

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

Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet

ISSN 1653-0942
ISBN 978-91-86673-13-0
Riksdagstryckeriet, Stockholm, 2011

Innehållsförteckning

Innehållsförteckning.....	3
Förord.....	4
Inledning	6
Med krisen som bakgrund.....	8
3 Finansiell stabilitet.....	26
3.1 Krishantering.....	26
3.2 Krisförebyggande.....	30
3.2.1 Riksbankens nuvarande roll	30
3.2.2 Syftet med makrotillsyn	34
3.2.3 Verktyg för makrotillsyn	37
3.2.4 Tänkbar ansvarsfördelning mellan myndigheter	40
3.3 Behöver Riksbankens mandat ses över?.....	44
3.4 Riksbankens struktur, organisation och kommunikation.....	46
3.5 Riksbankens policy när det gäller öppenhet och kommunikation 2005–2010.....	51
3.5.1 Riksbankens kommunikation om penningpolitiken	51
3.5.2 Riksbankens kommunikation om finansiell stabilitet.....	54
Bilaga till avsnitt 3	55
4 Utvärdering av penningpolitik	57
4.1 Allmän bedömning.....	57
4.2 Vilka inflationsmått bör användas?	70
4.3 Styrräntebanan.....	74
4.3.1 Metod	74
4.3.2 Erfarenheter	77
Bilaga till avsnitt 4	95
5 Slutsatser och sammanfattning av rekommendationer	99
<i>Bilaga 1</i>	
Svenska bankers engagemang i Baltikum	101
<i>Bilaga 2</i>	
Reporäntebanor kontra terminsräntor.....	106
<i>Bilaga 3</i>	
Schema för Charles Goodharts och Jean-Charles Rochets möten	110
<i>Bilaga 4</i>	
Direktiv för utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010.....	113
Bakgrund	113
Syfte	114
Riktlinjer	115
Penningpolitiken 2005–2010.....	115
Uppdraget att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende	116
Allmänna riktlinjer	116
Arbetsprocess och rapportering.....	117
<i>Bilaga 5</i>	
Jämförelse av centralbankers ansvar på området finansiell stabilitet	118

Förord

Som ett led i riksdagens arbete med uppföljning och utvärdering genomförde finansutskottet under 2006 den första externa och oberoende utvärderingen av den svenska penningpolitiken. Utvärderingen avsåg perioden 1995–2005 och utfördes gemensamt av professorerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin (2006/07:RFR1). När resultatet av Giavazzis och Mishkins utvärdering behandlades i riksdagen våren 2007 beslutade finansutskottet att vart fjärde år genomföra en extern och djupgående utvärdering av penningpolitiken (bet. 2006/07:FiU27).

Våren 2010 beslutade finansutskottet om en ny utvärdering av penningpolitiken under perioden 2005–2010. Samtidigt utsågs 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 universitet i Zürich till att gemensamt genomföra utvärderingen.

Tyngdpunkten i den tidigare utvärderingen låg på inflationsmålets utformning och om Riksbanken nått målet under de tio år som inflationsmålpolitiken då tillämpats. Utvärderingen resulterade bl.a. i ett antal förändringar i såväl Riksbankens penningpolitiska process som riksdagens utvärdering och behandling av penningpolitiken och Riksbankens verksamhet (se bet. 2007/08:FiU24).

I den nu aktuella utvärderingen ligger tyngdpunkten på att granska och analysera vilka lärdomar för penningpolitiken och arbetet med finansiell stabilitet som kan dras av de senaste årens globala finanskris. Kortfattat ska utvärderingen enligt direktiven koncentreras kring följande frågeställningar (direktiven redovisas mer utförligt i en bilaga till rapporten):

- 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 påbörjade sitt utvärderingsarbete hösten 2010 och har under det senaste året besökt Sverige vid ett flertal tillfällen för att samla in information och diskutera den svenska penningpolitiken och arbetet med finansiell stabilitet med olika aktörer i det svenska samhället. De har bl.a. träffat företrädare för Riksbanken, arbetsmarknadens parter, Finansinspektionen, Riksgäldskontoret, universitetsvärlden, bankerna, regeringen och riksdagen. En delegation från finansutskottet träffade Charles Goodhart i London

våren 2011. Nationalekonomen Gabriela Guibourg har fungerat som utvärderingssekreterare åt Goodhart och Rochet.

Resultatet av Goodhart och Rochets utvärdering presenteras nu i denna rapport från riksdagen. Utskottets förhoppning är att utvärderingen ytterligare ska stimulera den redan nu livliga debatten om den svenska penningpolitiken och utgöra ett värdefullt bidrag till de olika utredningar som nu genomförs till följd av finanskrisen 2008 och 2009.

Stockholm den 30 augusti 2011

Anna Kinberg Batra
Ordförande i finansutskottet

Tommy Waidelich
Vice ordförande i finansutskottet

Inledning

Den 4 juni 2010 gav riksdagens finansutskott professorerna Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet i uppdrag att utvärdera den svenska penningpolitiken under åren 2005–2010. Resultatet av deras utvärdering, som genomfördes mellan augusti 2010 och augusti 2011, presenteras i denna rapport.

Syftet med utvärderingen var enligt finansutskottet att granska utformningen av den svenska penningpolitiken och penningpolitikens resultat under perioden 2005–2010, att analysera vilka lärdomar för penningpolitiken som kan dras av de senaste årens globala finanskris och att slutligen även granska Riksbankens verksamhet för att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.

De specifika frågor som skulle behandlas i rapporten angavs i utredningsdirektiven (vilka återges i bilaga 4):

Penningpolitiken 2005–2010

- Uppfyllandet av inflationsmålet och stödet för den svenska ekonomiska utvecklingen.
- Utformningen av penningpolitiken.
- Den globala finanskrisen och penningpolitiken.
- Riksbankens prognoser och modeller.
- Riksbankens öppenhet.

Uppdraget att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende

- Riksbankens uppdrag.
- Instrument och befogenheter.
- Verksamheten 2005–2010.
- Underlag och analysmetoder.
- Kommunikation.

Arbetet med utvärderingen inleddes i augusti 2010. Charles Goodhart besökte Riksbanken första gången den 24 augusti 2010, och Jean-Charles Rochet och Charles Goodhart besökte därefter tillsammans Stockholm vid flera tillfällen: den 27–28 september och den 10–11 november 2010 samt den 15–16 mars 2011. Under dessa besök träffade vi (Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet) finansutskottets ordförande, vice ordförande och sekretariat, finansmarknadsministern, statssekreteraren på Finansdepartementet, ledamöter i Finanskriskommittén, Finansinspektionens generaldirektör och chefsekonom, Riksgäldens generaldirektör och chefsekonom samt Konjunkturinstitutets generaldirektör. På Riksbanken träffade vi riksbankschefen (vid ett flertal tillfällen), flera vice riksbankschefer, avdelningschefer och biträdande avdelningschefer på avdelningarna för penningpolitik och finansiell stabilitet, forskningschefen och en rad andra medarbetare. Vi träffade slutligen flera högt uppsatta företrädare för de svenska storbankerna, flera svenska national-ekonomer från den akademiska världen, chefsekonomen på Tjänstemännens

centralorganisation (TCO) och en tidigare riksbankschef. En utförlig förteckning över dessa möten finns i bilaga 3.

Ett första, ofullständigt utkast till rapporten sammanställdes i februari 2011 och delades ut till en mycket begränsad krets: finansutskottets ordförande, finansmarknadsministern, generaldirektörerna för Riksgälden och Finansinspektionen samt riksbankschefen. Med deras synpunkter som utgångspunkt sammanställde vi i maj 2011 den slutliga versionen av rapporten (dvs. denna version).

Vi vill tacka Pär Elfvingson på riksdagens finansutskott och framför allt Gabriela Guibourg och Katarina Wagman på Riksbanken för deras ovärderliga hjälp med att organisera arbetet och sammanställa denna rapport.

Med krisen som bakgrund

En relativt lugn period för centralbankschefer fick ett abrupt slut när den finansiella turbulensen började den 9 augusti 2007¹. När Lehman Brothers sedan kollapsade den 15 september 2008 utbröt panik, och den utvecklade världen sjönk ner i en djup finansiell kris. Detta underströk vikten av att alla länder ser över och omprövar sina centralbankers uppdrag och funktioner. Fram till dess hade det varit en allmänt vedertagen uppfattning att centralbankers uppdrag kan, och bör, vara begränsat till den helt centrala uppgiften att självständigt besluta att höja eller sänka räntorna inom ramen för en flexibel inflationsmålspolitik. En flexibel inflationsmålspolitik innebär och definieras som att ”penningpolitiken [har] som mål att *både* stabilisera inflationen kring inflationsmålet och realekonomin. En strikt inflationsmålspolitik är däremot *enbart* inriktad på att stabilisera inflationen och tar inte hänsyn till stabiliteten i realekonomin ...”². Vi delar uppfattningen att detta är ett lämpligt mål för alla centralbanker som bedriver en inflationsmålspolitik och därmed naturligtvis även för Riksbanken, vilket diskuteras mer ingående i avsnitt 3.

De flesta centralbanker hade även i uppdrag att upprätthålla finansiell stabilitet eller en skyldighet att främja ett väl fungerande betalningsväsende, vilket kan tolkas som ungefär samma sak (vilket Riksbanken också gjorde).³

¹ Den 9 augusti 2007 bedömde Europeiska centralbanken (ECB) att det var nödvändigt att pumpa in mer pengar än någonsin tidigare i euroområdets banksystem. Därmed insåg aktörerna på de finansiella marknaderna att den likviditets- och solvensoro som hade legat och grott i flera månader plötsligt hade blommat ut i en fullskalig kris.

² Se Svensson, 2009, ”Evaluating Monetary Policy”, i Koenig, E., Leeson, R. (red.), *From the Great Moderation to the Great Deviation: A round-trip journey based on the work of John B. Taylor*, www.larseosvensson.net, och hänvisningarna däri. Se även Svensson, 2011, ”Inflation Targeting”, kapitel 22 i *Handbook on Monetary Economics, Vol. 3B*, red. B. Friedman och M. Woodford (Amsterdam: North Holland), 1238-95, och hänvisningarna däri, samt Svensson, 2010, ”Inflationsmålpolitiken efter finanskrisen”, tal vid Reserve Bank of Indias internationella forskarkonferens, ”Challenges to Central Banking in the Context of Financial Crisis”, Mumbai, 12–13 februari 2010.

³ ”Riksbankslagen beskriver inte närmare vad som avses med att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Det framgår dock att Riksbanken har ett ansvar för kontantförsörjningen och får tillhandahålla ett centralt betalningssystem. Ett säkert och effektivt betalningsväsende kräver ett stabilt finansiellt system så att betalningar och kapitalförsörjning kan fungera väl. Riksbanken måste även, liksom andra centralbanker, kunna hantera finansiella kriser och andra allvarliga störningar i det finansiella systemet för att betalningsväsendet ska vara säkert och effektivt. Riksbanken har i detta avseende en särskild roll eftersom den som centralbank vid behov snabbt kan tillföra pengar till det finansiella systemet.

Ett stabilt finansiellt system är också en förutsättning för att Riksbanken ska kunna bedriva en effektiv penningpolitik. Det beror på att de finansiella marknaderna och deras sätt att fungera påverkar genomslaget för penningpolitiken genom de räntor som hushåll och företag får betala för sina lån. Dessutom får de ekonomiska konsekvenserna av en finansiell kris en direkt påverkan på prisstabiliteten, tillväxten och sysselsättningen.

Att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende har alltså en vid innebörd. I praktiken handlar det om ett ansvar för att främja stabiliteten i det finansiella systemet. Till skillnad

Den allmänna uppfattningen hade dock varit att affärsbankerna i stort sett alltid skulle ha tillgång till den likviditet de behövde på de stora internationella kapitalmarknaderna så länge det rädde makroekonomisk stabilitet – vilken skulle upprätthållas genom en flexibel inflationsmålspolitik – och de var tillräckligt kapitaliserade – vilket skulle säkras genom kapitalkraven i Basel II-överenskommelsen. Och skulle finansmarknadernas funktion ändå drabbas av störningar var man övertygad om att tillräckligt aggressiva räntesänkningar och åtgärder för att öka likviditeten skulle räcka för att återställa jämvikten, vilket ju hade varit fallet 1987, 1997–98 och 2000–01. Krisen 2008 visade dock att dessa betryggande antaganden kunde vara ogiltiga. När centralbankerna väl hade utnyttjat ränteinstrumentet maximalt hade de dessutom inga andra konventionella åtgärder att ta till mot krisen.

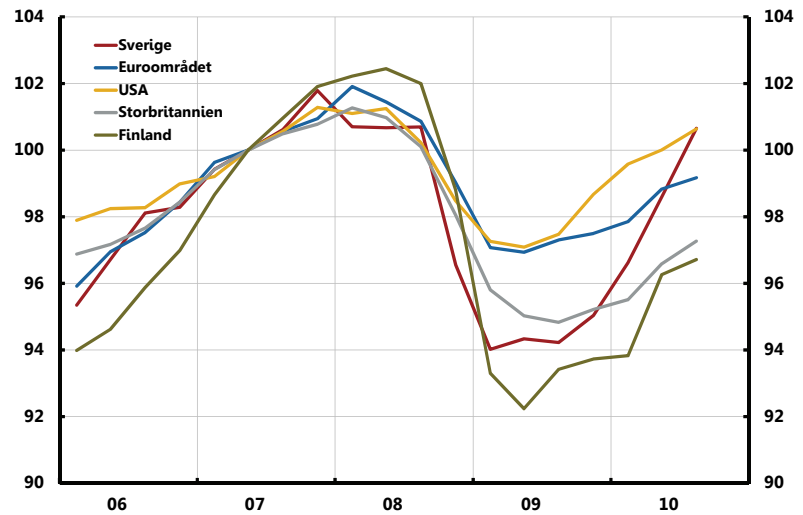
Även om de i detta läge vidtog en rad andra, okonventionella, åtgärder för att skjuta till likviditet i systemet genom att både expandera sina egna balansräkningar och ändra deras sammansättning är den fråga som därefter har hamnat i fokus om man bör införa nya befogenheter eller instrument som både minskar risken för att liknande kriser uppstår igen (krisförebyggande verktyg) och gör kriser lättare att lösa (krishanteringsverktyg) om de ändå uppstår. Och om man inför dessa nya instrument för makrotillsyn och krishantering, vilka institutioner bör i så fall förfoga över dem? Allt detta har lett till en stadig ström av lagstiftningsåtgärder: i USA antogs Dodd-Frank Act i juli 2010, i Storbritannien Banking Act 2009 i februari 2009 och i EU Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1092/2010 den 24 november 2010.

De direkta skadeverkningarna av de finansiella störningarna var relativt lindriga i Sverige jämfört med i många andra utvecklade länder. Förlusterna till följd av den inhemska kreditexpansionen var begränsade, och de förluster som ändå uppstod berodde snarare på problemen i andra länder, framför allt de baltiska staterna, vilket diskuteras mer ingående längre fram, och Island, särskilt när utlåningen var i utländsk valuta. Produktionen (BNP) i Sverige föll lika mycket, eller mer, fjärde kvartalet 2008 och under 2009 som i de flesta andra utvecklade länder, men detta berodde främst på nedgången i världshandeln, som drabbade Sverige särskilt hårt, och inte på någon inhemsk kreditåtstramning eller åtföljande kollaps på bostadsmarknaden.

från i sitt penningpolitiska uppdrag är Riksbanken inte ensamt ansvarig för att värna den finansiella stabiliteten. Detta ansvar delar Riksbanken med Finansinspektionen, Riksgälden och regeringen genom Finansdepartementet. Alla dessa myndigheter har olika roller i arbetet med finansiell stabilitet.” Ur Riksbanken och finansiell stabilitet 2010, s. 3.

Diagram 2:1 BNP 2006 kvartal 1–2010 kvartal 3

Index 2007 kvartal 2 = 100



Källa: Macrobond.

I bjärt kontrast till vad som hände i flera andra länder påverkades bostadsprisutvecklingen knappt alls. De svenska bankerna fick allvarliga likviditetsproblem 2008 och 2009, men detta berodde till stor del på deras exponering mot de baltiska länderna. (Se bilaga 1 om de svenska bankernas engagemang i de baltiska länderna.) Oavsett om det var på grund av detta eller den vikande efterfrågan så sjönk bankernas utlåning till företag och tillväxten i den breda penningmängden under 2008–2009 lika snabbt i Sverige som på andra håll. Bankernas utlåning till hushållen var dock fortfarande starkare än i de flesta andra länder. Bara två mindre banker – Carnegie och Kaupthing – behövde riktat stöd under krisen i oktober 2008, och Kaupthings kollaps var en biprodukt av den specifika isländska krisen. En av anledningarna till att man beviljade riktat stöd var att utbetalningsfristen för insättningsgarantin var alltför lång och att detta kunde ha rubbat insättarnas förtroende för att de alltid skulle kunna ta ut sina pengar.

Diagram 2:2 Penningmängd (M3)

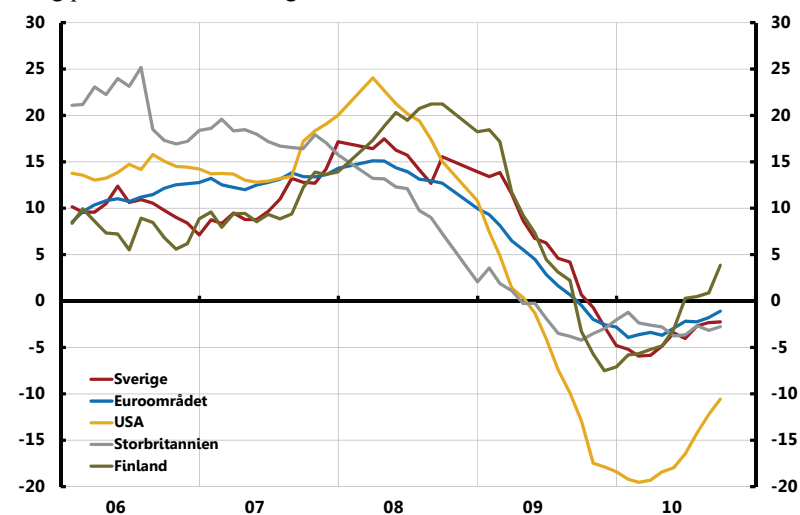
Årlig procentuell förändring 2006 kvartal 1–2010 kvartal 4



Källa: Macrobond.

Diagram 2:3 Utlåning till icke-finansiella företag

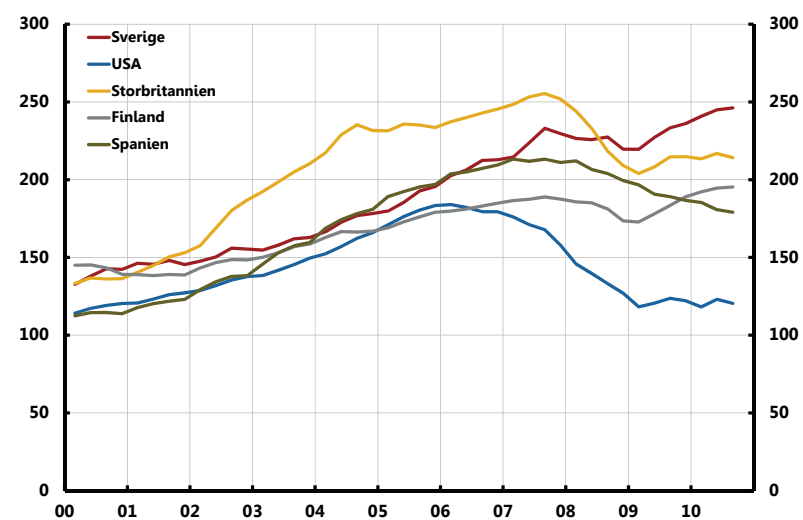
Årlig procentuell förändring 2006 kvartal 1– 2010 kvartal 4



Källor: USA – Reuters Eco Win (Federal Reserve), Storbritannien – Bank of England, euroområdet – ECB (Statistical Data Warehouse), Sverige – Riksbanken, Finland – ECB (Statistical Data Warehouse).

Diagram 2:4 Reala huspriser i USA, Storbritannien, Sverige, Finland och Spanien

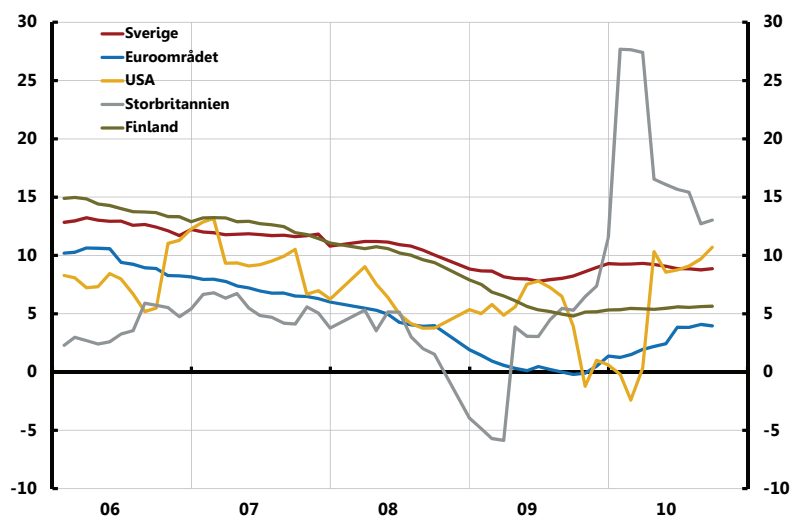
Index 1995 = 100



Källor: Sverige – SCB, Finland – BIS/Statistikcentralen, Storbritannien – Reuters Eco Win/Nationwide, Spanien – Reuters Eco Win/Banco de España, USA – Reuters Eco Win/The Office for Federal Housing Enterprise Oversight.

