 2005-2010



Sources: Reuters EcoWin and OECD

7

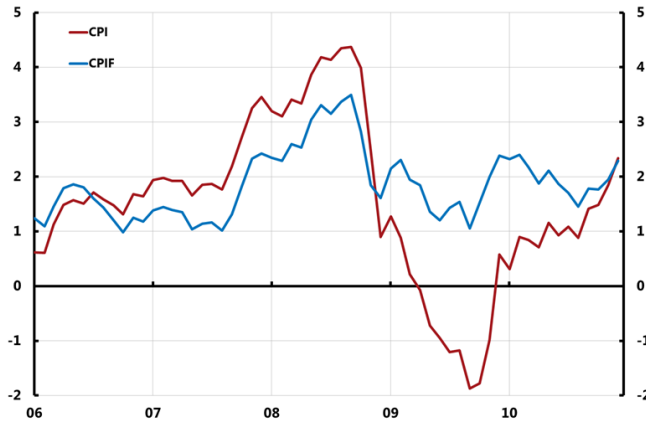


8

Giavazzi/Mishkin argue, that an appropriate inflation measure should focus on sluggish, sticky prices, disregarding more flexible prices, such as energy, food, (both affected by the exchange rate) and housing prices. While this argument for focussing on core domestic inflation is widely held, notably in the USA, we think it not only wrong but even potentially dangerous, especially for a small open economy. For example, a combination of a lax monetary policy with slow-moving domestic unit labour costs can lead to a sharp depreciation of the exchange rate and/or to accelerated house price inflation. Both can, and will, feedback eventually into core domestic inflation/output and to asset price instability more widely.

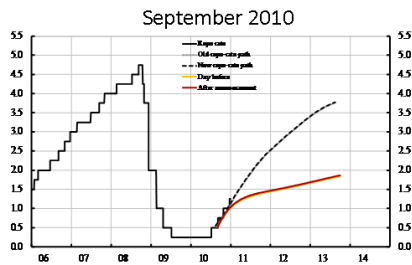
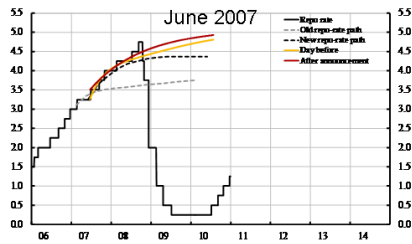
9

**Figure 4:13. CPI and CPIF**  
Annual percentage change



Source: Statistics Sweden

10



11

## **Asset Prices, Financial Stability and Monetary Policy**

Franklin Allen and Kenneth Rogoff

The theoretical and empirical literatures on monetary policy and real estate prices are rapidly evolving. There is considerable debate about whether monetary policy should play a role in forestalling dangerous real estate bubbles that have the potential to trigger financial crises. This paper provides a selective survey of this literature. The focus is on research that incorporates financial frictions and asset price bubbles that have the potential to create the discontinuous collapses that have been witnessed periodically. The possible role of macro-prudential regulation in controlling real estate prices is also discussed. Our conclusion is that monetary policy and macro-prudential regulation both need to be used to guard against real estate bubbles.

Paper presented at November 12, 2010 Swedish Riksbank Workshop on Housing Markets, Monetary Policy and Financial Stability

12

### Concluding Remarks

We have suggested that the empirical evidence in Reinhart and Rogoff (2009) and elsewhere suggests there is a strong relationship between run ups in property prices, which then collapse, and the occurrence of financial crises. Since such crises have large effects on real output and inflation this suggests that real estate prices should be taken account of when conducting monetary policy, particularly in small homogeneous countries like Sweden. The traditional approach to inflation targeting, where asset prices only play a limited role in the determination of monetary policy, needs to be adapted. The models on which policies are based should incorporate a financial sector where property price bubbles can arise and lead to a financial crisis. Unfortunately, much research remains to be done to develop such models.

In the absence of such models, thorough discussion of the influences of monetary policy on the housing sector of the type currently undertaken by the Executive Board of the Riksbank seem a very sensible input to the setting of interest rates. The problems involved in detecting real estate bubbles and the uncertain effects of interest rates on them mean that monetary policy alone is unlikely to deal with the problem. Macroprudential policies are likely to be needed to buttress the effects of monetary policy. Controlling bubbles is a difficult task that needs as many tools as possible.