Diagram 2:5 Utlåning till hushåll i USA, Storbritannien⁴, euroområdet, Sverige och Finland⁵

Årlig procentuell förändring 2006 kvartal 1–2010 kvartal 3



Källor: USA – Reuters Eco Win (Federal Reserve), Storbritannien – Bank of England, Euroområdet – ECB (Statistical Data Warehouse), Sverige – Riksbanken, Finland – ECB (Statistical Data Warehouse).

I artikeln ”Ingen allvarlig kreditåtstramning i Sverige” avslutar Ekici, Guibourg och Åsberg-Sommar (Ekonomiska kommentarer, nr 8, 2009) med att framhålla ”betydelsen av de åtgärder som vidtagits av Riksbanken och andra svenska myndigheter för väl fungerande kreditmarknader. Utan dessa åtgärder hade utbudet av krediter till svenska hushåll och företag förmodligen stramats åt kraftigt. I nuläget ser vi inga tecken på någon kreditåtstramning för vare sig hushåll eller företag.” (s. 5). De särskilda åtgärder som Riksbanken vidtog med anledning av finanskrisen beskrivs i OECD:s Economic Survey of Sweden från januari 2011 (ruta 2.1, s. 41–42), som återges här:

⁴ Den snabba ökningen av bankernas utlåning till hushåll i Storbritannien i slutet av 2009 och början av 2010 ter sig märklig om man jämför med andra länder, vilket har påpekats i andra sammanhang, bl.a. i Bank of England Working Paper 424, ”How did the crisis in international funding markets affect bank lending? Balance sheet evidence from the United Kingdom”, av S. Aiyar (april 2011), som på s. 28–29 skriver: ”I den mån som värdepapperiseringsmodellen i samband med bostadsutlåningen till hushållen avvecklades under chockperioden – genom att värdepapperiserade tillgångar som hållits utanför balansräkningen i specialföretag återfördes till bankernas balansräkningar – skulle detta framträda i data som en ökning av utlåningen till hushållssektorn och neutralisera effekterna av andra nedgångar i utlåningen till denna sektor.”

Ruta 2.1*Särskilda åtgärder som vidtogs med anledning av finanskrisen**Okonventionella åtgärder som vidtogs av centralbanken*

- Utlåning på längre löptider

I oktober 2008 gavs lån till en fast ränta som beslutats genom enhetsprisauktioner. Från och med februari 2009 började likviditetsstödjande lån att ges till rörlig ränta med tre och sex månaders löptid. I maj 2009 kompletterades programmet med lån med tolv månaders löptid. I februari 2010 meddelade Riksbanken att man inte längre skulle erbjuda lån med tolv månaders löptid, och den sista auktionen för sådana lån hölls samma månad. Riksbanken höjde samtidigt påslaget på lån med tre och sex månaders löptid. I april 2010 meddelade Riksbanken att man inte längre skulle erbjuda lån med tre och sex månaders löptid. Dessa lån ersattes med lån med 28 dagars löptid.

Lån till fast ränta med elva och tolv månaders löptid har erbjudits sedan juli 2009. Alla dessa lån förföll under 2010 och har inte förlängts.

- Utlåning mot säkerhet i företagscertifikat

För att främja kreditförsörjningen för icke-finansiella företag inrättades i oktober 2008 en kreditfacilitet där motparterna kunde använda företagscertifikat med upp till ett års löptid som säkerhet. Faciliteten stängdes i september 2009 på grund av låg efterfrågan.

- Sänkning av kraven på säkerheter

I september 2008 sänktes gränsen för hur stor andel av säkerheterna för krediter i betalningssystemet som får utgöras av säkerställda obligationer, och i oktober 2008 avskaffades den helt. Även kravet på lägsta kreditbetyg för långfristiga värdepapper sänktes.

- Utvidgning av motpartsretsen

I april 2009 utvidgades motpartsretsen för att finansiella institut med säte i Sverige skulle få tillgång till de tillfälliga kreditfaciliteterna.

- Swappavtal ingicks med den amerikanska centralbanken Federal Reserve, Europeiska centralbanken (ECB) och andra centralbanker.

- Utlåning på längre löptider i US-dollar

I september 2008 erbjöd Riksbanken motparterna lån i US-dollar med både en månads och tre månaders löptid. Detta upphörde 2009 på grund av låg efterfrågan.

- Särskilt likviditetsstöd

Kaupthing Bank Sverige AB och Carnegie Investment Bank AB fick upp till 5 miljarder kronor vardera i särskilt likviditetsstöd i oktober 2008.

- Förstärkning av valutaserven

I maj 2009 lånade Riksbanken motsvarande 100 miljarder kronor i utländsk valuta för att kunna tillgodose de svenska finansiella institutens behov av utländsk valuta.

- Utgivning av riksbankscertifikat

I oktober 2008 började Riksbanken ge ut skuldcertifikat med en veckas löptid för att dra in överskottslikviditet från penningmarknaden. Längre fram gavs certifikat med längre löptid ut.

- Höjning av insättningsgarantin

Regeringen höjde insättningsgarantin för transaktionskonton från 250 000 kronor till 500 000 kronor. Garantin utvidgades dessutom till att omfatta alla typer av insättningar.

- Garanti- och kapitaltillskottsprogram för banker

Vissa finansiella institut fick ingå ett avtal med staten om garantier för en del av sin upplåning (vilket innebär att staten mot en avgift lovade att träda in om instituten inte skulle kunna betala sina långivare). Alla storbanker deltog dock inte i programmen. Riksgälden fick tillstånd att lämna kapitaltillskott till banker. Programmet var begränsat till 50 miljarder kronor. De statliga garanti- och rekapitaliseringsprogrammen ska avslutas 2011.

- Stabiliseringsfond

För att finansiera eventuella statliga åtgärder för att stötta det finansiella systemet inrättades en stabilitetsfond som finansieras genom att alla kreditinstitut betalar en särskild stabilitetsavgift. År 2009 och 2010 motsvarade den årliga avgiften 0,018 procent av de totala skulderna, med avdrag för eget kapital samt vissa andra justeringar. Utländska dotterbanker behöver inte betala någon avgift. Avgiften fördubblades 2011. Målet är att fonden ska uppgå till i genomsnitt 2,5 procent av BNP inom 15 år.

- Särskilt stöd till exportföretag och mindre företag

Regeringen ökade stödet till svenska företag genom att skjuta till medel till det statliga finansierings- och affärsutvecklingsbolaget Almi och ge olika former av stöd till Svensk Exportkredit. Syftet var att göra det lättare för exportörer, och små och medelstora företag över huvud taget, att få lån. Regeringen höjde dessutom kreditgarantierna via Exportkreditnämnden.

- Riksgälden gav ut statsskuldväxlar för att möta den ökande efterfrågan på värdepapper av hög kvalitet.

- Regeringen ändrade även statliga SBAB:s (Sveriges Bostadsfinansieringsaktiebolag) bolagsordning för att utvidga dess mandat. Förändringen trädde emellertid i kraft för sent för att ha någon effekt på kreditförsörjningen under krisen (Riksgälden, 2010).

- Regeringen införde även en åtgärdsplan för fordonsindustrin som bland annat omfattade kreditgarantier.

Även om åtgärderna gav ett väldigt bra resultat relativt andra länder och i hög grad bidrog till att Sverige kunde återhämta sig betydligt snabbare än övriga Europa betyder det *inte* att de svenska myndigheterna nu kan vila på sina lagrar och nöja sig med att upprätthålla status quo när det gäller finansiell stabilitet, medan resten av den utvecklade världen våndas över hur man ska

reformera sina system. Det finns åtminstone tre skäl till att det är viktigt att de svenska myndigheterna omgående överväger reformer på detta område.

Eftersom Sverige är medlem i EU fastställs för det första regelverket till stor del i Bryssel. Om de svenska myndigheterna inte tar fram egna planer och idéer blir de helt enkelt tvungna att acceptera de övriga aktörernas planer och idéer. De svenska myndigheterna bör skaffa sig en position där de kan bidra till och påverka utformningen av idéer om krisförebyggande och krishantering både inom EU och internationellt, bland annat i Baselkommittén för banktillsyn. Även oavsett sådana internationella forums direkta roll påverkas hela det sammanhang i vilket centralbanker verkar starkt av idéer, analyser och tankegångar (såväl praktiska som akademiska) om vad som är en centralbanks rätta roll, och Sverige bör föra fram sina synpunkter på sådana mer övergripande frågor.

För det andra anser vi, precis som Riksbanken, att de svenska penningpolitiska och tillsynsansvariga myndigheterna var jämförelsevis framgångsrika när det gällde att undvika en finansiell kollaps, *trots* en relativt undermålig institutionell och rättslig struktur. Trots erfarenheterna av den nordiska krisen på 1990-talet fanns det nämligen ingen ordentlig rättslig grund för krishantering. I oktober 2008 var man därför tvungen att forcera igenom en kortfattad rättsakt – lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut – som inte utgör någon tillfredsställande permanent lösning. Detta måste rättas till.

Riksbanken är som väntat fullt medveten om dessa problem. I en framställning till riksdagen (2009/10:RB4)⁶ i februari 2010 konstaterade Riksbanken följande: ”Trots att Sverige upplevde en omfattande bankkris i början av 1990-talet saknar vi en sammanhängande ordning både för stöd till och för förvaltning, rekonstruktion eller avveckling av kreditinstitut.”

Framställningens sammanfattning löd som följer:

I framställningen föreslås att en eller flera utredningar snarast påbörjas för att se över det finansiella regelverket. Syftet med utredningsarbetet bör vara att etablera ett sammanhängande och effektivt ramverk som kan bidra till att upprätthålla finansiell stabilitet och minimera kostnaderna för såväl samhällsekonomin som konsumenterna. Ansatsen bör vara bred och bland annat omfatta rollfördelning mellan myndigheter, bestämmelser om tillsynsinsatser som kan vidtas i ett tidigt stadium, aktivering av insättningsgarantin, Riksbankens verktyg på området för finansiell stabilitet samt hanteringen av krisdrabbade finansiella företag.

Vi stöder starkt dessa förslag och beskriver våra egna synpunkter och rekommendationer om vad som kan göras i avsnitt 3. Enligt vårt förmenande är det mandat att upprätthålla finansiell stabilitet som Riksbanken ges i riksbankslagen (1988:1385) otillräckligt, och myndigheten har inga preventiva befogenheter eller verktyg för att direkt påverka den finansiella stabiliteten.⁷

⁶ Se även ”Nya finansiella regler och verktyg brådskar”, Gernandt, Pagrotsky och Ingves, *Ekonomiska kommentarer*, nr 1, 2010, februari.

⁷ ”I det förebyggande arbetet har Riksbanken enligt lagen inga tvingande verktyg för att påverka aktörerna i det finansiella systemet. I stället verkar Riksbanken i första hand genom att offentligt och i dialog med aktörerna i det finansiella systemet uppmärksamma på och

Finansinspektionen har befogenheter att kräva att banker och andra finansiella intermediärer ändrar sin verksamhet för att säkra finansiell stabilitet och skydda konsumenterna. Det är tveksamt om Finansinspektionen skulle kunna utnyttja dessa befogenheter även i (systemomfattande och kontracykliska) makroekonomiska eller makrotillsynsrelaterade syften. Den begränsning av belåningsgraden som nyligen infördes var således i första hand en konsumentskyddsåtgärd, *inte* en makroekonomisk åtgärd.⁸ I dagsläget har Finansinspektionen dessutom inte – och kommer, förmodar vi, sannolikt inte att få – tillräckliga resurser för att utföra de analyser och bedriva den forskning i makroekonomiska och makrotillsynsrelaterade frågor som skulle behövas för att själv kunna spela en helt tillfredsställande roll på makrotillsynsområdet. Och hade man det skulle verksamheten dessutom överlappa med verksamheten på Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet. I denna rapport utgår vi emellertid från de befintliga mekanismerna och arrangemangen för att finansiera de svenska penningpolitiska myndigheterna – t.ex. Riksbanken, Finansinspektionen och Riksgälden. Att gå ett steg längre och diskutera dessa finansieringsarrangemang ansåg vi ligga utanför vårt uppdrag.

Den institution som kan förmodas ha mandat att upprätthålla finansiell stabilitet (dvs. Riksbanken) har dessutom inte de makrotillsynsrelaterade verktyg som krävs för att göra detta, medan den institution (Finansinspektionen) som har sådana verktyg varken har nödvändiga analysresurser eller något mandat. Till råga på allt finns det ingen formell mekanism, eller kommitté, för att bedöma vad Riksbanken respektive Finansinspektionen bör göra, än mindre någon formell mekanism för att hantera eventuella meningsskiljaktigheter mellan dem. Vad som krävs är i klartext en grundlig översyn av Sveriges nuvarande rättsliga och institutionella struktur för att upprätthålla finansiell stabilitet.⁹ Det finns visserligen ett samförståndsavtal om samarbetet mellan

varna för risker och händelser som kan innebära hot mot den finansiella stabiliteten.” Ur *Riksbanken och finansiell stabilitet 2010*, s. 13.

⁸ ”FI föreslår allmänna råd för kreditinstitut som lämnar krediter med bostad som pant. Råden innebär att krediterna sammantaget inte bör överstiga 85 procent av bostadens marknadsvärde när bolånet ges.

I Sverige domineras hushållens skulder av krediter för bostadsändamål. En alltför hög skuldsättningsnivå gör en låntagare sårbar i en situation där fastighetspriserna sjunker och låntagaren samtidigt tvingas sälja sin bostad.

De allmänna råden syftar till att stävja en osund utveckling på kreditmarknaden där kreditinstitut kan komma att använda allt högre belåningsgrader som konkurrensmedel. En sådan utveckling riskerar att utsätta konsumenter för oacceptabla risker och skada förtroendet för kreditmarknaden.” Finansinspektionens pressmeddelande ”FI föreslår bolånetak på 85 procent”, 5.5.2010.

⁹ ”Det finns således starka skäl för att ansvarsförhållanden, målformuleringar, arbetssätt och nya verktyg inom stabilitetsområdet åter kommer under lupp. Den finansiella krisen har, liksom tidigare kriser, visat att den kontinuerliga utvecklingen av finansiell verksamhet kräver ständigt nytänkande i arbetet med finansiell stabilitet. För närvarande diskuterar man bland annat allt mer intensivt behovet av att utveckla systemriskbegränsande analys och ta fram verktyg för att bättre kunna övervaka och motverka uppbyggnaden av finansiella systemrisker.” Ur *Riksbanken och finansiell stabilitet 2010*, s. 26.

dess myndigheter, men sådana avtal räcker inte långt om det uppstår oenighet.

När det handlar om att direkt påverka affärsbankers (eller andra finansiella intermediärers) agerande ligger alla befogenheter hos Finansinspektionen, medan Riksbanken inte har några formella befogenheter alls. Riksbanken hade ändå kunnat påverka beslut i fall där Finansinspektionen var ovillig att agera (vilket man kan ha varit när det gällde affärsbankernas utlåning i de baltiska länderna, se bilaga 1), genom att antingen vända sig till en ansvarig minister eller uttala sig i massmedierna. Sådana metoder är dock inte att rekommendera, eftersom de riskerar att så split mellan Finansinspektionen och Riksbanken. Kanske var det därför som Riksbanken valde att inte tillämpa någon av dem när det gällde bankernas utlåning till Baltikum. I den mån det är Riksbanken som har det övergripande ansvaret när det gäller finansiell stabilitet, är det rimligt att den inte bara saknar sådana befogenheter utan även ett formellt forum där sådana frågor regelbundet kan diskuteras och dokumenteras?¹⁰ Detta diskuterar vi mer ingående i avsnitt 3.2.

En faktor som bidrog till att rädda situationen i samband med den senaste krisen var att de ledande befattningshavarna inom alla viktiga myndigheter – Finansdepartementet, Riksbanken, Finansinspektionen och Riksgälden – kände varandra väl och hade ett nära och sammanhållet samarbete under hela krisen. Närhelst det uppstod något större problem samlades dessa ledande aktörer till ad hoc-möten och lyckades (såvitt vi vet) alltid enas om ett agerande. Vi har förstått att det är ett typiskt kännetecken för det svenska samhället att det är relativt litet och att makthavarna därför i regel känner varandra väl och i allmänhet är beredda att samarbeta för det gemensamma bästa. Även om detta naturligtvis bara är av godo måste det dock ändå finnas rättsliga och institutionella strukturer för att hantera just de tillfällen då det kan uppstå intressekonflikter och meningsskiljaktigheter. Inte ens i Sverige kan man nöja sig med att hoppas att alla, om det kommer till kritan, kommer att kunna enas om ett agerande. Någon måste bära det yttersta ansvaret.

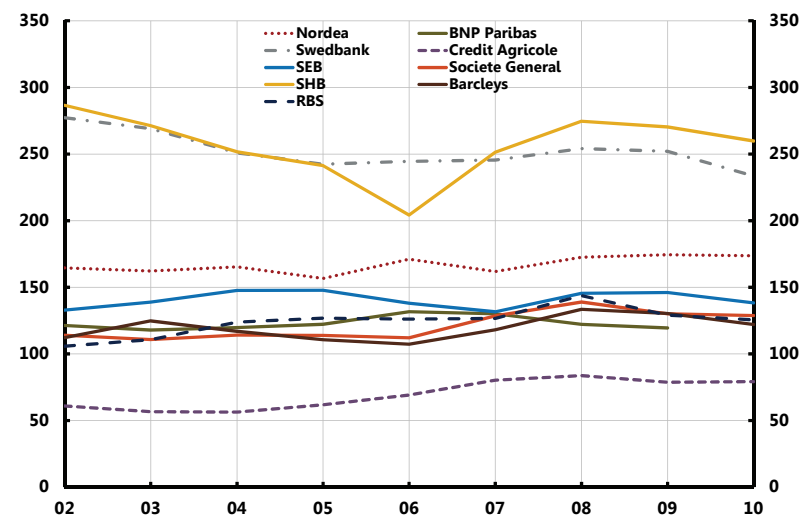
För det tredje anser vi att det var obehagligt nära att den internationella finanskrisen ledde till vad som hade kunnat utvecklas till en finansiell kollaps i Sverige.¹¹ Risken var förmodligen betydligt större än vad majoriteten av befolkningen inser, eftersom den i praktiken avvärdades. I OECD:s *Economic Survey of Sweden* (januari 2011) konstaterades t.ex. att ”en systemviktig bank i flera månader var helt beroende av garantin för sin medelfristiga finansiering” (s. 56–57). Själva grundproblemet var likviditeten, framför allt bris-

¹⁰ Det bör kanske påpekas att Finansinspektionens uppdrag uttryckligen är att ”bidra till att det finansiella systemet fungerar effektivt och uppfyller kravet på stabilitet” (<http://finansinspektionen.se/Om-FI/>). Någon motsvarande formulering finns inte i Riksbankens uppdrag. Det är därför inte alldeles klart vem som har fått ”det övergripande ansvaret” av riksdag (och regering).

¹¹ ”När de svenska bankernas möjligheter till marknadsfinansiering försämrades drastiskt under hösten 2008 var risken överhängande att finansieringssvårigheterna skulle kunna hota bankernas fortlevnad.” Ur *Riksbanken och finansiell stabilitet 2010*, s. 25.

ten på utländsk valuta och då i synnerhet US-dollar. I likhet med många andra banksystem hade de svenska bankernas kreditgivning vuxit betydligt snabbare än den (inhemska) inlåningsbasen. Kreditexpansionen i Sverige hade i själva verket varit något snabbare än i många andra länder.

Diagram 2:6 Relationen mellan inlåning och utlåning för utvalda banker i Sverige, Storbritannien och Frankrike under perioden 2002 – 2010



Källa: Liquidatum.

Många av bankernas lån och övriga tillgångar var dessutom i utländsk valuta.¹² En stor andel av lånen i Baltikum var t.ex. i euro, och nästan inga av dem i kronor. Även om de svenska bankerna hade relativt få s.k. giftiga amerikanska tillgångar som CDO- eller MBS-papper*, var en stor del av deras upplåning på kapitalmarknaderna, för att täcka mellanskillnaden mellan ut- och inlåning, i US-dollar (som därefter omvandlades till euro eller kronor) och på relativt korta löptider. Efter turbulensen kring Northern Rock, IKB och Sachsen LB blev dessa kapitalmarknader från och med hösten 2007 mer skeptiska till europeiska banker, och efter Lehman Brothers kollaps hösten 2008 ströps tillgången till dollarlån väsentligt för många, kanske de flesta, europeiska banker. Från slutet av 2007 fram till slutet av 2008 steg de fyra svenska storbankernas dollarupplåning på interbankmarknaden från 337 miljarder kronor till 531 miljarder kronor, men efter Lehman Brothers kollaps

¹² ”Ungefär hälften av de svenska bankernas upplåning består av marknadsfinansiering. Av denna sker cirka två tredjedelar i annan valuta än svenska kronor.” Finansiell stabilitet 2010/1, s. 27.

*MBS (Mortgage Backed Securities) är ett värdepapper vars värde och avkastning härrör från och säkerställs av underliggande säkerheter i form av bolån. CDO (Collateral Debt Obligation) är ett strukturerat kreditinstrument där obligationer från många olika värdepapperiserade låneportföljer och andra tillgångar sätts samman. Den ihopsatta portföljen struktureras sedan i olika delar efter kreditrisk.

förändrades stämmningsläget på marknaden så markant att bankerna inte längre kunde låna från kommersiella marknadsaktörer utan var tvungna att låna US-dollar från myndigheterna. Riksbankens utlåning i US-dollar steg från noll tredje kvartalet 2008 till 124 miljarder kronor fjärde kvartalet 2008, och därefter till 180 miljarder kronor första kvartalet 2009. Svenska banker vände sig också direkt till Federal Reserve för att få stöd. Enligt en nyhetsartikel¹³ lånade de svenska bankerna vid den här tiden omkring 100 miljarder kronor från Federal Reserve. De flesta av dessa lån hade betalats tillbaka fjärde kvartalet 2009, då dollarupplåningen på interbankmarknaden hade sjunkit från 531 miljarder kronor till 285 miljarder kronor.

Hamstringen av likviditet i US-dollar var så omfattande att till och med den kurssäkrade räntepariteten ibland sattes ur spel. När tillgången till kortfristig finansiering i US-dollar (och i mindre utsträckning euro) ströps drabbade det särskilt europeiska banker vars solvens marknaden ansåg vara hotad. I Sverige handlade det särskilt om de två banker som hade mest utlåning i Baltikum, dvs. Swedbank och SEB. (Se bilaga 1 om de svenska bankernas engagemang i de baltiska länderna.)

Centralbankerna stötte på en rad problem när de under krisen ville skjuta till likviditet i sina egna finansiella system (t.ex. att det saknades tillgångar av tillräckligt hög kvalitet för att kunna användas som säkerhet). För Riksbanken var ett av de största problemen dock att man kunde skapa likviditet i kronor men inte i US-dollar eller euro. I den panik som uppstod efter den 15 september 2008 blev marknaderna dessutom så dysfunktionella att bankerna hade begränsade möjligheter att byta (eller sälja) kronor mot US-dollar, samtidigt som det även blev betydligt kostsammare eftersom kronan deprecierades mot US-dollar. Följden blev att det uppstod en rusning efter US-dollar. Om en svensk storbank inte hade klarat av att göra sina betalningar i US-dollar i tid hade detta kunnat få katastrofala följder, och denna risk var i själva verket inte så liten.

Så vad blev då räddningen? Till att börja med tillgodosåg Riksbanken bankernas behov av utländsk valuta genom sin utlåning i utländsk valuta och sitt garantiprogram. Utnyttjandet av garantiprogrammet nådde en topp i juni 2009, då garantier hade ställts till ett värde av 354 miljarder svenska kronor, varav mer än två tredjedelar avsåg lån i utländsk valuta. I och med detta tömdes emellertid Riksbankens valutareserv och även Riksgäldens reserver. Det som i realiteten vände den negativa utvecklingen var att Federal Reserve var villig att ställa stora swapfaciliteter till förfogande för alla andra stora centralbanker.¹⁴ Längre fram, när paniken hade lagt sig något i maj 2009, lånade Riksgälden dessutom motsvarande 100 miljarder kronor i US-dollar för att

¹³ ”Svenska banker lånade av Federal Reserve”, Dagens industri, 9.12.2010, se http://di.se/Default.aspx?pid=222181__ArticlePageProvider&epslanguage=sv.

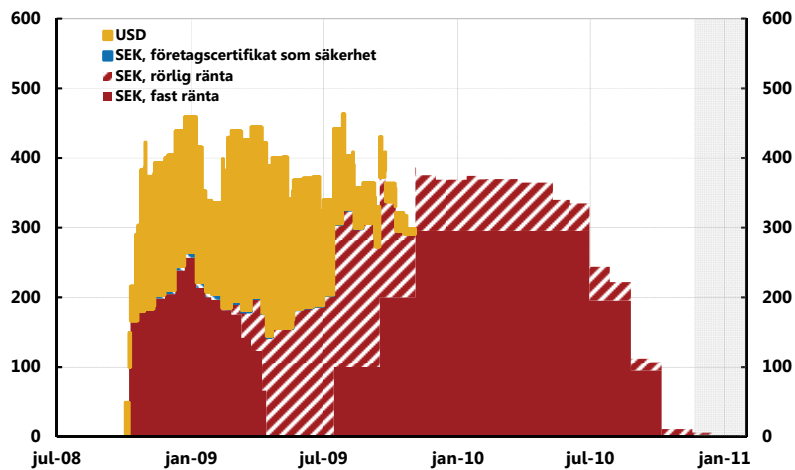
¹⁴ Se Allen och Moessner, Central Bank Co-operation and International Liquidity in the Financial Crisis of 2008–9, Bank for International Settlements Working Paper No. 310, 2010. Se även Committee on the Global Financial System (CGFS), *The Functioning and Resilience of Cross-Border Friendly Markets*, CGFS Papers nr 37, 2010; CGFS, *Funding Patterns and Liquidity for Internationally Active Banks*, CGFS Papers nr 39, 2010.

fylla på Riksbankens valutareserv. Det fanns meningsskiljaktigheter om storleken på, och det principiellt riktiga i, denna upplåning, men vi ansåg att de frågor som detta väcker kring vad som är en lämplig förvaltning av den svenska valutareserven låg utanför vårt uppdrag.

Man får en viss uppfattning om hur allvarlig likviditetskrisen var i Sverige om man tittar på hur mycket och hur snabbt Riksbanken tvingades expandera sin balansräkning och öka dess inslag av utländsk valuta. Räknat i procent av BNP expanderade Riksbanken till att börja med sin balansräkning mer än ECB, Federal Reserve och Bank of England. Även om detta visar vilket stort problem Riksbanken (och Finansdepartementet) stod inför, vittnar den lyckosamma utgången om den flexibilitet och effektivitet som de penningpolitiska myndigheterna visade prov på i Sverige, i euroområdet och i USA.

Diagram 2:7 Riksbankens utlåning till bankerna

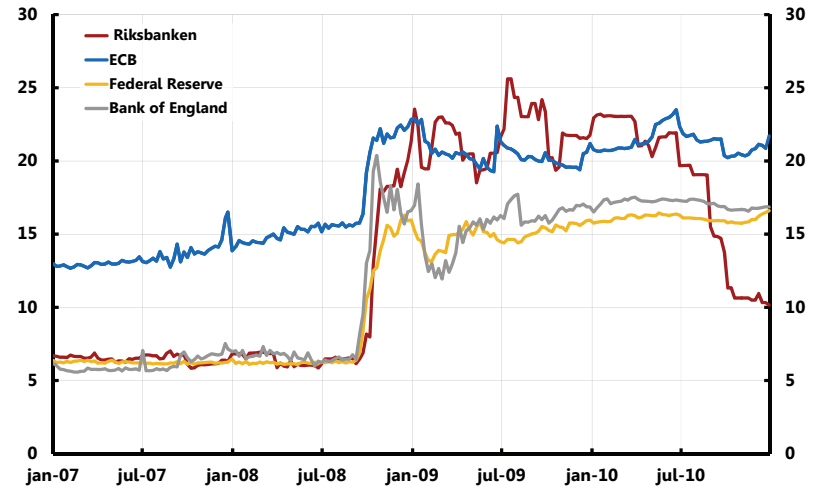
Miljarder SEK



Källa: Riksbanken.

Diagram 2:8 Centralbankers balansomslutning

Procent av BNP



Källa: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics, SCB och respektive centralbank.

Men häri ligger också en hake. Det var i första hand det välvilliga agerandet av myndigheter *utanför* Sverige som gjorde att en finansiell katastrof kunde avväjas. De svenska affärsbankernas affärsstrategier försatte alltså både dem själva och Sverige i en situation där de var helt utlämnade till utländska myndigheters välvilja. Kan de, och de svenska myndigheterna, vara säkra på att Federal Reserve och ECB i ett krisläge *alltid* kommer att tillhandahålla den likviditet i utländsk valuta som de behöver? Vad skulle hända om de politiska maktbärarna utomlands drog den visserligen felaktiga slutsatsen att lån till utländska banker medför kostnader för skattebetalarna, eller om de av någon annan anledning beslutar sig för att begränsa tillhandahållandet av likviditet i utländsk valuta? Vår första *rekommendation* är att Riksbanken ska genomföra ett stresstest (eller ett så kallat "war game") utifrån ett scenario där kapitalmarknaderna upphör att fungera och Federal Reserve (eller ECB) *inte* erbjuder valutaswappar i US-dollar, eller Riksbanken ingår ett beredskapsavtal med relevanta myndigheter i USA och euroområdet om att ha swapfaciliteter i beredskap, vilket ska bekostas av den finansiella sektorn.

Riksbanken har redan genomfört två stresstester som var inriktade på likviditetsrisker. Det första skulle visa om bankerna har tillräckliga kortfristiga likviditetsreserver och det andra det strukturella förhållandet mellan bankernas (stabila) finansiering och illikvida tillgångar (se "Metod för stresstester av bankernas likviditetsbrister", Finansiell stabilitet 2010/2, s. 77–91). Vi välkomnar den sistnämnda ansatsen men konstaterar samtidigt att analyserna och presentationen av data om likviditetsrisker före juli 2007 enligt vår uppfattning var bristfällig både inom affärsbankerna och på Riksbanken. Riksbanken noterar t.ex. att "bankerna redovisar mycket lite information avseende sina likviditetsrisker" (ibid. s. 77). Man konstaterar samtidigt (ibid. s. 78) följande:

”Riksbanken har under nästan tre års tid samlat in veckovisa, eller periodvis dagliga, likviditetsrapporter från de största svenska bankerna och haft en löpande kontakt med bankernas risk- och finansieringsavdelningar.”

Vi antar dock att rapporteringen och analyserna var otillräckliga och bristfälliga före krisen, vilket var fallet i så gott som alla centralbanker.

Riksbanken konstaterar samtidigt (ibid. s. 78) att det i de offentliga data som stresstesterna baseras på inte anges ”hur likviditetsrisken ser ut per valuta”. Det finns heller ingen information om ”vilken typ av värdepapper likviditetsreserverna består av”, vilket emellertid är ett betydligt mindre problem eftersom Riksbanken kan välja vilka tillgångar man kan låna mot i kronor men inte kan skapa euro eller US-dollar. Det betyder att den måste fokusera på likviditetsrisker i utländsk valuta. Som Baselkommittén för banktillsyn uttrycker det i ”Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring” (BIS, december 2010) bör Riksbanken inrikta sig på likviditetstäckningskvoten (Liquidity Coverage Ratio, LCR) beräknad per relevant valutatyp (avsnitt 111.4, s. 36–37). Det kommer Finansinspektionen att göra från och med juli 2011 till följd av en översyn av kraven på likviditetsrapportering. Vi hoppas att vi har rätt i vårt antagande att Finansinspektionen och Riksbanken kommer att utbyta all sådan information med varandra.

Eftersom vi anser att det finns ett brådskande behov av att se över och reformera den rättsliga och institutionella strukturen i det svenska systemet för att upprätthålla finansiell stabilitet, inleder vi därför vår rapport med att gå igenom vad som kan göras. Vi börjar med att granska hur systemet för krishantering ser ut om ett svenskt finansiellt institut eller en grupp institut skulle drabbas av problem som potentiellt hotar dess fortlevnad, delvis därför att det är en enklare fråga och förmodligen inte kommer att kräva lika stora institutionella förändringar. Det handlar mestadels om Riksbankens och Riksgäldens respektive befogenheter och om förhållandet mellan dessa myndigheter.

I avsnitt 3.2 går vi sedan vidare till den betydligt mer komplicerade frågan, åtminstone när det gäller Sverige, om hur det krisförebyggande arbetet bör hanteras. Här handlar det i första hand om Riksbankens och Finansinspektionens respektive befogenheter och inbördes förhållande. Förhållandet mellan centralbanker och särskilda tillsynsmyndigheter kan vara problematiskt, vilket inte bara tydligt framgår av att det inte finns någon internationell konsensus om vilken struktur som är bäst (ingen av dem fungerade anmärkningsvärt bra under krisen), utan också av att så många andra länder är missnöjda med sina befintliga system för krisförebyggande och försöker göra om dem. Det finns dessutom alltid historiska, sociala, konstitutionella och kulturella nationella faktorer som påverkar vad man beslutar och hur slutresultatet blir. Så är det definitivt i Sveriges fall, och vi tvivlar på om vi som utomstående kan, eller bör, göra något mer än att presentera en meny av alternativ och peka på deras respektive för- och nackdelar.

Efter vår bedömning av vad som är en trolig och önskvärd utveckling av Riksbankens roll diskuterar vi därefter, i avsnitt 3.3, om dess mandat behöver

revideras eller om Riksbanken kan och bör fortsätta att verka under den nuvarande riksbankslagen (1988:1385). Denna del av rapporten avslutas i avsnitt 3.4 med en diskussion om huruvida Riksbankens uppbyggnad och kommunikation kan behöva anpassas till följd av sådana förändringar av Riksbankens funktion.

Vi har hittills enbart riktat in oss på Riksbankens stabilitetsuppdrag, vilket beror på att det är främst på detta område som det krävs förändringar. Det säger mycket om hur synen har förändrats efter finanskrisen att våra föregångare, Giavazzi och Mishkin, knappt nämnde dessa frågor alls i sin rapport 2006. De inriktade sig nästan uteslutande på att granska Riksbankens penningpolitiska funktion, dvs. att försöka uppnå ett inflationsmål. Vi anser, precis som Giavazzi och Mishkin, att Riksbanken har haft en framskjuten position när det gäller den yrkesmässiga kompetensen för denna primära och grundläggande uppgift. Det finns emellertid ändå ett antal frågor som det kan vara meningsfullt att diskutera, vilket vi gör i avsnitt 4. Under den femårsperiod (2005–2010) som vårt uppdrag omfattar har Riksbanken framför allt (i februari 2007) börjat basera sina prognoser på en egen reporäntebana (i stället för på en bana som baseras på en konstant reporänta eller på implicita terminsräntor). Erfarenheterna sedan dess har intressant nog lett till att argumenten såväl för som emot detta arbetssätt har försvagats, varför en viss omprövning kanske är motiverad.

Ruta 2.2**Överlappning med andra studier om ansvaret för finansiell stabilitet i Sverige**

Det pågår flera studier av procedurerna kring och strukturen för säkerställandet av finansiell stabilitet i Sverige, och vår rapport är bara en i mängden. Den viktigaste studien är förmodligen den som ska läggas fram av Finanskriskommittén. Denna kommitté inrättades för att se till att det svenska regelverket är ändamålsenligt, både för att mildra olika typer av finansiella kriser genom förebyggande åtgärder och för att lösa finansiella kriser på ett effektivt sätt, samt att det värnar skattebetalarnas intressen.

Vårt eget arbete, i synnerhet avsnitt 3, kan ses som ett bidrag till denna längre och mer avgörande studie av behovet av att reformera mekanismerna i Sverige för att uppnå finansiell stabilitet. Kommitténs mandat och uppdrag omfattar mycket av det vi diskuterar i avsnitt 3 av denna rapport.

Vid sidan om denna kommitté har Riksrevisionen redan gett ut en rapport om de svenska myndigheternas ansvar för och bidrag till finansiell stabilitet, särskilt Riksbankens och Finansinspektionens insatser under åren 2005–2007. Vi fick i ett sent skede av vårt eget arbete tillgång till en engelsk översättning av Riksrevisionens rapport och kan på det hela taget konstatera att vår analys och våra rekommendationer i ganska hög grad sammanfaller med dem som läggs fram av Riksrevisionen. Tydligt är att vi, som vi också redogör för i avsnitt 3 i denna rapport, instämmer i deras huvudrekommendation om att ”regeringen bör se över och förtydliga Riksbankens och Finansinspektionens mandat och verktyg för att säkerställa finansiell stabilitet i vid mening.

Det bör utredas huruvida ett regelverk för så kallad makroprudentiell policy [makrotillsyn] bör utvecklas och vem som i så fall ska ha ansvar för denna.” Vi håller även med om att man, när såväl mekanismer som ansvarsområden har förtydligats, måste fastställa regler om ansvarighet och öppenhet inför riksdagens finansutskott eller något annat parlamentariskt organ. Vi håller vidare med om att de svenska myndigheterna i likhet med många andra länders myndigheter i alltför hög grad var inriktade på bankernas kapitalkvoter i stället för på likviditetsrisker och operativa risker, i synnerhet när det gällde bankernas finansiering i utländsk valuta. I det här sammanhanget finns det, som vi också påpekar, olika åsikter om Riksbankens kommunikation om riskuppbbyggnaden i Baltikum. Det fanns således ett kommunikationsproblem, men vi menar att lösningen i första hand är att fastställa en tydlig fördelning av ansvaret för finansiell stabilitet, snarare än att ändra kommunikationsmetoderna.

3 Finansiell stabilitet

3.1 Krishantering

Trots att krisförebyggande naturligtvis föregår krishantering rent logiskt kommer vi att börja med krishantering, eftersom frågeställningarna kring detta är mer okomplicerade och vi menar att det inte kommer att krävas lika stora institutionella förändringar. Vi klarar alltså av denna fråga innan vi i avsnitt 3.2 går vidare till de mer komplicerade frågeställningarna kring det krisförebyggande arbetet och hur det bör organiseras.

Fram till nu har myndigheterna i allt väsentligt haft tre alternativ om en bank eller en annan finansiell intermediär skulle hamna i trångmål:

- 1) att arrangera ett samgående med en starkare bank eller intermediär, med eller utan något slags statligt finansiellt stöd som lockbete
- 2) att avveckla banken genom sedvanligt konkursförfarande
- 3) att överta förlusterna genom rekapitalisering, antingen genom att köpa bankens aktier eller ta över bankens skulder eller genom ett tillfälligt förstatligande.

Lehman Brothers kollaps var ett dramatiskt exempel på de förödande konsekvenser det kan få när ett systemviktigt finansiellt institut avvecklas. Därför har relevanta myndigheter i så gott som alla länder, och enligt vår uppfattning med rätta, i praktiken varit ytterst ovilliga att välja det andra alternativet. Med det första och det tredje alternativet uppstår emellertid inte bara ett incitament till överdrivet risktagande (s.k. moral hazard) – dvs. att institut blir ”för stora för att få gå omkull”. Eftersom man eventuellt kan behöva använda skattemedel när det gäller det första alternativet, och definitivt kommer att göra det när det gäller det tredje, blir det dessutom en finanspolitisk snarare än en penningpolitisk fråga.¹⁵

Vi menar därför att den svenska praxisen att låta Riksgälden, i stället för Riksbanken, sköta sådana rekapitaliserings- och räddningsaktioner är lämplig. Riksgäldens juridiska befogenheter och förhållande till Riksbanken i samband med sådana aktioner är emellertid fortfarande något oklara.¹⁶ Under den förra

¹⁵ För en bedömning av tillgängliga alternativ, se ”Att hantera en bankkris – lärdomar från Europa”, tal av riksbankschef Stefan Ingves vid Fundación del Pino, 15.4.2010, på Riksbankens webbplats:

<http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=43860>.

¹⁶ Redan innan finanskrisen bröt ut konstaterade Riksbanken: ”Riksbanken har bland annat pekat på bristerna i det svenska regelverket för hantering och avveckling av probleminstitut. Bristerna tydliggjordes av händelserna kring kreditmarknadsbolaget Custodias fallissemang. Det pågår nu ett intensivt arbete i Regeringskansliet som förhoppningsvis leder till en proposition om ny lagstiftning om offentlig administration av banker i kris.” Finansiell stabilitet 2007/2, s. 75. Se även Ingves, ”Behovet av ett starkare regelverk för hantering av banker i kris – en centralbankschef's perspektiv”, tal vid International Bar Associations konferens i Stockholm, 19.5.2008, www.riksbank.se.

bankkrisen i Sverige i början av 1990-talet, då man valde både det första alternativet (Gota Bank slogs senare ihop med nuvarande Nordea) och det tredje alternativet, agerade Bankstödsnämnden, vars befogenheter senare skulle övertas av Riksgälden, enligt extraordinära befogenheter som den fått genom bankstödslagen i december 1992. När krisen var över var en av de viktigaste rekommendationerna i Banklagskommitténs¹⁷ slutbetänkande att man skulle inrätta en ”särskild ordning för rekonstruktion och avveckling av banker”. Så skedde dock inte. När den nuvarande krisen slog till i oktober 2008 blev man därför återigen tvungen att forcera igenom en ny krislag – lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut – för att ge regeringen möjlighet, och ett statsfinansiellt mandat, att hantera alla aspekter av krisen och framför allt sjösätta garantiprogrammet. Det är knappast bästa praxis.