13

## **Promoting a safe and effective system of payments:**

In the domain of financial stability, we were asked to:

- Assess the performance of the Riksbank during the period 2005-2010.
- Examine the Riksbank's remit and the allocations of instruments and competencies between the Riksbank, the Ministry of Finance, the SNDO and the SFSA.
- Assess the communication policy of the Riksbank.



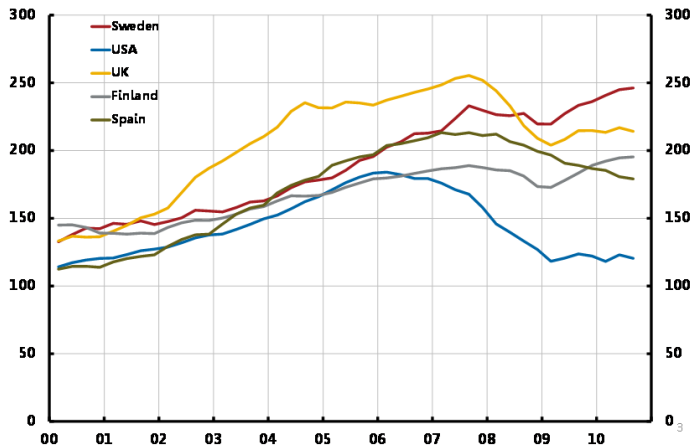
## Performance of the Riksbank, 2005-2010

Compared to many other developed countries, Sweden suffered relatively little direct damage from financial disruptions:

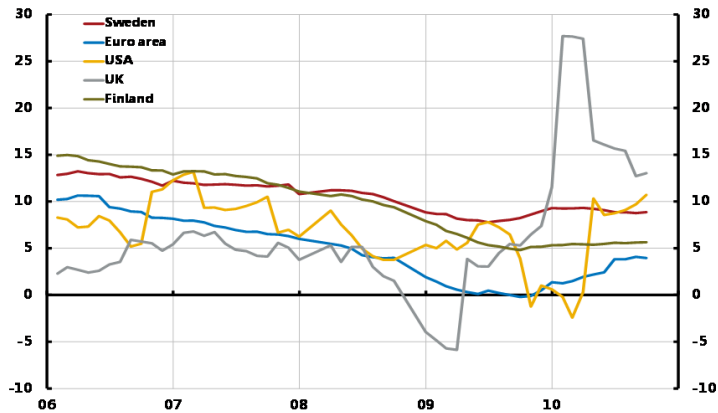
- few losses arising from domestic credit expansion.
- the financial losses that did occur were rather connected with problems in other countries, notably in the Baltics and in Iceland, especially when such lending was in foreign currencies.
- Its output (GDP) fell in Q4 2008 and in 2009, but this was mainly because of the world-wide fall in international trade, to which Sweden was particularly exposed, rather than to the effect of a domestic credit crunch and/or associated housing collapse.

2

### Real house prices for US, UK, Sweden, Finland and Spain, Index 1995 = 100



## Bank lending to households for US, UK, Eurozone, Sweden and Finland



4

## Special measures taken by the Riksbank in response to the crisis.

- Extension of credit facilities (longer term, less stringent collateral requirements and wider eligibility of counterparties)
- Swap agreements with the Fed and the ECB.
- Special Liquidity Assistance to 2 banks.
- Strengthening of foreign exchange reserves.
- Issuance of debt certificates,...

The Swedish Government also took important measures on his own: increased deposit guarantee, bank guarantee and capital infusion program, stabilisation fund, issuance of Treasury bills,...

5

## The need to reform the legislation

We believe that the comparative success of Swedish monetary and regulatory authorities in avoiding financial disaster was despite a relatively poorly designed institutional and legal structure.

Reforms are necessary in two domains:

- Crisis resolution
- Crisis prevention

6

### Crisis resolution

It seems likely that all developed countries will establish **Special Resolution Regimes** for **Systemically Important Financial Institutions (SIFIs)** in the next few years.

Our expectation is that Sweden will be required to do so, as part of a European/international initiative in this respect.

We recommend that the relevant Swedish Authorities should form a working committee, consisting of the Ministry of Finance, SNDO, Riksbank (and perhaps the SFSA) to draft the necessary legislation.