En annan fråga är om och hur de rättstillämpande myndigheterna i Sverige kan agera snabbt för att stänga och avveckla en bank innan den tvingas gå i konkurs. I OECD:s Economic Survey of Sweden (januari 2011) konstaterades t.ex. följande: ”Finansinspektionen kan för närvarande inte direkt inleda ett insolvensförfarande eller samordna en räddningsaktion innan ett institut har förklarats vara insolvent. Även om myndigheterna har vissa redskap till sitt förfogande kan Finansinspektionens begränsade befogenheter göra det svårt att agera snabbt och effektivt när det uppstår problem” (s. 63). Vi är även osäkra på om Riksbanken eller Riksgälden i dagsläget har tillräckliga befogenheter för att agera föregripande om detta krävs för att upprätthålla finansiell stabilitet.

Den internationella debatten har samtidigt gått vidare i ganska snabb takt. Medan man i Sverige ansåg att erfarenheterna från perioden 1990–1992, då fallerande banker först förstatligades tillfälligt och därefter såldes, hade varit ganska positiva med tanke på de alternativ som stod till buds och även erfarenheterna av bankkriser på andra håll, är detta en lösning som väcker starkt motstånd i andra länder, i synnerhet i USA och Storbritannien. När man i dessa andra länder avstod från möjligheten att tillfälligt förstatliga fallerande banker blev man i regel tvungen att skjuta till statliga pengar till dessa banker (s.k. bail out) utan att aktieägarna förlorade sitt aktiekapital eller att obligationsinnehavarna, oavsett om obligationerna var efterställda eller prioriterade, ens behövde bära en del av bördan. Även detta sätt att stötta bankerna har emellertid mött starkt ogillande. De alternativ som i dag står till buds – att avveckla eller använda skattemedel (vare sig det sker genom ett förstatligande eller inte) – upplevs alltså som oacceptabla.

I detta läge är det två idéer som har vunnit alltmer stöd. Den första är att alla systemviktiga finansiella institut ska ha ett slags ”livstestamente”. Livstestamentet ska normalt bestå av två delar (se Huertas 2010 a, b, c och

¹⁷ Se ”Offentlig administration av banker i kris” (SOU 2000:66). En sammanfattning av betänkandet gjordes i Penning- och valutapolitik, 3/2000, Sveriges riksbank. Se <http://www.riksbank.se/templates/Document.aspx?id=4399>.

2011).¹⁸ Den första delen ska vara en återhämtningsplan, där det berörda systemviktiga finansiella institutet måste föreställa sig ett antal akuta påfrestningar, t.ex. att det stängs ute från kapitalmarknaderna, och i varje enskilt fall ange vilka åtgärder man kan vidta för att kunna återhämta sig från en sådan situation. I Sveriges fall antar och *rekommenderar* vi att Finansinspektionen och Riksbanken gemensamt upprättar sådana livstestamenten för alla systemviktiga finansiella institut, inklusive de fyra storbankerna. Bankernas gränsöverskridande struktur skulle naturligtvis försvåra uppgiften avsevärt och göra det nödvändigt att involvera ett tillsynskollegium av berörda myndigheter, men det finns som tur är en stark samarbetsanda i Norden.

Den andra delen skulle vara en förhandsöverenskommelse om de strukturella förändringar som kan behöva göras för att minska kostnaderna för avveckling om återhämtningsplanen inte räcker till. Det skulle bland annat handla om att se till att IT-tjänsterna kan fortsätta utan avbrott, att det finns en plattform för väsentliga data och att institutets juridiska struktur inte försvårar en ordnad avveckling. För mer information, se Huertas (ibid.). En process för ordnad avveckling behandlas även i Dodd-Frank Act, där det inrättas en ny myndighet – Orderly Liquidation Authority (OLA) – med starka avvecklingsbefogenheter (se Acharya m.fl. *Regulating Wall St* [New York: NYU], 2010, kapitel 8, s. 223–231). I Sverige, som är så mycket mindre än USA, skulle det vara ineffektivt att vid sidan om Riksgälden inrätta en ny, självständig myndighet som nästan alltid skulle vara inaktiv. Även här antar och *rekommenderar* vi därför att Finansinspektionen och Riksbanken tar hand om detta gemensamt och hänsyn återigen tas till den gränsöverskridande aspekten i denna övning.

Den andra idén som övervägs för närvarande är om avveckling ska undvikas genom att en del av, eller hela, förlustbördan överförs från skattebetalarna till obligationsinnehavarna, antingen genom någon form av ”bail-in” eller genom villkorade konvertibler (*contingent convertible bonds* eller *co-co bonds*). För en mer ingående beskrivning av dessa förslag hänvisas till IMF Staff Discussion Note, 25 januari 2011, om ”Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features”. Mycket arbete återstår när det gäller dessa idéer. Man måste bland annat bestämma om ”bail-in”-möjligheten ska fastställas på förhand i prospektet, så att det blir fråga om ett slags villkorad konvertibel, eller om det ska vara något som myndigheterna har rätt att besluta om.

¹⁸ Huertas, T.F. (2010a) *Crisis: Cause, Containment and Cure*, (London: Palgrave Macmillan). Huertas, T.F. (2010b) ”Living Wills: How Can the Concept be Implemented?”, anförande vid Conference Cross-Border Issues in Resolving Systemically Important Financial Institutions, Wharton School of Management, University of Pennsylvania, Philadelphia, 12 februari. Huertas, T.F. (2010c) ”Improving Bank Capital Structures”, uppsats framlagd vid LSE Financial Markets Group seminarium om Modigliani-Miller in Banking, 18 januari, tillgänglig på http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2010/0118_th.sht ml. Huertas, T.F. (2011) ”Barriers to Resolution”, diskussionsutkast, Financial Services Authority, Storbritannien.

ta om i efterhand. I det sistnämnda fallet skulle obligationsinnehavarna behöva någon form av skydd mot att myndigheterna missbrukar denna rättighet, och man skulle förmodligen vara tvungen att tydligt fastställa parternas rättigheter och skyldigheter i lag. Detta tillvägagångssätt kan dessutom få oförutsedda negativa konsekvenser. Marknadens reaktioner på den här typen av förslag har redan tydligt visat att förslagen kan skapa större osäkerhet (bland obligationsinnehavare), öka smittspridningen och förvärra skuldutvecklingen när svårigheter väl uppstår.

Förutom att obligationsinnehavarna skulle få bära en del av kostnaderna för rekapitalisering uppstår dessutom frågan om det skulle vara möjligt eller nödvändigt att kräva att bankerna försäkrade sig mot kostnaderna för fallissemang, inklusive utbetalningar inom ramen för insättningsgarantisystemet, genom att betala en skatt eller avgift. Det skulle antingen kunna ske i förväg (ex ante), och i någon mån vara avhängigt av den enskilda bankens riskprofil, eller ske i efterhand (ex post).¹⁹ Denna fråga diskuteras också fortfarande, även om bankbeskattning på senare tid snarare har nämnts som ett sätt att motverka alltför höga ersättningar än som en metod att försäkra mot bankfallissemang.

Dessa nya idéer har emellertid fått stort utrymme i internationella forum och kommer helt säkert att diskuteras inom EU, kanske i Europeiska systemrisknämnden (ESRB), liksom i Baselkommittén för banktillsyn (BCBS) och Financial Stability Board (FSB). Vi menar att det är tämligen troligt att alla utvecklade (europeiska) länder kommer att uppmuntras att under de närmaste åren genom ett parlamentsbeslut införa en särskild avvecklingsordning som mycket väl kan ha inslag av såväl livstestamenten som bail-in-lösningar. Vi tror att Sverige kommer att behöva göra detta som ett led i ett europeiskt eller internationellt initiativ på detta område och *rekommenderar* att de relevanta svenska myndigheterna inrättar en beredningsgrupp med företrädare för Finansdepartementet, Riksgälden och Riksbanken (och eventuellt, men inte nödvändigtvis, Finansinspektionen) för att gå vidare med detta arbete och utarbeta nödvändig lagstiftning.

¹⁹ I sitt tal inför IBA 19.5.2008 (ibid. s. 8) konstaterade riksbankschef Stefan Ingves följande: ”Tricket är att få bankerna att internalisera kostnaderna för garantin, inte på branschnivå utan på den enskilda bankens nivå. Det sker genom att ett statligt administrerat system inrättas till vilket alla banker betalar in en avgift som står i relation till deras risker, på ungefär samma sätt som i en vanlig försäkring.

Det är visserligen fortfarande staten som står [för] risken i händelse av ett stort fallissemang. Men i detta system får staten vederbörlig kompensation för detta. Och finansieringen är robust. Om denna lösning skulle införas allmänt skulle det också leda till mer likvärdiga konkurrensvillkor mellan banker från olika länder som delvis konkurrerar på samma marknader. Jag hoppas därför att förslaget får mer uppmärksamhet internationellt än det hittills har fått.”

3.2 Krisförebyggande

3.2.1 Riksbankens nuvarande roll

När det gäller Riksbankens mandat för finansiell stabilitet är riksbankslagen (1988:1385) inte särskilt utförlig. Det enda som sägs är: ”Riksbanken skall också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende” (1 kap. 2 § tredje stycket) och ”För att främja betalningssystemets funktion får Riksbanken bevilja deltagarna i systemet kredit” (6 kap. 7 § andra stycket). Den enda särskilda rättighet som Riksbanken ges genom denna lag (förutom möjligheten att ge krisdrabbade banker nödkrediter) är att man får anmoda finansiella institut att lämna vissa uppgifter (6 kap. 9 §).

I praktiken har Riksbanken tolkat sitt ansvar att främja ”ett säkert och effektivt betalningsväsende” i en vidare mening som att man ska ”främja stabilitet i det finansiella systemet” och som att detta ansvar delas med andra offentliga myndigheter: Finansinspektionen, Riksgälden och Finansdepartementet. En mycket viktig del av vår diskussion blir att granska ansvarsfördelningen mellan dessa olika institutioner.

När det gäller krisförebyggande har Riksbankens roll fram till nu varit begränsad till att samla in och analysera information om det svenska finansiella systemets stabilitet och att presentera dessa analyser i sin rapport Finansiell stabilitet, som ges ut två gånger om året, samt via andra kanaler, t.ex. i de anföranden som direktionsledamöterna regelbundet håller.

Riksbanken tycks ha lyckats tämligen väl i detta arbete.²⁰ Särskilt under åren 2005–2007 pekade man i Finansiell stabilitet tydligt på riskerna med två svenska bankers stora kreditexponering i Baltikum. (Se bilaga 1.)

I rapporterna pekade man helt korrekt även på riskerna med att de svenska storbankerna var beroende av dollarupplåning på kapitalmarknaderna. Som vi kommer att se i det följande hade Riksbanken emellertid inte något regleringsverktyg för att tygla de svenska bankernas agerande i detta avseende, alldeles oavsett om man i så fall skulle ha använt det mot affärsbankernas låneexpansion i Baltikum eller inte. Det är svårare att etablera en policykultur om man inte har några befogenheter eller verktyg att ta till.

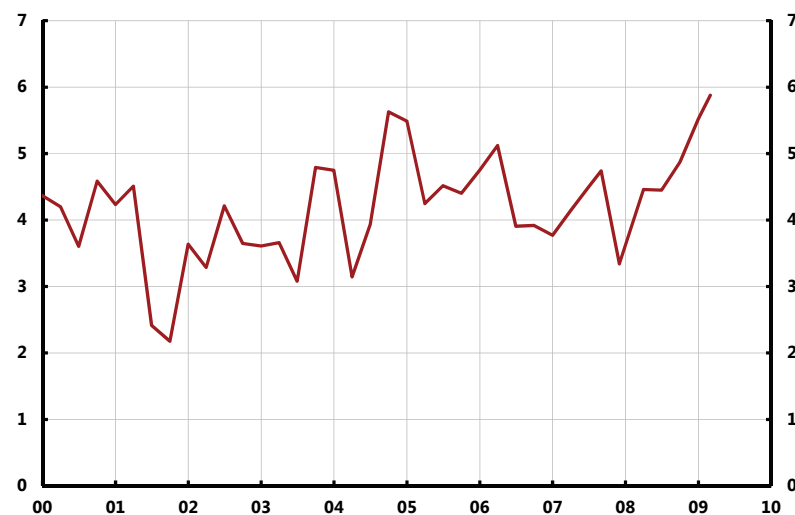
Riksbanken gjorde även ett bra jobb när det gällde att analysera stabiliteten i de svenska bank- och finanssystemen. Man gjorde bland annat regelbundna noggranna utvärderingar av kapital- och likviditetssituationen i de svenska storbankerna och av deras motpartsexponeringar (för att bedöma spridningsrisken), och man genomförde regelbundna stresstester. Riksbanken har inte minst tagit fram en intressant metod för att analysera stora motpartsriskers betydelse för de fyra svenska storbankerna. Sedan 1999 är dessa banker skyl-

²⁰ Se t.ex. Christensson, Spong och Wilkinson (2010) ”What can financial stability reports tell us about macro-prudential supervision?”, Working Paper, Federal Reserve Bank of Kansas City. Författarna jämför riskbedömningarna i rapporterna om finansiell stabilitet i fem europeiska länder: Nederländerna, Norge, Spanien, Sverige och Storbritannien. Deras slutsats är att Riksbanken klarade sig ganska bra i detta avseende.

diga att rapportera bruttoexponeringar mot de största motparterna samt alla metoder de använder för att minska riskerna (t.ex. krav på säkerheter, köp av marknadsskydd såsom CDS eller nettningsavtal med motparterna). Därefter testas storbankernas balansräkningar genom att en av dem antas falla och förlusterna dras från deras primärkapital. Följande diagram visar den lägsta primärkapitalrelationen bland de tre överlevande bankerna för varje kvartal från första kvartalet 1999 till tredje kvartalet 2007. Det ger en bra bild av hur mycket spridningsrisken kan variera i ett så koncentrerat banksystem som det svenska.

Diagram 3:1 Den lägsta primärkapitalrelationen hos en av de fyra svenska storbankerna givet att en annan svensk storbank ställt in sina betalningar

Procent



Källa: Riksbanken Finansiell stabilitet 2009:1.

Det som bekymrar oss mest är att Riksbanken, trots att man lyckades upptäcka uppbyggnaden av allvarliga risker, inte hade några befogenheter att stoppa denna utveckling. Detta konstateras också i rapporten "Riksbanken och finansiell stabilitet 2010" (s. 13): "I det förebyggande arbetet har Riksbanken enligt lagen inga tvingande verktyg för att påverka aktörerna i det finansiella systemet. I stället verkar Riksbanken i första hand genom att [...] uppmärksamma på och varna för risker och händelser som kan innebära hot mot den finansiella stabiliteten."

Den hypotetiska makt som ligger i den här typen av informella påtryckningar (eller *moral suasion*) kan ibland vara otillräcklig för att tygla de finansiella institutens eventuellt vidlyftiga agerande. I samma publikation påminner Riksbanken t.ex. om att man redan 2005 varnade för vissa svenska bankers alltför stora utlåning i Baltikum, men att detta inte hade någon effekt: "Ett tydligt exempel på denna problematik är den senaste ekonomiska ned-

gången i de baltiska länderna där svenska banker bedrev en expansiv utlåning. Redan 2005 varnade Riksbanken i rapporten Finansiell stabilitet att denna utveckling kunde bli ohållbar. Trots att tonläget skärptes i efterföljande rapporter fick denna och andra liknande åtgärder inte avsedd effekt.”²¹ Varningarna åtföljdes i ärlighetens namn inte av några konkreta rekommendationer till Finansinspektionen om vilka korrigerande åtgärder som borde vidtas.

I publikationen ”Riksbanken och finansiell stabilitet 2010” hävdas att ”åtgärder av mer kraftfullt slag [skulle] ha krävts för att undanröja den hotbild för stabiliteten i det svenska finansiella systemet som höll på att växa fram i och med bankernas engagemang i de baltiska länderna”. Det är en fråga som vi ska titta närmare på.

Riksbanken får i likhet med andra centralbanker även tillföra likviditet och ge nödkrediter till banker i trångmål, en befogenhet som fastställs uttryckligen i riksbankslagen (1988:1385). I 6 kap. 7 § andra stycket sägs närmare bestämt: ”För att främja betalningssystemets funktion får Riksbanken bevilja deltagarna i systemet kredit under dagen. Kredit får endast beviljas mot betryggande säkerhet.” Och vidare i 6 kap. 8 §: ”Om det finns synnerliga skäl får Riksbanken i likviditetsstödande syfte på särskilda villkor bevilja kredit eller lämna garanti till sådana bankinstitut och svenska företag som står under tillsyn av Finansinspektionen”. Så skedde också hösten 2008 när Carnegie Investment Bank AB fick allvarliga problem. Den 28 oktober utökade Riksbanken den kredit på 1 miljard kronor som Carnegie beviljats till 5 miljarder kronor (det faktiska lånet kom att uppgå till 2,4 miljarder kronor). Beslutet motiverades i ett offentligt uttalande med att: ”Både Riksbanken och Finansinspektionen bedömer att Carnegie är solid men den pågående finansiella krisen har skapat likviditetsproblem.” Riksbankens lån ersattes senare av ett stödlån från Riksgälden, men den 10 november 2008 tog Riksgälden över Carnegie sedan Finansinspektionen dragit in dess banktillstånd. Den svenska regeringens beslut om ett sådant (tillfälligt) förstatligande motiverades av att man ville undvika en avveckling som skulle orsaka störningar i hela det finansiella systemet och – med största sannolikhet – en konkurs, samtidigt som man ville minimera kostnaderna för skattebetalarna. I lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut fastställs under vilka omständigheter Riksgälden

²¹ Se t.ex.: ”Som tidigare utgör den kraftiga tillväxten i de baltiska länderna en viss risk. I och med att de baltiska länderna blir allt viktigare för några av de svenska storbankerna, framför allt på intäktsidan, blir också konsekvenserna större om tillväxten i de baltiska länderna skulle avta”. Finansiell stabilitet 2005:2, Riksbanken.

”De svenska bankerna är alltmer aktiva i de baltiska länderna, med såväl företags- som hushållskrediter. Kreditstillväxten i dessa länder har emellertid utvecklats i en takt som inte är långsiktigt hållbar. Den ekonomiska situationen i de baltiska staterna förtjänar därför extra uppmärksamhet.

”... Riksbanken vill återigen uppmärksamma risken med den snabba utlåningstillväxten i de baltiska länderna. Risken förstärks av att en stor del av utlåningen sker i euro vilket medför att vissa låntagare bär en valutarisk. I SEB och Swedbank, som har störst exponering av storbankerna, utgör verksamheterna i de baltiska länderna en allt större del av de totala rörelseresultaten – cirka 14 respektive 16 procent under resultatperioden”, Finansiell stabilitet 2006:2, Riksbanken.

får ge nödkrediter till banker i trångmål och framför allt ställa statliga garantier för delar av bankens skuldförbindelser. Riksbankens nödkrediter är emellertid inte helt skyddade mot risken att den bank som mottagit stöd ställer in sina betalningar.

Vi anser mer generellt att den svenska lagstiftningen inte är tillräckligt utförlig när det gäller exakt under vilka omständigheter Riksbanken får ge nödkrediter till finansiella institut med likviditetsproblem, i synnerhet eftersom det i dagens internationella sammanhang verkar troligt att man kommer att införa nya verktyg för makrotillsyn. Det är t.ex. inte säkert att systemviktiga finansiella institut står under Finansinspektionens tillsyn. Eftersom dessa systemviktiga finansiella institut måste kunna få nödkrediter av Riksbanken är det nödvändigt att ändra riksbankslagen²². Enligt 6 kap. 8 § riksbankslagen får Riksbanken ge nödkrediter, även om det krisdrabbade institutet inte har betryggande säkerhet, om det finns synnerliga skäl. Vi *rekommenderar* att det i en ny riksbankslag anges exakt vad som kan utgöra sådana ”synnerliga skäl” och hur potentiella förluster ska fördelas. Det måste slutligen även säkerställas att sådana nödkrediter är förenliga med EU:s lagstiftning, i synnerhet med reglerna om statligt stöd.

Vi *rekommenderar* att riksbankslagen revideras för att utvidga och förtydliga under vilka omständigheter Riksbanken får ge nödkrediter.

Även om det är bra att det är möjligt att ge likviditetsstöd är det långt ifrån tillräckligt för att förhindra kriser. En viktig begränsning är att stödet ibland kan komma i konflikt med penningpolitikens mål att uppnå prisstabilitet, trots att nödkrediterna i allmänhet ”steriliseras” (genom åtgärder för att dra in likviditet). Stödet kan inte heller lösa solvensproblem och har slutligen ingen inverkan på bankernas tendens att låna ut för mycket under högkonjunkturer, vilket är en av orsakerna till att det behövs en makrotillsyn, vilket vi ska förklara närmare nedan.

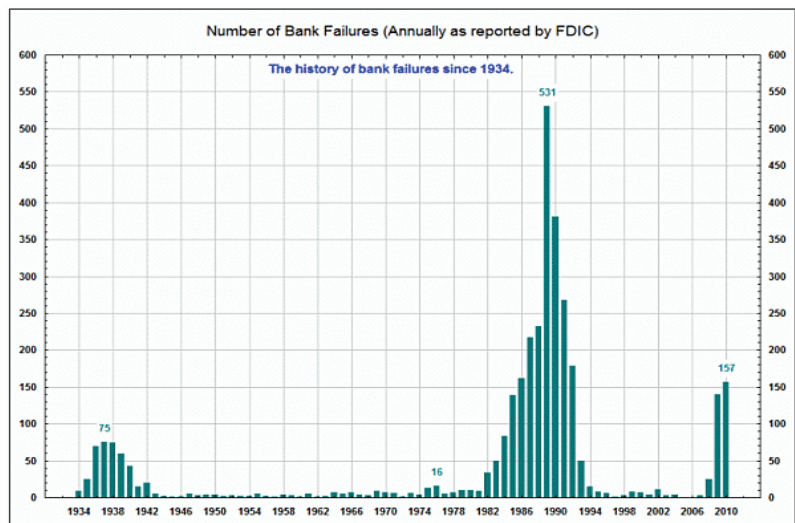
²² Enligt riksbankslagen måste en krisdrabbad bank ställa ”betryggande säkerhet” för att få kredit under dagen. Så är inte fallet när det gäller nödkrediter. (Vi tackar Lars Frisell för hans förtydligande av detta.)

3.2.2 Syftet med makrotillsyn

En av de viktigaste lärdomarna av subprimekrisen var att den traditionella regleringen och tillsynen av banker, med dess inriktning på stabiliteten i enskilda institut (mikrotillsyn), var otillräcklig. Det finns i grunden tre skäl till detta: bankkriser, finansiella cykler och systemviktiga finansiella institut.

Låt oss börja med bankkriser. Bankfallissemang är inte isolerade händelser. De inträffar för det mesta i kluster, vilket beror på den starka korrelationen mellan bankernas tillgångar och det starka ömsesidiga beroendet när det gäller bankernas skulder. Detta framgår av diagrammet nedan som visar antalet bankfallissemang per år i USA under perioden 1934–2010. Siffran är i regel mycket låg (mindre än tio) men steg till höga nivåer under tre perioder: 1936–1940, 2008–2010 och allra mest 1983–1993, under den så kallade ”savings and loans”-krisen.

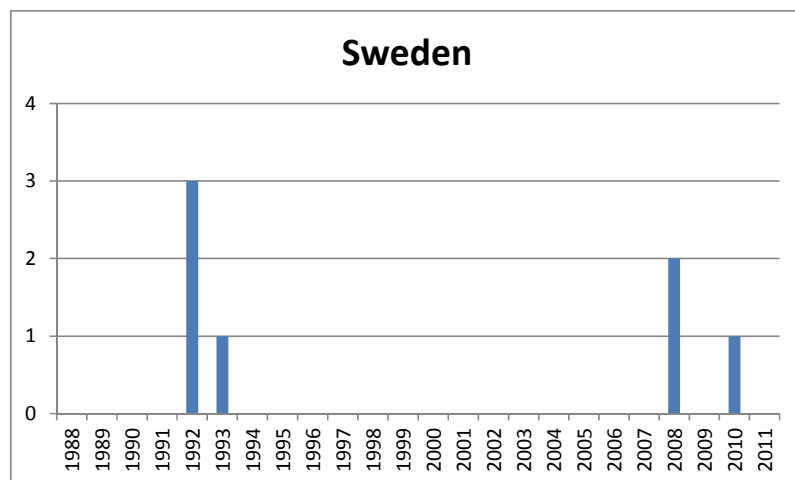
Diagram 3:2 Antal bankfallissemang per år (rapporterat av FDIC) under perioden från 1934 till 2010



Källa: <http://thebankwatch.com/2009/07/04/us-bank-failure-tracker-1934-2009/>.

Mönstret är ungefär detsamma i Sverige:

Diagram 3:3 Avvecklingar av svenska banker under perioden från 1988 till 2010



Källor: Riksbanken och IMF (Drees and Pazarbaşıoğlu, 1995, "The Nordic Baltic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization?" IMF Working Paper, WP/95/61).

1992: Nordbanken får stora problem. Staten köper alla utestående aktier och delar upp banken i en bra bank och en dålig bank (Securum).

1992: Den svenska regeringen beslutar att ge Första sparbanken ett lån på flera miljarder med förmånliga räntor samt lånegarantier till ett värde av flera miljarder.

1992: Staten övertar alla Gota Banks åtaganden, förutom dem som tillhör moderbolaget (Gota AB) som försätts i konkurs. Även Gota Bank delas upp i en bra bank och en dålig bank (Retriva).

2008: Till följd av att den isländska staten tar över Kaupthing ger Riksbanken Kaupthing Bank Sverige AB likviditetsstöd på särskilda villkor.

2008: Riksbanken ger Carnegie Investment Bank AB likviditetsstöd på särskilda villkor. Riksgälden tar över Carnegie Investment Bank AB och Max Matthiessen Holding AB.

I augusti 2010 drar Finansinspektionen in HQ Banks banktillstånd och ansöker om att banken ska försättas i likvidation. I september 2010 får Carnegie Investment Bank AB (publ) tillstånd att förvärva aktierna i HQ Bank.

Man kan alltså inte bara fokusera på sannolikheten att enskilda banker kommer att falla. Syftet med regelverket måste även vara att begränsa sannolikheten och kostnaderna för bankkriser, även om de utan tvivel kommer att uppstå igen.

Det andra argumentet för makrotillsyn är de finansiella cyklerna. I teorin borde det finansiella systemet bidra till att dämpa reala störningar. I praktiken gör det precis tvärtom. Banker tenderar att låna ut för mycket när tiderna är goda (kreditexpansioner) och för lite när tiderna är dåliga (kreditstramningar). Diagrammen i slutet av detta avsnitt (som har hämtats från IMF:s internationella finansstatistik från 2000) visar att fluktuationerna i den reala utlå-

ningen är starkt korrelerade med BNP-cykler i Sverige och de andra nordiska länderna (liksom i de flesta utvecklade länder) men att de är mer volatila.

Detta fenomen leder till en överdriven volatilitet i utlåning och tillgångspriser, vilket i sin tur kan ge upphov till bubblor och därefter, när konjunktureren vänder, till en spiral av utförsäljningar av tillgångar och fallande priser. Det finns ännu ingen fullständig konsensus bland nationalekonomer om själva grundorsakerna till dessa finansiella cykler, men många av dem²³ anser att de beror på någon form av externalitet. Tanken är att företagen när de bestämmer hur stora lån de behöver, och bankerna när de bestämmer storleken på sin utlåning, inte tar hänsyn till vilka effekter detta får på det finansiella systemets sårbarhet och risken att det uppstår bubblor (när tiderna är goda) eller spiraler av utförsäljningar och fallande priser (när tiderna är dåliga).

Det kan i förbigående nämnas att det mest populära verktyget för mikrotillsyn (dvs. för tillsynen över enskilda institut) – dvs. kapitalkraven – i sig är procykliskt och alltså tenderar att förstärka de finansiella cyklerna. Anta t.ex. att ett land går in i en lågkonjunktur. Antalet fallissemang och förlustgraden vid fallissemang kommer sannolikt att öka och därmed orsaka oförutsedda förluster för bankerna, vars kapital kommer att minska och kanske rentav bli lägre än det lagstadgade kravet för de sämst kapitaliserade bankerna. Eftersom det är svårt och kostsamt att ge ut nya aktier under en lågkonjunktur kommer dessa banker att vara tvungna att minska sin utlåning, vilket normalt kommer att drabba små och medelstora företag. Detta kommer i sin tur förmodligen att leda till att aktiviteten i hela ekonomin mattas av ytterligare och därigenom förstärka de ursprungliga negativa störningarna. Riskviktade kapitalkrav av det slag som rekommenderas i Basel II är ännu mer procykliska eftersom vissa av riskvikterna baseras på konkurssannolikheter och förlustgrader vid fallissemang, vilka stiger under en lågkonjunktur. Detta leder till att kapitalkravet enligt Basel II sjunker av två orsaker: dels minskar täljaren (det lagstadgade kapitalet) precis som i Basel I, dels stiger nämnaren (de riskviktade tillgångarna).²⁴ I sina nya rekommendationer (kallade Basel III) föreslår Baselkommittén därför att det införs kontracykliska buffertar. Vi ska i det följande diskutera de tillämpningsproblem som sådana kontracykliska mekanismer kan ge upphov till.

Ett annat argument för att man bör sätta igång med makrotillsyn är att det finns systemviktiga finansiella institut. En del finansiella institut spelar i själva verket en viktig roll i väsentliga delar av det finansiella systemet: i

²³ Se t.ex. Bianchi and Mendoza, (2010) "Over-borrowing, Financial Crises and Macro-prudential Taxes", NBER Working paper 16091, Stein (2010) "Monetary Policy as Financial Stability Regulation", Working Paper, Department of Economics, Harvard University och Jeanne and Korinek, (2010) "Managing Credit Booms and Busts: A Pigouvian Taxation Approach", Working Paper, Johns Hopkins University.

²⁴ Rent erfarenhetsmässigt tycks denna ytterligare procyklikalitet till följd av riskvikternas variation under konjunkturcykeln inte vara betydande. Detta kan bero på att man i storbankernas interna modeller ofta beräknar konkurssannolikheten över långa tidsrymder och fastställer ett genomsnitt över konjunkturcykeln, vilket naturligtvis begränsar procyklikaliteten.

betalningssystemet, på penningmarknader, på aktie- och obligationsmarknader, på derivatmarknader samt i system för clearing och avveckling av värdepapper.

Om ett sådant systemviktigt finansiellt institut fallerar får det förmodligen negativa följder för dessa väsentliga delar av det finansiella systemet och skapar därmed ännu en negativ externalitet. Eftersom de inser att de inte utan vidare får falla kan sådana systemviktiga finansiella institut kallt räkna med att de kommer att räddas även om de gör stora förluster. Detta leder till ett moral hazard-problem, dvs. att det finns ett incitament till överdrivet risktagande. Aktieägare kan uppmuntra ledningen att ta onödigt stora risker eftersom de kalkylerar med att staten kommer att undsätta dem om de får finansiella problem. Sådana institut måste därför stå under noggrann övervakning, även om de inte omfattas av systemet med insättningsgarantier. Detta talar dessutom för att makrotillsynsmyndighetens ansvarsområde inte bara bör omfatta banker i traditionell bemärkelse, utan även andra finansiella institut som bedöms vara systemviktiga.

Förekomsten av sådana externaliteter och andra former av marknadsmisslyckanden räcker inte i sig för att motivera ett myndighetsingripande. Kostnaderna för sådana ingripanden måste vägas mot de potentiella positiva effekterna. Innan man gör en sådan kostnads-intäktsanalys måste det emellertid klart och tydligt fastställas vilka verktyg som kan användas för makrotillsynen. Detta är en av uppgifterna för de systemrisknämnder som nyligen har inrättats på båda sidor av Atlanten: Financial Stability Oversight Council i USA, som inrättades genom Dodd-Frank Act i juli 2010, och, vilket är mer relevant för Sveriges vidkommande, Europeiska systemrisknämnden (ESRB), som inrättades av EU i september 2010 och i vilken Riksbanken kommer att delta²⁵. Europeiska systemrisknämnden ska ansvara för "övervakningen och bedömningen av potentiella hot mot den finansiella stabiliteten". Vi ska nu diskutera de verktyg som kan användas i samband med makrotillsyn.

3.2.3 Verktyg för makrotillsyn²⁶

Även om det fortfarande är mycket ovisst exakt vilka verktyg de nya makrotillsynsmyndigheterna kommer att ha till sitt förfogande kommer de framtida

²⁵ Finansinspektionen kommer också att delta, i likhet med andra myndigheter som sköter mikrotillsynen, men kommer inte att ha rösträtt.

²⁶ För mer information om dessa verktyg, se t.ex. Barrell, R. (2010) Financial regulation and the European policy architecture, NIER REVIEW nr 214, Borio, C. (2003): "Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?", CESifo Economic Studies, vol 49, nr 2/2003, Borio, C. (2009): "Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision", Financial Stability Review, Banque de France, september 2009, Borio, C., Furfine C. och Lowe P. (2001): "Procyclicality of the financial system and financial stability issues and policy options", BIS Papers, nr 1, mars, s. 1–57, Brunnermeier, M., Crockett A., Goodhart C., Hellwig M., Persaud A. och Shin H. (2009): "The fundamental principles of financial regulation", Geneva Reports on the World Economy, nr 11, och Goodhart, C. (2010) "The Emerging New Architecture of Financial Regulation".

reformerna förmodligen att kunna sorteras in i någon av följande tre kategorier:

- De verktyg som traditionellt används i samband med mikrotillsyn (av enskilda institut)²⁷ förstärks för att förebygga systemrisker – t.ex. genom att det införs ytterligare kapitalavgifter för systemviktiga finansiella institut.
- Ansvar för befintliga verktyg omfördelas mellan myndigheterna.
- Nya verktyg införs och det fattas beslut om vilken myndighet som ska kontrollera deras användning.

När det gäller den första kategorin (att kapitalkraven t.ex. skärps för systemviktiga finansiella institut) blir den självklara följdfrågan om kontrollen över dessa verktyg ska ligga hos Finansinspektionen, som redan kontrollerar deras tillämpning i syften som rör den finansiella stabiliteten, eller hos Riksbanken, som förmodas vara ansvarig för stabiliteten i hela systemet. Ett argument som talar för den första lösningen är att Finansinspektionen redan har den expertis och den personal som krävs för att utöva tillsyn över banker och försäkringsbolag. Ett annat, närliggande, argument är att man genom att låta Finansinspektionen ansvara för dessa verktyg undviker en ineffektiv överlappning av tillsynsinsatser. Det finns emellertid också två motargument som snarare stöder den andra lösningen. Det första är att det kan hända att en del systemviktiga finansiella institut ligger utanför Finansinspektionens nuvarande ansvarsområde (t.ex. betalningssystemet RIX).²⁸ Om Finansinspektionen skulle få i uppdrag att ansvara för de traditionella mikrotillsynsverktygens användning i samband med makrotillsynen skulle dess ansvarsområde därför behöva utvidgas väsentligt. Riksbanken har dessutom redan den analyskompetens och personal som krävs för att bedöma stabiliteten i det svenska finansiella systemet. Den första lösningen (att Finansinspektionen skulle kontrollera tillämpningen av särskilda kapitalkrav för systemviktiga finansiella institut) skulle därför kräva en avsevärd förstärkning av Finansinspektionens personal och budget så att man kan övervaka fler institut och bedöma systemstabiliteten, en uppgift som alltså redan utförs av Riksbanken.

Samma argument gäller även den andra kategorin reformer (att ansvaret för de befintliga verktygen omfördelas mellan myndigheterna). Ta t.ex. Finansinspektionens beslut i maj 2010 om att införa ett bolånetak på 85 procent (över vilket en straffavgift skulle tillämpas). Som vi kommenterade i inledningen motiverade Finansinspektionen sitt beslut med att man ville skydda enskilda låntagare mot utmätningar, men att sätta en gräns för belåningsgraden kan även vara ett effektivt sätt att förebygga systemrisker och därmed

²⁷ Vi diskuterar inte den förstärkning av de traditionella verktygen för mikrotillsyn som bland annat föreslås i Basel III-överenskommelsen (mer och bättre kapital, tak för skuldsättningsgrad, likviditetskvoter etc.), eftersom dessa verktyg står helt under Finansinspektionens kontroll. Vår diskussion är inriktad på hur dessa verktyg kan användas för makrotillsyn.

²⁸ En svår uppgift för de myndigheter som ska ansvara för den nya makrotillsynen (vare sig ansvaret kommer att ligga inom Riksbanken eller inte) blir att fastställa exakt vilka de systemviktiga finansiella instituten är.

vara ett lämpligt verktyg för makrotillsynen. Då måste beslutet om och när detta verktyg ska tillämpas dock baseras på makrofinansiella modeller som gör det möjligt att bedöma stabiliteten i det svenska finansiella systemet som helhet. Sådana modeller är Riksbankens, snarare än Finansinspektionens, område. Vi vill av detta, och andra, skäl därför *rekommendera* att rätten att besluta om begränsningar av belåningsgraden överförs från Finansinspektionen till Riksbanken.

Den tredje reformkategorin handlar slutligen om nya verktyg som ännu inte finns. Det som oftast diskuteras i detta sammanhang är de kontracykliska buffertar²⁹ som rekommenderas i framför allt Basel III. Idén bakom dessa buffertar är enkelt uttryckt att banker ska vara tvungna att hålla mer kapital under högkonjunkturer för att ha en extra buffert när konjunkturen vänder. Bankerna skulle därmed tvingas låna ut mindre under högkonjunkturer men uppmuntras att låna ut mer under lågkonjunkturer, vilket skulle bidra till att dämpa konjunktursvängningarna. Den viktigaste frågan när det gäller dessa kontracykliska mekanismer är under vilka förhållanden buffertarna skulle aktiveras respektive deaktiveras. Forskare har i flera artiklar³⁰ undersökt om det skulle vara möjligt att använda automatiska stabilisatorer baserat på trendavvikelse i vissa makroekonomiska indikatorer som BNP-tillväxt eller kreditvolym i förhållande till BNP. Det är emellertid högst osannolikt att sådana automatiska regler skulle gå att tillämpa i praktiken, eftersom kapitalkraven så gott som alltid skulle variera om de skulle baseras på någon komplicerad formel. Den typen av regler skulle förmodligen både vara för enkla för att vara effektiva och för komplicerade för att vara tydliga och inte kunna manipuleras. Men besluten kan inte heller överlåtas åt en enskild tillsynsansvarig tjänsteman, oavsett dennes kompetens och integritet. En naturlig kompromiss mellan dessa två ytterligheter – reglering kontra godtycke – skulle vara att det inrättades en ”kommitté inom finansiell stabilitet” (hädanefter stabilitetskommitté) som får i uppdrag att besluta om det är nödvändigt att ändra kapitalkraven (eller andra kvantitativa verktyg, t.ex. belåningsgraden) för banker och systemviktiga finansiella institut. En sådan kommitté kan arbeta på ungefär samma sätt som den penningpolitiska kommittén. Ordinarie sammanträden kan hållas regelbundet (och extraordinarie sammanträden kunna sam-

²⁹ Dessa kontracykliska buffertar kommer till stor del att vara utbytbara mot de kapitaltillägg som finansiella tillsynsmyndigheter får införa inom ramen för den andra pelaren i Basel II. Finansinspektionen planerar att offentliggöra dessa kapitaltillägg för att göra tydlig åtskillnad mellan dessa och de kontracykliska buffertarna i Basel III. Detta kan ha vissa nackdelar. Denna utbytbarhet mellan verktyg för att förebygga risker på institutnivå (mikronivå) respektive systemnivå (makronivå) visar under alla omständigheter att det behövs en kommitté för finansiell stabilitet med ledamöter från de olika berörda institutionerna (i Sveriges fall Finansinspektionen och Riksbanken) som kan avgöra eventuella konflikter mellan dem.

³⁰ I artikeln ”Mitigating the Pro-cyclicality of Basel 2”, jämför Repullo, Saurina och Trucharte (2009) olika metoder att minska Basel II:s procykliska effekt. De bedömer utifrån spanska data för perioden 1987–2008 att det bästa alternativet är att antingen jämna ut indata i Basel II-formeln med hjälp av konkurssannolikheten (PD) över konjunkturcykeln eller att jämna ut utdata med en multiplikator baserad på BNP-tillväxten. Deras slutsats är att det sistnämnda är bättre i fråga om enkelhet, tydlighet och överensstämmelse med bankernas riskprissättnings- och riskhanteringssystem.

mankallas vid behov), under vilka kommitténs ledamöter genom omröstning beslutar om de verktyg för makrotillsyn som diskuteras ovan behöver ändras. Stabilitetskommittén kan även fastställa vilka finansiella institut som ska betraktas som systemviktiga. Expertis och stöd kan tillhandahållas av Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet, som i synnerhet skulle ha ansvar för att ta fram kalibrerade modeller över det svenska finansiella systemet som tillsammans med befintliga stresstestmetoder gör det lättare för kommitténs ledamöter att fatta beslut om verktyg för makrotillsyn. Stabilitetskommitténs sammansättning skulle spegla behovet av att samordna dess agerande med andra myndigheter som är involverade i stabilitetsarbetet: Finansinspektionen, Riksgälden och Finansdepartementet. Vi *rekommenderar* att myndigheterna överväger att inrätta en sådan stabilitetskommitté.