7

## Crisis prevention

- The Sveriges Riksbank Act is not very precise about the financial stability mandate of the Riksbank. It only mentions that “the Riksbank shall also promote a safe and efficient payments system.”
- Similarly, this Act allows “in exceptional circumstances” the provision of emergency liquidity assistance even if the institution in trouble does not have adequate collateral.
- We recommend that the nature of these “exceptional circumstances”, and the way potential losses would be allocated, be made explicit in a new Riksbank Act.
- The conformity of these ELA activities with European law, particularly concerning state support, needs to be established.

8

## Supervision and corrective action

- The Riksbank did a good job in analyzing the stability of the Swedish banking and financial systems. For example, the Riksbank regularly performed detailed evaluations of the capital and liquidity situations of large Swedish banks, of their counterparty exposures (so as to assess contagion risk) and has regularly organized stress tests.
- Our main concern is that even if the Riksbank was able to identify the build-up of serious risks, it had no power to prevent this build-up.

9

## Recommendations

We recommend that the Riksbank Act be modified in the following directions:

- Specifying in more detail the exact mandate of the Riksbank in terms of “promoting financial stability”;
- Specifying in more detail the instruments that the Riksbank is entitled to use for this matter, e.g. to apply varying reserve ratios and to control foreign exchange swaps;
- Specifying in more detail the internal governance of the Riksbank on financial stability activities and the sharing of responsibilities and tasks with other public agencies also in charge of some aspects of financial stability, in particular the SFSA; the SNDO and the Ministry of Finance.

We propose the choice between two possible options.

10

## OPTION 1

Share the responsibilities for macro-prudential policy between four institutions: the Riksbank, the SFSA, the SNDO and the Ministry of Finance.

- This organizational choice would require minimal change with respect to the present situation in Sweden.
- It would be close to the spirit of current financial architecture reforms in the US, the UK and continental Europe.

The two main elements of structural reform that would be needed are:

- specify precisely the allocation of regulatory instruments (including possible new ones) to the four institutions involved.
- create a **Systemic Risk Council (SRC)** in charge of coordinating the actions of these four institutions.

11

## OPTION 2

Allocate all macro-prudential responsibilities to the Riksbank, while restricting the SFSA to micro-prudential duties.

- This would require creating, within the Riksbank, a **Financial Stability Committee (FSC)**, organized like the Monetary Policy Council, but independent from it.
- This FSC would include the heads of the SFSA and of the SNDO, as well as a high level representative of the Ministry of Finance and some external members.
- This FSC would comprise a high ranking representative of the Riksbank, possibly a vice Governor that would be specifically in charge of financial stability.
- The Financial Stability Department of the Riksbank would be developed and would have to devote more resources to the development of macroeconomic models aimed at assessing overall stability of the Swedish banking and financial systems.

12

## Communication of the Riksbank about Financial Stability

- Crisis communication in general worked well and helped avoid a more severe crisis.
- However, while the Financial Stability Reports communicated the Riksbank's concerns about growing risks associated with lending in the Baltic States, it was stating, three days after the Lehman crash, "Despite the unrest of recent times, the Riksbank deems financial stability to remain satisfactory [...] our view is that the unrest on the Swedish financial markets is not affecting financial stability".
- How could Swedish banking customers reconcile these statements with the fact that the State was pumping billions into the economy?

13

## Communication of the Riksbank about Financial Stability (2)

- A problem is the too narrow definition of stability used by the Riksbank : it did not really cover liquidity and confidence problems that were fundamental at this stage of the crisis.
- This reinforces our point about the need to specify a clear and comprehensive definition of the financial stability mandates given to the Riksbank and the SFS.
- This would have important implications in terms of communication policies but also in terms of required corrective actions.

14

## Diskussion

John Hassler

Professor vid Institutet för  
Internationell Ekonomi vid Stockholms  
Universitet

Institute for International  
Economic Studies, IIES



Stockholm  
University

## Uppdrag

- Varför en utvärdering?
- Flera uppgifter/frågeställningar nämns i uppdraget. Kan delas upp i:
  - utvärdera det institutionella ramverket (expertråd).
  - utvärdering av om Riksbankens faktiska penningpolitik varit väl avvägd (ansvarsutkrävande).
- Inte uppenbart att dessa roller bör sammanblandas.