En annan fråga är om, och i så fall hur, beskattningen av banker bör utnyttjas som ett annat verktyg för makrotillsyn. Direkt reglering av bankers agerande kan i regel ersättas eller kompletteras med skatter som straffar det agerande som myndigheterna vill stoppa. Användningen av skatter och avgifter som ett policyverktyg har bland annat tagits upp av den norska finanskris-kommittén, som offentliggjorde sin rapport i januari 2011. De relativa för- och nackdelarna med att utnyttja beskattningen av banker för att förebygga systemrisker och för andra syften är emellertid ett stort ämnesområde, som vi ansåg låg utanför vårt direkta uppdrag.

Vi ska nu mer ingående diskutera den svåra frågan om hur ansvaret ska fördelas mellan de olika myndigheterna.

3.2.4 Tänkbar ansvarsfördelning mellan myndigheter

Till skillnad från vad som är fallet för penningpolitiken finns det ingen vedertagen modell för centralbankernas stabilitetsuppdrag och hur det ska samordnas med andra myndigheter. I en rapport från BIS nyligen ("Central Bank Governance and Financial Stability", 2010) jämförs stabilitetsuppdragen för 13 centralbanker (däribland Riksbanken), som därefter sorteras in under olika modeller. I princip identifieras fyra tänkbara modeller för organisationen av makrotillsynen:

- 1) Ansvaret för makrotillsynen delas mellan flera myndigheter.
- 2) Det finns en separat myndighet som ansvarar för makrotillsynen.
- 3) Centralbanken ansvarar för makrotillsynen, och det finns en separat myndighet för mikrotillsynen.
- 4) Centralbanken ansvarar för såväl makro- som mikrotillsynen, och det finns en separat tillsynsmyndighet som ansvarar för finansiella produkters säkerhet.

Den första modellen motsvarar i stort sett den reform som planeras i USA och Europa, där en systemrisknämnd³¹ ska samordna flera specialiserade myndig-

³¹ I USA motsvaras detta av Financial Stability Oversight Council (FSOC) och i EU av Europeiska systemrisknämnden (ESRB).

heters agerande. I Sveriges fall rör det sig om Finansinspektionen, Riksgälden, Finansdepartementet och Riksbanken.³² Den första modellen är förmodligen den som skulle kräva minst förändringar jämfört med hur det ser ut i Sverige i dag. Det enda nya skulle vara att systemrisknämndens exakta befogenheter, mandat och styrning skulle fastställas och de nya tillsynsverktygen fördelas mellan de fyra myndigheterna. Varje myndighet skulle ha fullständig kontroll över sina egna verktyg, men systemrisknämnden skulle kunna utfärda rekommendationer för att förhindra konflikter mellan myndigheterna och skulle organisera informationsutbytet för att förbättra samordningen mellan dem. En fördel med detta alternativ är att Riksbanken skulle skyddas mot de anseenderisker och rättsliga risker som är oundvikliga för myndigheter som ansvarar för mikrotillsyn och avveckling. Det skulle finnas en tydlig rågång mellan de penningpolitiska beslut och beslut om nödkrediter som Riksbanken fattar på egen hand, de beslut om verksamhetsbegränsningar och sanktioner för banker som bryter mot reglerna som Finansinspektionen fattar på egen hand, de beslut om stängning eller omorganisation av banker som Riksgälden fattar på egen hand samt de beslut om finanspolitiska stimulansåtgärder och krisstöd till systemviktiga finansiella institut³³ som Finansdepartementet fattar på egen hand. I praktiken skulle en sådan organisation dock inte vara helt problemfri. Man skulle framför allt behöva hantera konflikter mellan de olika myndigheter som ansvarar för olika delar av den finansiella tillsynen. Skulle systemrisknämnden ha rätt att utfärda offentliga rekommendationer, eller skulle interna konflikter hanteras konfidentiellt? Vem skulle stå för systemrisknämndens sekretariatsfunktion? Skulle systemrisknämnden ledas av riksbankschefen, Finansinspektionens generaldirektör eller finansministern?

Den andra modellen skulle kräva att man inrättar en helt ny myndighet, vilket förmodligen är orimligt. Det skulle vara förbundet med en inte försumbar kostnad att inrätta en sådan myndighet och se till att det finns mekanismer som garanterar oberoende och ansvarsutkrävande. De amerikanska erfarenheterna visar dessutom att en komplicerad tillsynsstruktur sannolikt är ineffektiv när det gäller att förebygga och hantera kriser.

Den tredje modellen skulle ha vissa fördelar. Man skulle dra nytta av den expertis och personal som redan finns på Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet och därmed spara resurser och personal. I en färsk rapport av Howell E. Jackson och James S. Reid, Jr ("A Report on the Mandate, Structure and Resources of the Swedish Financial Supervisory Authority", sammanställd för Stockholm Centre for Commercial Law vid Stockholms universitets juri-

³² Det finns redan en överenskommelse mellan dessa fyra myndigheter om samarbete och utbyte av information för att främja finansiell stabilitet och underlätta krishantering. Den systemrisknämnd som skulle inrättas enligt den första modellen skulle i princip utgöras av en permanent struktur för detta samarbete och informationsutbyte.

³³ Vid en systemkris skulle regeringen kunna fatta beslut om likviditets- eller kapitaltillskott till institut som är utsatta för påfrestningar, vilket skulle kräva Riksbankens och Riksgäldens aktiva medverkan men helt och hållet finansieras genom statsbudgeten.

diska institution den 9 november 2010)³⁴ hävdas det att Riksbankens ledande roll i övervakningen av Sveriges finansiella stabilitet åtminstone i viss utsträckning beror på Finansinspektionens rekryteringssvårigheter, en av utmaningarna för Finansinspektionen är att locka till sig och behålla nationalekonomer med finansiell kompetens samt att Riksbanken tack vare sin storlek och sitt övergripande mandat kan behålla en mycket större kritisk massa av nationalekonomiska begåvningar.

Den tredje modellen skulle även stärka Sveriges inflytande i den nyligen inrättade Europeiska systemrisknämnden (ESRB) eftersom riksbankschefen automatiskt har rösträtt i denna organisation, vilket företrädare för Finansinspektionen (och andra nationella myndigheter med ansvar för makrotillsynen) inte har. Huvudargumenten mot att ge Riksbanken det primära ansvaret för makrotillsynen är för det första att det kan komma i konflikt med målen med penningpolitiken eller makrotillsynen och för det andra att det kan ge för mycket makt till en institution (Riksbanken) som inte står under direkt demokratisk kontroll. Medan det andra argumentet är en omdömesfråga, eftersom det i hög grad beror på länders olika särdrag, kan det första argumentet enkelt vederläggas:

- Makrotillsynen kan organiseras genom en stabilitetskommitté som är fristående från den penningpolitiska kommittén och vars mål och verktyg är fristående från de penningpolitiska målen och verktygen. Om det införs lämpliga verktyg för makrotillsynen skulle pressen på att reporäntan ska utnyttjas för andra ändamål än för att uppnå inflationsmålet, dvs. för finansiell stabilisering (den policy som även brukar kallas ”att luta sig mot vinden”), minska betydligt.
- Målkonflikter mellan makro- och makrotillsynen skulle lösas inom stabilitetskommittén, som skulle bestå av högt uppsatta företrädare för Finansinspektionen, Riksgälden och Riksbanken.

Frågan om stabilitetskommitténs sammansättning skulle vara viktig i flera avseenden: för samordningen med andra myndigheter som ansvarar för andra aspekter av den finansiella stabiliteten och för att begränsa Riksbankens befogenheter. Om detta alternativ väljs *rekommenderar* vi att stabilitetskommittén ska bestå av både oberoende ledamöter som valts på grund av sin kompetens och högt uppsatta företrädare för Finansinspektionen, Riksgälden och Finansdepartementet.

Rent konkret kan stabilitetskommittén ledas av riksbankschefen och bestå av en vice riksbankschef med ansvar för finansiell stabilitet, Finansinspektionens generaldirektör, Riksgäldens generaldirektör, en högt uppsatt företrädare för Finansdepartementet och två utomstående ledamöter.

I praktiken skulle denna lösning kunna vara mycket snarlik den i Frankrike och Finland, genom att den organisation som skulle ha beslutanderätt i frågor om makrotillsyn – stabilitetskommittén – skulle vara inhytt hos Riksbanken

³⁴ Rapporten finns på

http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/40_Skrivelser/2011/howells_rapport_final.pdf.

och kunna dra nytta av kompetensen på Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet och få stöd därifrån men ändå drivas som en separat enhet.

Detta alternativ skulle dock förutsätta att man ser över ansvarsfördelningen inom direktionen. Så länge direktionens primära uppgift var att uppnå ett enda mål, dvs. inflationsmålet, vilket i första hand skulle ske genom beslut om räntebanan, var det fullt möjligt och rimligt att alla direktionsledamöter skulle fokusera lika mycket på detta mål som på centralbankens övriga, mer rutinar-tade, uppgifter, som sedelutgivning och betalningsväsendets funktion. Våra förslag innebär att Riksbankens ansvarsområde och uppdrag utvidgas väsentligt genom att målet att upprätthålla finansiell stabilitet ges ökad betydelse samt att en stabilitetskommitté eventuellt inrättas.

Hanteringen av stabilitetsfrågor kommer att kräva en något bredare och delvis annan expertis än den som krävs för de penningpolitiska frågorna. Det måste också finnas någon inom Riksbanken som har förutsättningar och befogenhet att leda stabilitetskommittén i riksbankschefens frånvaro. Vi menar därför att minst en av direktionsledamöterna måste ha en sådan specialiserad roll.

Det tidigare beslutet om att alla direktionsledamöter ska ha exakt samma ställning skulle alltså delvis hävas. Vi menar att Riksbanken är ovanlig, för att inte säga unik, i sitt framhållande av den fullständiga jämlikheten mellan alla direktionsledamöter. När Riksbankens ansvarsområde utvidgas är det ofrånkomligt att denna absoluta jämlikhet kommer att behöva ifrågasättas.

Detta är givetvis en intern fråga för Riksbankens direktion. En möjlighet kan vara att man utser en ledamot av direktionen till vice riksbankschef med särskilt ansvar för stabilitetsfrågor. En annan möjlighet kan vara att återgå till det tidigare systemet med två vice riksbankschefer med särskilt ansvar för finansiell stabilitet respektive penningpolitik. En tredje möjlighet kan vara att varje direktionsledamot får huvudansvaret för någon del av Riksbankens verksamhet.³⁵

Det fjärde alternativet (att Riksbanken ansvarar för både mikro- och makrotillsynen) skulle slutligen innebära vissa fördelar i termer av stordriftsfördelar och synergieffekter. Man skulle undvika överlappande tillsynsinsatser, eftersom den övergripande finansiella stabiliteten naturligtvis, om än inte uteslutande, är beroende av stabiliteten i de enskilda instituten; verktyg som används i samband med mikrotillsyn – t.ex. kapital- och likviditetskrav – är av stor betydelse även för stabiliteten i systemet som helhet. Dessutom skulle det fjärde alternativet ge fördelar i termer av prestige och styrka. Det skulle bli lättare att rekrytera och anställa kvalificerad personal, och det skulle även stärka tillsynsmyndighetens styrka och oberoende i förhållande till banksektorn och olika lobbygrupper. Det skulle dock knappast godtas av den svenska

³⁵ Eftersom detta är en intern fråga för Riksbanken vill vi inte utfärda någon rekommendation, men vi anser att direktionen noggrant bör se över sin organisation och ansvarsfördelning. När direktionsledamöter utnämns bör hänsyn dessutom tas till behovet av att utse åtminstone några ledamöter med särskild expertis på det finansiella stabilitetsområdet.

allmänheten, eftersom det skulle innebära att en institution som inte står under direkt demokratisk kontroll skulle få för mycket makt, inte minst beträffande beslut som rör skattebetalarnas pengar.

Vi skulle därför *rekommendera* att det slutliga valet görs mellan det första och det tredje alternativet. Vilket alternativ som väljs är avhängigt en rad subtila detaljer som rör Sveriges politiska historia, kultur och normer, och vi vill därför ogärna förespråka det ena eller det andra.

3.3 Behöver Riksbankens mandat ses över?

Som vi redan har nämnt är riksbankslagen (1988:1385) inte särskilt utförlig när det gäller Riksbankens mandat inom finansiell stabilitet. Det enda som sägs är att Riksbanken ”vid sidan om det penningpolitiska uppdraget” ska ”främja ett säkert och effektivt betalningsväsende” (1 kap. 2 § tredje stycket). Vi har förstått att ordet ”betalningsväsende” på svenska kan ha en vidare betydelse än engelskans ”payment system” och även förstås som ”finansiellt system”, men vi anser att det är nödvändigt att förtydliga att det är denna vidare tolkning som gäller.

Det är framför allt nödvändigt att ge en mer noggrann definition av begreppen ”makrotillsyn” och ”finansiell stabilitet”. En klassisk definition av ”makrotillsyn” finns i en färsk rapport från Committee on the Global Financial System³⁶: ”Makrotillsynen är inriktad på kopplingar mellan finansiella institut, marknader, infrastruktur och ekonomin i stort. Den kompletterar mikrotillsynens inriktning på riskpositionen i enskilda institut, som till stor del tar det finansiella systemet i övrigt som givet.”

När det gäller definitionen av finansiell stabilitet skulle en bra utgångspunkt kunna vara Riksbankens egen definition³⁷: ”Riksbanken har valt att definiera finansiell stabilitet som att det finansiella systemet kan upprätthålla sina grundläggande funktioner och dessutom har motståndskraft mot störningar som hotar dessa funktioner.” Det kan också vara lämpligt att förtydliga innebörden av de viktigaste begreppen i denna definition.

Med ”det finansiella systemet” avses en mängd olika institut, inte bara affärsbanker. Hit räknas också andra finansiella intermediärer som försäkringsbolag samt finansiella marknader och infrastruktur som betalningssystem och clearing- och avvecklingssystem.

Det finansiella systemets ”grundläggande funktioner” är betalningsförmedling och värdepappershandel, men det ska även allokera sparmedel till kreditgivning och uppnå en optimal riskspridning.

³⁶ ”Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences”, arbetsdokument 38, CGFS.

³⁷ I ”Riksbanken och finansiell stabilitet 2010” som finns på http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/2010/riksbanken_och_finansiell_stabilitet_2010.pdf.

Dessa funktioner kan drabbas av olika typer av ”störningar”: stopp i betalningssystemet, stor oro på penningmarknader och finansiella marknader till följd av allvarlig likviditetsbrist, prisbubblor, spiraler av utförsäljningar av tillgångar och fallande priser samt, i sista hand, kreditåstramningar.

Man skulle kunna tänka sig att målet för makrotillsynen inskränks till den snäva uppgiften att ”begränsa förekomsten av finansiella kriser och de kostnader som de medför”, men det skulle knappast gå att mäta i vilken utsträckning detta mål uppnås. Att finansiella kriser helt skulle kunna undvikas är definitivt orealistiskt, men det är en rimlig förhoppning att frekvensen ska kunna begränsas till mindre än en kris vart 25:e år. Mot denna bakgrund kan det vara politiskt besvärligt för en oberoende makrotillsynsmyndighet att fatta impopulära beslut som grundar sig på den hypotetiska risken för en kris som kanske inte uppstår (eller uppstår mycket sällan).

Det kan paradoxalt nog vara politiskt lättare att ge stabilitetskommittén det mer ambitiösa (men också mer mätbara) målet att dämpa finansiella cykler och begränsa volatiliteten i vissa nyckelvariabler, t.ex. kreditvolymen i förhållande till BNP.

Detta mål omfattar i själva verket även det tidigare målet, eftersom man genom att begränsa de finansiella cyklernas svängningar med största sannolikhet även kan uppnå att finansiella kriser inträffar mer sällan och inte blir lika kostsamma. Detta andra mål är dessutom lättare att kvantifiera, vilket skulle göra det lättare för riksdagen att hålla stabilitetskommittén ansvarig för dess agerande.

Ett problem när det gäller att fastställa Riksbankens nya stabilitetsmandat är som redan nämnts att olika myndigheters ansvarsområden överlappar varandra. Det finns andra myndigheter som har till uppgift att främja finansiell stabilitet och som har verktyg för detta. Finansinspektionen ansvarar för tillsynen av finansiella företag, finansiella marknader och infrastrukturföretag. Riksgälden har hand om insättningsgarantisystemet (som en avgörande del av bankernas skyddsnät), och Finansdepartementet ansvarar slutligen för finanspolitiken (som är ett annat potentiellt viktigt stabiliseringsverktyg). Vi menar att de problem som denna överlappning ger upphov till kan lösas på ett tillfredsställande sätt genom att det i lag föreskrivs att högt uppsatta företrädare för dessa olika myndigheter ska vara ledamöter i stabilitetskommittén.

Vi rekommenderar att riksbankslagen ändras på följande sätt:

- Det måste närmare anges exakt vilket mandat Riksbanken har när det gäller att ”främja finansiell stabilitet”.
- Det måste närmare anges vilka verktyg Riksbanken ska ha för detta ändamål, t.ex. varierande kassakrav och kontroll av valutaswappar.
- Det måste närmare 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.

En möjlighet skulle kunna vara att det inrättas en stabilitetskommitté som består av högt uppsatta företrädare för dessa institutioner och leds av riksbankschefen, alternativt en vice riksbankschef med särskilt ansvar för Riksbankens stabilitetsuppdrag. Vi ska återkomma till dessa organisatoriska frågor i nästa avsnitt.

3.4 Riksbankens struktur, organisation och kommunikation

Ansvarsstrukturen i Riksbankens direktion är ovanlig men – naturligtvis – helt i linje med den nuvarande riksbankslagen. I de flesta andra centralbanker – ECB, Bank of England, Federal Reserve – har direktionsledamöterna ansvar för olika specialområden och avdelningar inom banken. Detta är sedan den interna omorganisationen den 1 januari 2008 inte fallet på Riksbanken. Innan dess fanns det en direktionsledamot som – vid sidan om riksbankschefen – var huvudansvarig för penningpolitiken och en annan som var huvudansvarig för den finansiella stabiliteten. Dessa tidigare försök att skapa avgränsade ansvarsområden ansågs emellertid inte ha varit särskilt lyckade. Efter omorganisationen rapporterar alla avdelningschefer direkt till direktionen. Ingen av direktionsledamöterna har något specialområde, utan alla är solidariskt ansvariga för alla Riksbanksfrågor. (Lars Nyberg är dock på grund av sin särskilda expertis fortfarande Riksbankens talesperson inom området finansiell stabilitet under återstoden av sin mandatperiod fram till utgången av 2011.)

Denna struktur fungerade väl i situationer där Riksbanken i allt väsentligt var inriktad på sin primära uppgift att uppnå inflationsmålet, medan arbetet med att genomföra penningpolitiska transaktioner, övervaka betalningssystemet, ge ut sedlar och mynt och upprätthålla finansiell stabilitet var mer rutinartat och inte ansågs vara lika viktigt, samt när riksbankschefens internationella åtaganden inte inkräktade alltför mycket på det inhemska övervakningsarbetet. Allt detta kan komma att förändras, i synnerhet om något av förslagen i avsnitt 3.2 antas.

Det första förslaget är att ansvaret för makrotillsynen delas mellan fyra institutioner: Riksbanken, Finansinspektionen, Riksgälden och Finansdepartementet. Denna organisation skulle kräva minst förändringar jämfört med hur det ser ut i Sverige i dag och ligga ganska nära de reformer av den finansiella strukturen som är på gång i USA, Storbritannien och övriga Europa. De två viktigaste delarna i den nödvändiga strukturreformen skulle vara

- att ange exakt hur regleringsverktygen (inklusive eventuella nya verktyg) skulle fördelas mellan de fyra berörda institutionerna
- att inrätta en systemrisknämnd som skulle ansvara för att samordna de fyra institutionernas agerande.

Det andra organisationsalternativ som vi föreslår skulle innebära att Riksbanken skulle ha hela ansvaret för makrotillsynen, medan Finansinspektionens uppdrag skulle vara begränsat till aspekter som rör mikrotillsyn. Detta skulle

förutsätta mer genomgripande institutionella reformer än det förra alternativet. Det skulle framför allt kräva att Riksbanken inrättade en stabilitetskommitté som var organiserad på ungefär samma sätt som den penningpolitiska kommittén men fristående från denna. Kommittén skulle förmodligen behöva inkludera generaldirektörerna för Finansinspektionen och Riksgälden, en högt uppsatt företrädare för Finansdepartementet samt ett antal utomstående ledamöter. Riksbankschefen kunde vara ordförande i kommittén, men det skulle även finnas en högt uppsatt företrädare för Riksbanken, eventuellt en vice riksbankschef, som specifikt ansvarade för finansiell stabilitet. Detta alternativ skulle även kräva att Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet utvecklades (och att mer resurser avsattes för att ta fram makroekonomiska modeller som kan användas för att bedöma den sammantagna stabiliteten i det svenska bankväsendet och i det svenska finansiella systemet).

Även om vi träffade samtliga ledamöter i direktionen och de flesta avdelningscheferna gjorde vi inte någon ingående granskning av det arbete som utförs under direktionsnivån. Vi granskade inte de modeller som används, t.ex. Ramses, eftersom en sådan granskning inte ligger inom vårt särskilda gebit. De medarbetare som vi träffade var utan undantag mycket hjälpsamma, tillmötesgående och ytterst kompetenta, men vi försökte inte göra någon djuplodande undersökning av hur utnyttjandet av deras kompetens och produktion står sig i jämförelse med andra centralbanker, eftersom vårt fokus har legat på mer övergripande frågor, i synnerhet frågor med anknytning till finansiell stabilitet.

Vi har heller inte tittat närmare på hur omvärlden uppfattar Riksbankens kompetens, kommunikation och trovärdighet, utöver vad som har sagts under det begränsade antal intervjuer som anges i bilaga 3. Riksbanken beställde emellertid en målgruppsanalys av Strandberg Haage AB som offentliggjordes i juni 2009. Resultatet av analysen bekräftar vårt eget intryck att Riksbanken har ett mycket högt anseende och stor trovärdighet, även om vi kan konstatera att man i sammanfattningen, som återges nedan, tar upp en del av de saker som vi själva tar upp i våra kommentarer.

Tabell 1 Sammanfattning – alla målgrupper

STYRKOR Transparens Förmåga att använda medierna proaktivt	SVAGHETER Uppfattas som elitistisk Teknokratisk kommunikation
MÖJLIGHETER Finanskrisen stärker förtroendet Finanskrisen ökar intresset	HOT Låg kunskap om finansiell stabilitet Mediebilden formas av ett fåtal Kritik mot den långa räntebanan

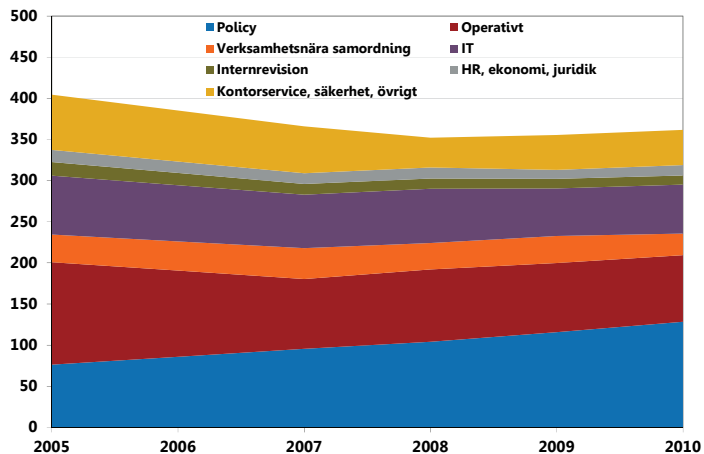
Anm.: Strandberg Haage har valt att redovisa målgruppsanalysens huvudsakliga resultat i en SWOT-analys för att kategorisera resultaten och samtidigt skapa översikt. En SWOT-analys kartlägger en organisations eller ett företags styrkor, svagheter, möjligheter och hot. Styrkor och svagheter är interna faktorer, som organisationen själv kan påverka. Möjligheter och hot är externa faktorer, som organisationen inte själv kan påverka.

Källa: Strandberg Haage.

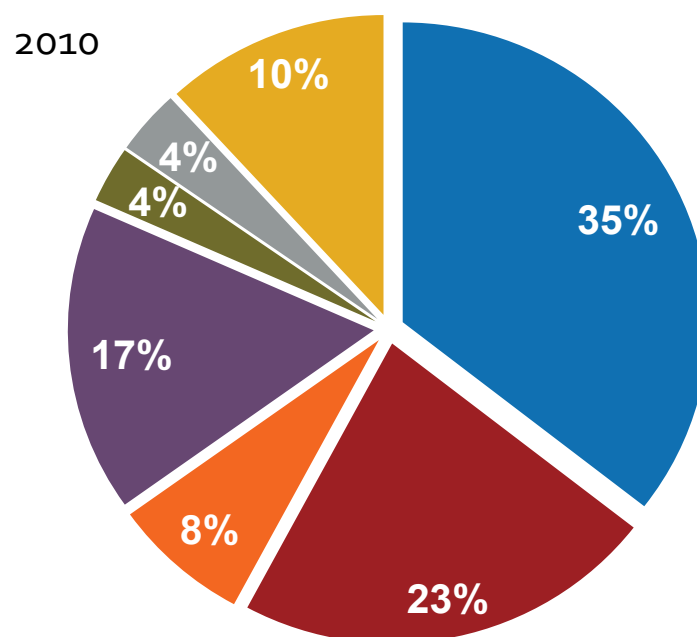
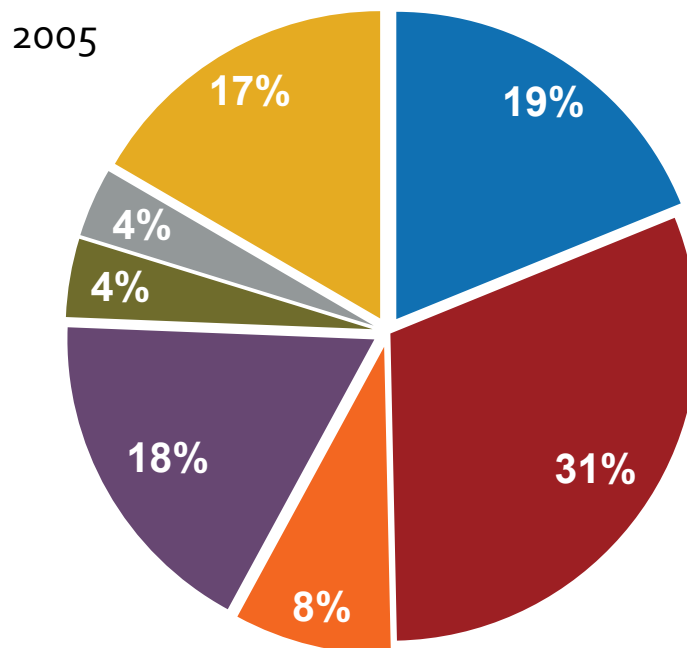
Dessa jämförelser bekräftar våra egna intryck, att Riksbankens personalfördelning och arbetsproduktion står sig väl i jämförelse med andra centralbanker (se rutan nedan). Om läget när det gäller de mer övergripande policyområdena lugnar ned sig under de kommande fem åren kan riksdagens finansutskott nästa gång det ska göras en extern granskning välja utvärderare som kan göra en mer ingående granskning av den interna effektiviteten på mikronivå inom Riksbanken än vad vi har gjort.

Ruta 3.1**Centralbanksspecifika data***Riksbankens utveckling 2005–2010*

Riksbanken har under de senaste fem åren strävat efter att öka den interna effektiviteten och fokusera mer på de uppgifter som en centralbank är bäst lämpad att utföra. Detta har resulterat i att det har skett en kompetensförskjutning i syfte att öka analyskapaciteten inom policyområdena (penningpolitiken och den finansiella stabilitetspolitiken). Därmed har även personalfördelningen förändrats. Antalet medarbetare som arbetar med supportfunktioner och operativa funktioner har minskat, medan antalet medarbetare på policyavdelningarna har ökat (se diagrammen nedan). På den penningpolitiska avdelningen har antalet medarbetare ökat med 25 procent under dessa år. På avdelningen för finansiell stabilitet har personalen nästan tredubblats.

Diagram 1 Fördelning av personalen inom olika områden 2005–2010

Källa: Riksbanken.



Källa: Riksbanken.

3.5 Riksbankens policy när det gäller öppenhet och kommunikation 2005–2010³⁸

Vi har i utvärderingen av Riksbankens policy när det gäller öppenhet och kommunikation under åren 2005–2010 utgått från två färska externa rapporter. I den första (J.P. Morgan Research, ”Central bank communication hits diminishing marginal returns”, 11 maj 2007) ligger tonvikten på kommunikation om penningpolitiken. I den andra (Hallvarsson & Hallvarsson för Finansiella sektorns privat-offentliga samverkansgrupp [FSPOS], ”Storbankernas och myndigheternas kommunikation under finanskrisen – 2007–1 juli 2009”, 20 september 2010) ligger fokus på finansiell stabilitet och kommunikationsstrategier i samband med krisen³⁹.

3.5.1 Riksbankens kommunikation om penningpolitiken

Centralbankens kommunikation om penningpolitiken har på det hela taget förbättrats oerhört mycket de senaste 15 åren, vilket tycks ha bidragit till att minska volatiliteten såväl i inflationen som på finansmarknaderna. Man kan emellertid göra ytterligare framsteg genom att satsa mer på kommunikation och öppenhet. I J.P. Morgans rapport (ibid. 2007) konstrueras ett index för att göra det möjligt att rangordna centralbankernas öppenhet och kontrollera om det finns ett samband mellan större öppenhet och mindre fel i ränteprognoser (dvs. skillnaden mellan ränteförväntningar sex månader framåt i tiden och faktiska utfall mätta varje vecka). Tanken är alltså att undersöka om ökade satsningar på kommunikation kan leda till att penningpolitiken blir mer förutsägbar. Vi börjar med en kortfattad beskrivning av hur detta index är konstruerat och går sedan igenom vad det innebär för Riksbankens kommunikationspolicy.

Centralbankernas kommunikation om penningpolitiken sammanfattas i fråga om tre saker:

- 1) Hur mycket information som ges om den allmänna strategin (huvudmål och hur det ska uppnås).
- 2) Hur mycket information som ges om beslutsprocessen (protokoll och röstningsresultat, kvalitet på protokoll, tal, utfrågningar inför lagstiftande församling, rapporter) och vem som ansvarar för analyserna i rapporterna (den penningpolitiska kommittén eller medarbetarna).
- 3) Hur mycket information som ges om centralbankens prognoser.

Tabellerna 3.1–3.5 nedan visar några av de indikatorer på öppenhet som har övervägts och hur Riksbanken och en del andra centralbanker klarade sig i fråga om dessa:

³⁸ Gabriela Guibourg har bidragit avsevärt till detta avsnitt.

³⁹ Hallvarsson & Hallvarsson är en svensk konsultbyrå som hjälper företag och organisationer att utveckla kommunikationstjänster. FSPOS är en samverkansgrupp för svenska finansiella institut från såväl den offentliga som den privata sektorn som bildades 2005 i syfte att stärka robustheten inom Sveriges finansiella sektor.

Tabell 3.1 Centralbankers viktiga publikationer					
	Uttalande efter mötet	Protokoll	Röstning	Regelbunden rapport	Uttrycker officiell hållning
Fed	Ja	Ja	Ja	Halvårsvis	Ja
ECB	Ja	Nej	Nej	Månadsvis	Nej
Bank of Japan	Ja	Ja	Ja	Halvårsvis	Ja
Bank of England	Vid ränteändring	Ja	Ja	Kvartalvis	Ja
Sveriges riksbank	Ja	Ja	Ja	3 ggr/år	Ja
Norges Bank	Ja	Nej	Nej	3 ggr/år	Ja
Bank of Canada	Ja	Nej	Nej	Kvartalvis	Ja
Reserve Bank of Australia	Vid ränteändring	Nej	Nej	Kvartalvis	Nej
Reserve Bank of New Zealand	Ja	Nej	Nej	Kvartalvis	Ja
Swiss National Bank	Ja	Nej	Nej	Kvartalvis	Ja

Anm. "Uttrycker officiell hållning" anger om det är centralbankers medarbetare ("nej" i denna kolumn) eller den penningpolitiska kommittén ("ja" i denna kolumn) som står bakom kommentarerna och analysen i rapporten. Bank of England och Reserve Bank of Australia offentliggör bara ett uttalande efter det penningpolitiska mötet vid beslut om ränteändringar.

Källa: J. P. Morgan.

Tabell 3.2 Centralbankers prognoser					
	Styrränta	BNP-tillväxt	Inflation	Resurs-utnyttjande	Uttrycker officiell hållning
Fed	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
ECB	Nej	Ja	Ja	Nej	Nej
Bank of Japan	Nej	Ja	Ja	Nej	Ja
Bank of England	Nej	Ja	Ja	Nej	Ja
Sveriges Riksbank	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Norges Bank	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Bank of Canada	Nej	Ja	Ja	Nej	Ja
Reserve Bank of Australia	Nej	Ja	Ja	Nej	Ja
Reserve Bank of New Zealand	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Swiss National Bank	Nej	Ja	Ja	Nej	Ja

Anm. Styrränta anger om centralbanken lägger fram en egen styrränteprognois eller om den helt enkelt baserar sina prognoser över BNP-tillväxt och inflation antingen på antagandet av en konstant styrränta eller en marknadsränta. "Resursutnyttjande" anger om centralbanken lägger fram prognoser för sådana variabler som arbetslöshet eller BNP-gap. "Uttrycker officiell hållning" anger om det är den penningpolitiska kommittén ("ja" i denna kolumn) eller till centralbankens medarbetare ("nej" i denna kolumn) som står bakom prognosen.

Källa: J. P. Morgan.

Tabell 3.3 Ränteantaganden som ligger till grund för centralbankers prognoser		
Fed	Prognosema baseras på de enskilda FOMC-ledamöternas syn på lämplig politik	
ECB	Prognosema baseras på antagande om marknadsräntor	
Bank of Japan	Prognosema baseras på antagande om marknadsräntor	
Bank of England	Prognosema baseras på antagande om marknadsräntor och om konstant styrränta	
Sveriges riksbank	Prognosema baseras på egna ränteprognoiser	
Norges Bank	Prognosema baseras på egna ränteprognoiser	
Bank of Canada	Prognosema baseras på interna ränteantaganden	
Reserve Bank of Australia	Prognosema baseras på antagande om konstant styrränta	
Reserve Bank of New Zealand	Prognosema baseras på egna ränteprognoiser	
Swiss National Bank	Prognosema baseras på antagande om konstant styrränta	

Källa: J. P. Morgan.

Tabell 3.4 Centralbankers kommunikationsindex	
	Index
Sveriges Riksbank	10
Bank of Japan	9
Reserve Bank of New Zealand	9
Fed	8
Norges Bank	8
Bank of England	7
Bank of Canada	6
Swiss National Bank	6
ECB	5
Reserve Bank of Australia	3

Källa: J. P. Morgan.

Med hjälp av dessa olika indikatorer konstrueras ett kommunikationsindex⁴⁰ för centralbanker som rangordnar deras öppenhet.

Enligt detta index tycks Riksbanken alltså vara den bästa kommunikatören bland författarnas urval av centralbanker.

Deras kommunikationsindex är emellertid inriktat mer på kvantitet än på kvalitet. Författarna erkänner detta och poängterar att kvaliteten på Riksbankens kommunikation kanske inte var optimal:

Riksbanken får ett mycket bra resultat i vårt index eftersom den producerar en stor mängd information. Aktörerna på de finansiella marknaderna tycker emellertid ofta att det är svårt att avläsa Riksbanken på

⁴⁰ Författarna till rapporten beskriver indexet närmare på följande sätt: "Vi har skapat ett kommunikationsindex genom att ge varje centralbank ett poäng för följande: ett tydligt och explicit inflationsmål, uttalande efter varje möte, offentliga protokoll, offentliga röstningsresultat, penningpolitiskt ansvariga står bakom analysen i de regelbundna rapporterna, egen styrränteprognois, egen tillväxtprognos, egen inflationsprognos, egen prognos över resursutnyttjande, samt att de penningpolitiskt ansvariga står bakom prognoserna. På så sätt blir det tämligen tydligt vad centralbanker bör göra för att anses kommunicera på ett bra sätt. Detta enkla index rangordnar gruppen av centralbanker ganska entydigt. Riksbanken förefaller kommunicera bäst och Reserve Bank of Australia sämst. Vi jämför därefter vårt index med måttet på hur bra de finansiella marknaderna kan förutse centralbankens agerande genom ränteförväntningarna."

grund av att dess åsikter kan förändras tvärt från en penningpolitisk rapport till nästa.

I rapporten antyds dessutom att Riksbankens resultat när det gäller prognosfel inte är lysande: "Under de senaste fem åren och under de senaste tre åren har (Riksbankens) genomsnittliga prognosfel när det gäller ränteförväntningar över de närmaste sex månaderna legat i den övre delen av intervallet.

3.5.2 Riksbankens kommunikation om finansiell stabilitet

I Hallvarsson & Hallvarssons rapport (ibid.) granskas hur de viktigaste aktörerna i det svenska finansiella systemet (alltså inte bara Riksbanken, utan även andra offentliga institutioner och affärsbanker) hanterade kriskommunikationen under krisens akuta skede. Slutsatsen blir att kriskommunikationen i allmänhet fungerade väl och bidrog till att en mer allvarlig kris kunde undvikas.

Dessa allmänna slutsatser gäller även Riksbanken. Det konstateras dock att det var något av ett problem att Riksbanken i sina finansiella stabilitetsrapporter förmedlade sin oro över de växande riskerna i samband med utlåningen i Baltikum, men samtidigt vidhöll att det svenska finansiella systemet var stabilt. Tre dagar efter Lehman Brothers kollaps konstaterar Riksbanken i ett pressmeddelande: "Trots den senaste tidens oro bedömer Riksbanken den finansiella stabiliteten som tillfredsställande [...] vår bedömning är att oron på de svenska finansiella marknaderna inte påverkar den finansiella stabiliteten." Frågan blir hur de svenska bankkunderna kunde få dessa uttalanden att gå ihop med det faktum att staten samtidigt pumpade in miljarder i ekonomin.

Rapporten ringar in ett verkligt problem, nämligen att det stabilitetsbegrepp som Riksbanken (och Finansinspektionen) använde inte riktigt fångade in den likviditets- och förtroendeproblematik som var av avgörande betydelse i detta skede av krisen. Detta bekräftar något som vi för fram på andra ställen i denna rapport, nämligen att det är nödvändigt att fastställa en tydlig och utförlig definition av Riksbankens och Finansinspektionens stabilitetsmandat. Detta skulle få viktiga konsekvenser när det gäller kommunikationspolicyn, men även i fråga om de korrigerande åtgärder som krävs.

I Hallvarsson & Hallvarssons rapport (ibid.) presenteras slutligen konkreta förslag om hur Riksbankens stabilitetsrapporter kan få en ökad genomslagskraft. Vi instämmer i en del av dessa förslag:

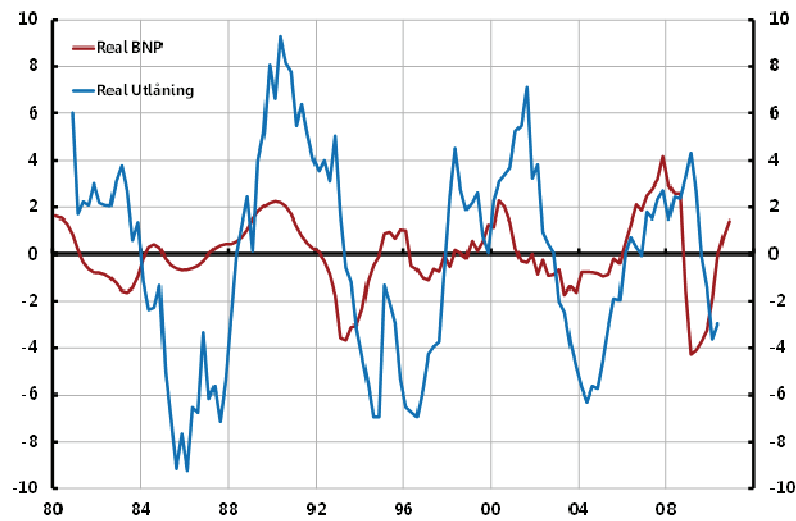
- i) En mer koncentrerad rapport som ges ut oftare.
- ii) Uppföljning precis som när det gäller den penningpolitiska rapporteringen.
- iii) Användning av enkla kommunikationsverktyg som barometrar eller olika riskzoner för att göra den finansiella stabilitetsdiagnosen tydligare.
- iv) Direkt kommunikation av särskild oro genom offentliga brev till bankchefer när det anses vara nödvändigt.
- v) Hitta sätt att bedöma förtroendet bland marknadsaktörerna.