Institute for International  
Economic Studies, IIES



## Det institutionella ramverket

- Utvärderarna pekar på en rad institutionella brister.
- En finansiell kollaps i Sverige har förhindrats "trots en relativt undermålig institutionell och rättslig struktur." Detta har också flera gånger påpekats av bla Riksbanken.
- Vem som ska ansvara för finansiell makrotillsyn förmodligen den mest kontroversiella frågan.
- Författarna ger viktig input till reformarbetet, inte minst till Finanskriskommittén.

Institute for International  
Economic Studies, IIES





## Har penningpolitiken varit väl avvägd?

- Den svenska penningpolitiken är delegerad till en Riksbank med hög grad av självständighet.
- Penningpolitiken har stora konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen. För att en delegering ska vara förenlig med demokratiska principer måste den förenas med ansvarsutkrävande.
  - Har målpuffyllelsen varit så god som man bör kunna kräva?
  - Har de motiven för de penningpolitiska besluten kommunicerats tillräckligt klart?
- Finansutskottets utvärderingar av penningpolitiken är av central demokratisk betydelse.

Institute for International  
Economic Studies, IIES



## Har penningpolitiken varit väl avvägd?

### Finansiell stabilitet

- Ingen kritik mot Riksbanken i utvärderingen och inte heller från annat håll.
- Vi skulle egentligen velat veta hur nära en finansiell kollaps vi var och vad en alternativ politik skulle kunna leda till.
- Svårt att analysera utöver konstaterandet att en finansiell kollaps undveks saknas.
- Utvärderingens fokus på bristerna i det institutionella ramverket därför begriplig.

Institute for International  
Economic Studies, IIES



# Har penningpolitiken varit väl avvägd?

## Räntesättning

- Vad gäller den traditionella penningpolitiken finns kraftigt avvikande uppfattningar i direktionen.
  - Minoriteten (Lars Svensson och Karolina Ekholm) hävdar att måluppfyllelsen varit dålig.
  - En lägre räntebana under krisen hade lett till betydligt lägre arbetslöshet och en inflation närmare målet.
- Minoriteten menar också att majoritetens argument varit delvis oklara och delvis felaktiga. Skulle kunna indikera en bias i beslutsprocessen.
- Vem har rätt?
- För viktig fråga för att inte försöka ta ställning till.

Institute for International  
Economic Studies, IIES



## Några argument

- "Tail risks" -- oro för bla husprisutvecklingen. En kollapsande husprisbubbla skulle kunna vara ytterst skadlig för ekonomin.
- Men enligt Svensson:
  - Inget talar för att huspriser och hushållens skulder följt en osund bana.
  - Om ändå en sådan misstanke finns är en högre ränta en dålig medicin med liten effekt och stora negativa biverkningar samtidigt som bättre mediciner finns.
- Låga räntor är dåligt i sig.
- Nollränta inte bra.
- Jag saknar en genomlysande analys av argumenten för majoritetens och minoritetens respektive räntebanor.

Institute for International  
Economic Studies, IIES



## Slutsats:1

- Viktigt ur demokratisk synvinkel **men svårt** att avgöra om penningpolitiken varit väl avvägd.
- Finansutskottet behöver experthjälp i detta. Lämpligt att fråga utländska experter.
- Hade det varit bättre att föra en alternativ politik, eller hade det kanske inte spelat någon större roll?
- Tyvärr har nog inte utvärderingen gett tillräcklig input för att besvara denna fråga.
- Jag saknar också en utvärdering av Riksbankens arbete med att bättre bedöma resursutnyttjandet i ekonomin likaså en analys av frågan om nollränta.

Institute for International  
Economic Studies, IIES



## Slutsats:2

- Förmodligen hade det varit bättre om utvärderarna fått i uppdrag att fokusera exklusivt på frågan om penningpolitiken **inom existerande institutionella ramar**
  - varit väl avvägd, och
  - haft tydligt kommunicerade motiv.
- Att sitta i riksbanksdirektionen innebär ett individuellt ansvar. Protokollen ger en god bild av enskilda ledamöters agerande. Rimligen bör utvärderingen och ansvarsutkrävandet ha en individuell komponent.
- Generellt svårt att kombinera tips inför framtiden med ett tufft ansvarsutkrävande. Direktiven till framtida utvärderare bör bli skarpare och fokuserade på ansvarsutkrävandet.

Institute for International  
Economic Studies, IIES