Bilaga till avsnitt 3

Kredit- och BNP-gap i fyra nordiska länder

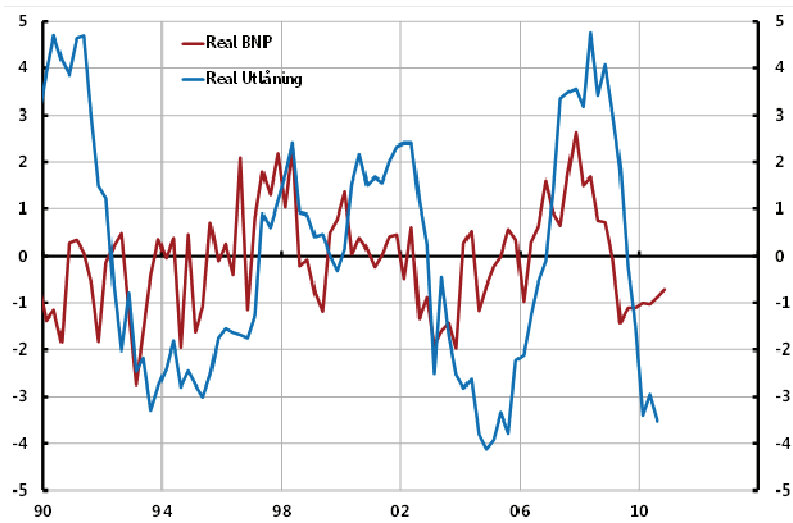
Procentuell avvikelse från trend

Sverige



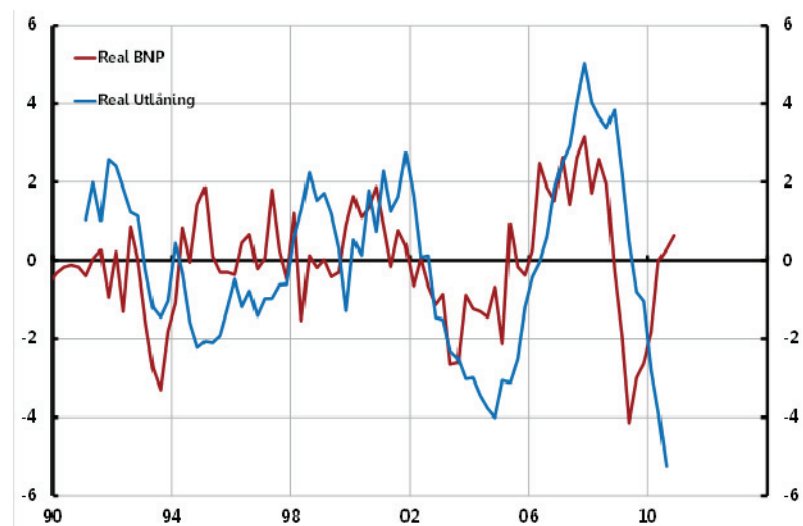
Källor: OECD Economic Outlook och Riksbanken.

Norge



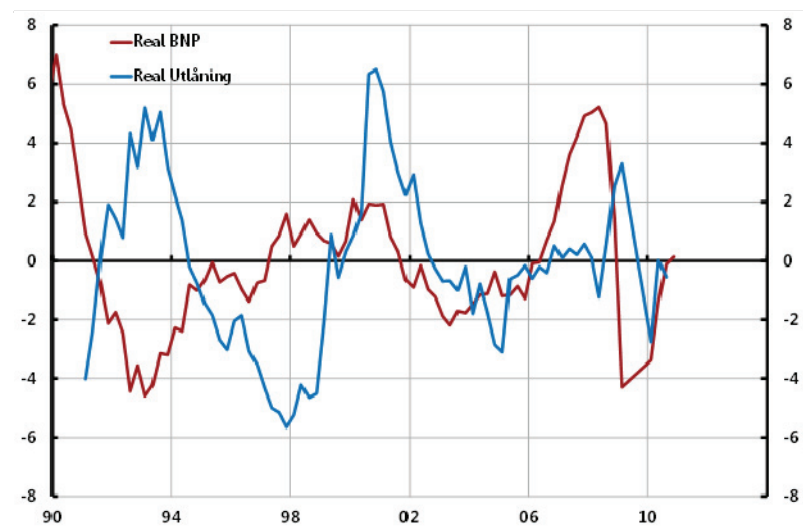
Källor: OECD Economic Outlook och Reuters Eco Win.

Danmark



Källor: OECD Economic Outlook och Reuters Eco Win.

Finland



Källor: OECD Economic Outlook och Bank of Finland.

4 Utvärdering av penningpolitik

4.1 Allmän bedömning

En centralbanks primära uppgift är fortfarande att upprätthålla prisstabilitet. I ett land som Sverige, som för en inflationsmålspolitik, handlar det om att uppnå ett inflationsmål. Som Svensson (2009) erinrar om kan man inte bedöma om centralbanken har gjort ett bra jobb enbart genom att i efterhand jämföra inflationsutfallet med målet. Det finns två skäl till detta. För det första bedriver centralbanken (och det håller vi med om att den bör göra) en flexibel inflationsmålspolitik, vilket innebär att syftet med penningpolitiken är att ”stabilisera *både* inflationen kring inflationsmålet och realekonomin”, i stället för en ”strikt” inflationsmålspolitik, som ”*enbart* är inriktat på att stabilisera inflationen och [inte] tar hänsyn till stabiliteten i realekonomin” (ibid. s. 2). För det andra – och det är i praktiken viktigare – kan ekonomin drabbas av oförutsedda störningar under den tid det tar innan politiken får effekt på realekonomin.⁴¹

Den här reservationen är särskilt viktig i just detta fall, eftersom vi granskar en period som präglades av en av de mest extrema, oförutsedda störningarna under de senaste hundra åren (dvs. den finansiella kris som uppstod efter Lehman Brothers kollaps i september 2008) och den period som vi har fått i uppdrag att rapportera om är så kort att det är ofrånkomligt att beräkningarna kommer att vara starkt präglade av krisens verkningar. Dessutom föll den reala produktionen inte bara mer i Sverige än i de flesta andra länder till följd av krisen, vilket beror på att Sverige är mer öppet för internationell handel än merparten av jämförelseländerna. Den återhämtade sig också betydligt snabbare. Det innebär att genomsnittet för hela perioden, från första kvartalet 2005 till fjärde kvartalet 2010, påverkas starkt av om siffrorna för de sista kvartalen 2010 inkluderas och eventuellt revideras.

⁴¹ ”Eftersom penningpolitiken verkar med en viss fördröjning blir den mest effektiv om den bygger på prognoser. För att uppnå ett visst inflationsmål är det därför bäst att sätta styrräntan så att inflationsprognosen på ett par års sikt överensstämmer med inflationsmålet. Under den tid det tar innan ändringar av styrräntan får full inverkan på inflationen kommer ekonomin att påverkas av nya och oförutsedda störningar. Inflationsutfallet ett par år senare kommer därför att ha påverkats av händelser som var omöjliga att förutse när de penningpolitiska besluten togs.

En direkt jämförelse av utfall och mål för inflationen kan därför leda till felaktiga slutsatser. Inflationsutfallet kan ligga i linje med målet även om de penningpolitiska besluten var felaktiga om centralbanken hade tur och oförutsedda störningar resulterade i att inflationsutfallet ändå blev rätt. Inflationsutfallet kan likaså avvika från målet även om de penningpolitiska besluten var korrekta om centralbanken hade otur och oförutsedda störningar resulterade i att inflationsutfallet ändå blev fel.” Svensson, Sveriges Riksbank Research Paper Series 235, oktober 2009.

Trots dessa förbehåll, som det är viktigt att hålla i minnet, anser vi att det ändå kan vara intressant att visa en del jämförande utfallsstatistik för Sverige och ett litet urval jämförelseländer.

Tabell 4:1. Inflation 2005–2010 i några länder med inflationsmålspolitik

KPI-inflation	Danmark	Norge	Nya Zeeland	Sverige (KPI)	Sverige (KPIF)	Storbritannien
2005	1,8	1,5	3,0	0,5	1,1	2,0
2006	1,9	2,3	3,4	1,4	1,4	2,3
2007	1,7	0,7	2,4	2,2	1,5	2,3
2008	3,4	3,8	4,0	3,4	2,7	3,6
2009	1,3	2,2	2,1	-0,3	1,9	2,2
2010	2,3	2,4	2,3	1,3	2,1	3,3
Genomsnitt 2005–2010	2,1	2,2	2,9	1,4	1,8	2,6
Inflationsmål	2,0 (ECB)	2,5	1–3	2		2,0

Källa: EcoWin, kvartalsuppgifter.

Tabell 4:2. BNP-gap 2005–2010 i några länder med inflationsmålspolitik

BNP-gap absolut värde	Danmark	Norge	Nya Zeeland	Sverige	Storbritannien
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
Genomsnitt 2005–2010	2,7	2,3	2,3	3,6	2,6

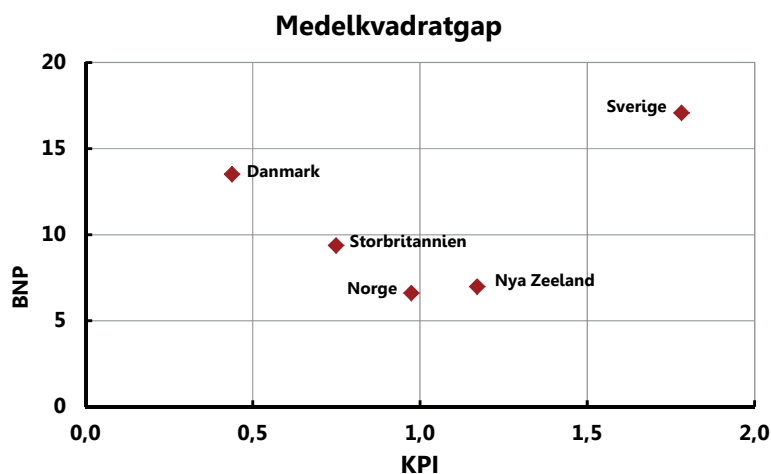
Källa: OECD, årsdata.

Tabell 4:3. Arbetslöshet 2005–2010 i några länder med inflationsmålspolitik

Arbetslöshet	Danmark	Norge	Nya Zeeland	Sverige	Storbritannien
2005	4,8	4,6	3,8	7,7	4,8
2006	3,9	3,4	3,8	7,1	5,4
2007	3,6	2,5	3,7	6,1	5,4
2008	3,2	2,6	4,2	6,2	5,7
2009	5,9	3,2	6,2	8,3	7,6
2010	7,2	3,6	6,5	8,4	7,9
Genomsnitt 2005–2010	4,8	3,3	4,7	7,3	6,1

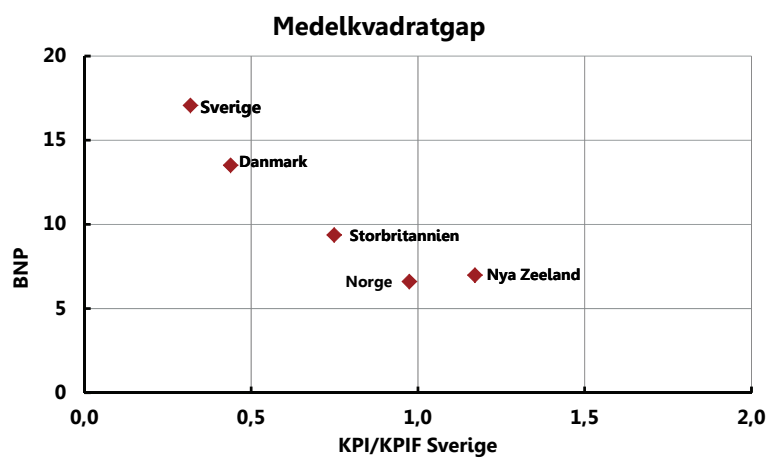
Källa: OECD, kvartalsdata.

Hur mycket KPI och BNP-gap kan variera framgår av det *realiserade* medelkvadratgapet för KPI och BNP (den realiserade inflationens medelkvadrataavvikelser från inflationsmålet och den realiserade BNP:s medelkvadratsavvikelser från den långsiktiga jämviktsnivån) under perioden 2005–2010 för Sverige, Norge, Danmark, Storbritannien och Nya Zeeland:

Diagram 4:1 Realiserat medelkvadratgap för KPI och BNP 2005–2010

Källor: Reuters Eco Win och OECD.

KPI-måttet inkluderar emellertid inte i något jämförelseland effekterna av förändringar i styrräntan via räntekostnader för egnahem, såsom är fallet i Sverige. Det ger därför en mer rättvisande bild om man jämför KPIF-inflationen i Sverige och övriga länder:

Diagram 4:2 Realiserat medelkvadratgap för KPI/KPIF och BNP-tillväxt 2005–2010

Källor: Reuters Eco Win och OECD.

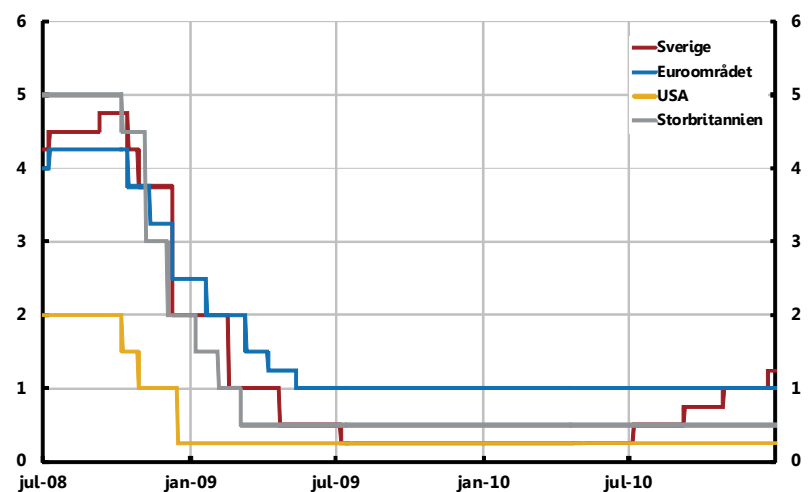
Vi tolkar det som framträder tydligast i statistiken på följande sätt:

- 1) KPI är *betydligt* mer volatilt än KPIF. Vi kommer i en fördjupningsruta längre fram att diskutera vilket mått som är lämpligt för att bedöma inflationsmålet.
- 2) Det svenska BNP-gapet har under dessa år varit mer volatilt än i de flesta jämförelseländer, vilket beror både på att ekonomin var starkare (positivt BNP-gap) före krisen och på att nedgången blev större (negativt BNP-gap) under krisen. Små ekonomier är ofta mer volatila än stora, men bland jämförelseländerna fanns en del ekonomier som var lika små. I den mån Riksbanken inte bara försökte stabilisera inflationen, utan även realekonomin kan man i efterhand konstatera att resultatet var ojämnt.
- 3) Inflationen, vare sig den mäts genom KPI eller KPIF, låg i genomsnitt under målet. Arbetslösheten var däremot i genomsnitt högre än i jämförelseländerna, men det kan ha berott på strukturella faktorer. Det finns möjligen en liten antydning om att man kunde ha fört en något mer aggressiv politik, i synnerhet för att motverka konjunkturedgången. Men även om så skulle vara fallet, vilket vi inte är säkra på, är den möjliga förbättringen inte tillräcklig för att vi ska rekommendera ett ändrat agerande.

När krisen slog till på allvar fjärde kvartalet 2008 sänkte Riksbanken dessutom räntorna lika snabbt och lika mycket som jämförelseländernas centralbanker. Och när man väl hade nått den bindande nollränterestriktionen (och till och med innan dess) gick Riksbanken i bräsch genom att utöka sin balansräkning både mer och snabbare än andra centralbanker räknat i procent av BNP.

Diagram 4:3 Styrräntor

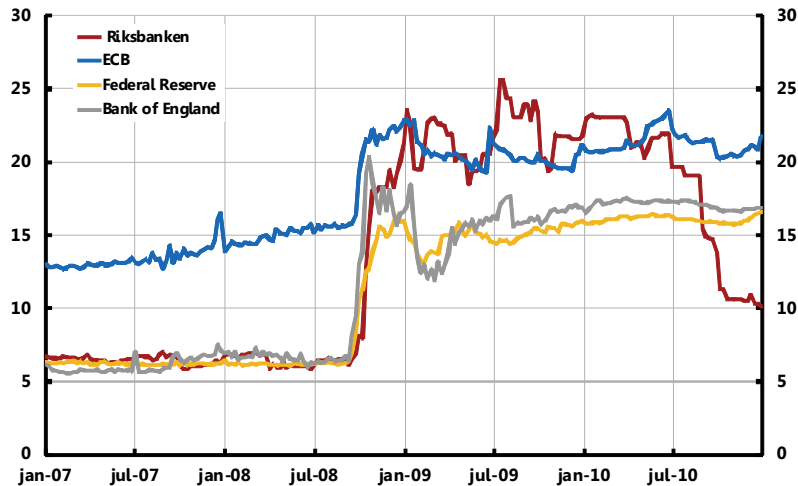
Procent



Källor: Reuters Eco Win och Riksbanken.

Diagram 4:4 Centralbankers balansomslutningar

Procent av BNP



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics, SCB och respektive centralbanker.

I själva verket agerade Riksbanken alltså snabbt och kraftfullt, precis så som man borde under krisen. Men i likhet med alla andra centralbanker och nästan alla bedömare hade man inte förutsett att krisen var på väg.⁴² Jämfört med andra prognosmakare såväl i Sverige som på andra centralbanker betonade Riksbanken i sina prognoser risken för att stigande energi- och råvarupriser skulle leda till allmänna löne- och prisökningar i slutet av sommaren och början av hösten 2008.⁴³ Detta var skälet till att man höjde räntan i september 2008.

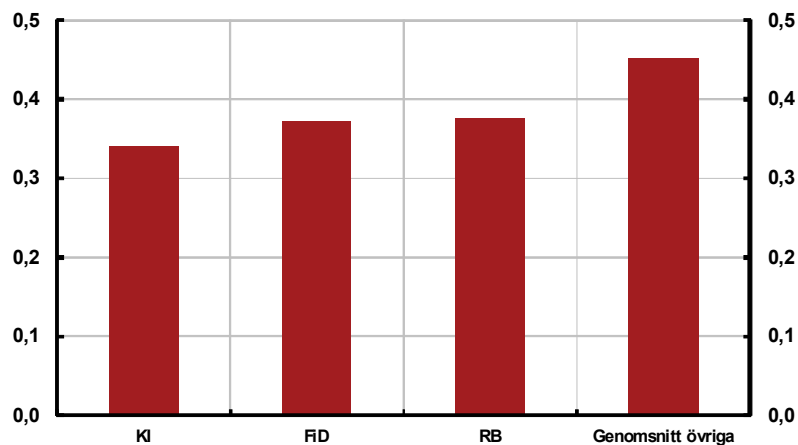
Innan dess hade Riksbankens prognoser varit relativt träffsäkra (se ”Underlag för utvärdering av penningpolitiken”, 2006–2008, avsnittet ”Träffsäkerheten hos Riksbanken och andra prognosmakare”, s. 30–31). Två av diagrammen (31 och 32) återges nedan.

⁴² Se kapitel 4 i ”Underlag för utvärdering av penningpolitiken”, 2006–2008, s. 27.

⁴³ ”Sammantaget kan man konstatera att Riksbanken gjorde ungefär samma överskattning av utfallet för inflationen 2009 som genomsnittet av andra bedömare dock med undantag för juli och september 2008, då Riksbankens prognoser överskattade utsikterna för inflationen i högre grad än andra bedömare. Riksbanken lade vid de tillfällena stor vikt vid att energipriserna hade stigit mer än förväntat under våren vilket lett till att inflationen nått drygt 4 procent under sommaren 2008. Riksbanken såg därmed risker för att de kraftiga prisuppgångarna på livsmedel och olja skulle leda till att också andra priser började stiga snabbt. Ovanligt höga inflationsförväntningar bidrog också till Riksbankens bedömning.” Se kapitel 4 i ”Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2009”, s. 37, mars 2010, Riksbanken.

Diagram 4:5 Träffsäkerhet i olika bedömares KPI-prognoser 1999–2008

Justerat medelabsolutfel i procentenheter

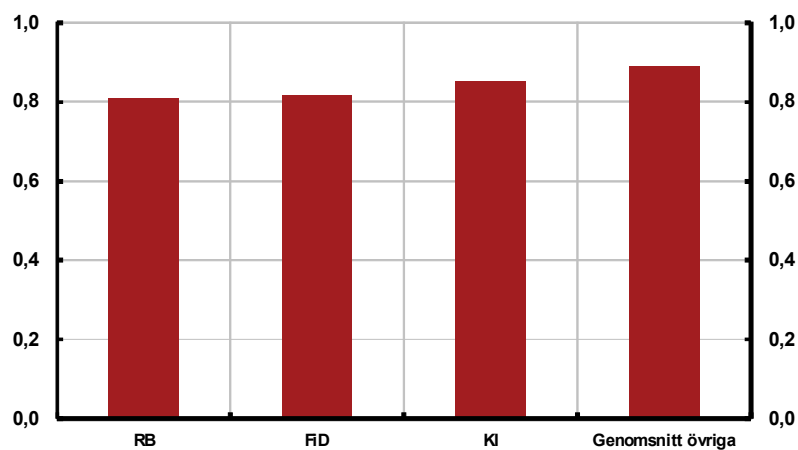


Anm.: KI = Konjunkturinstitutet, FiD = Finansdepartementet och RB = Riksbanken. Övriga prognosmakare är Svenska Handelsbanken, Swedbank, Nordea, SEB, LO, Svenskt Näringsliv och Handels Utredningsinstitut.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Diagram 4:6 Träffsäkerhet i olika bedömares BNP-prognoser 1999–2008

Justerat absolut medelfel i procentenheter



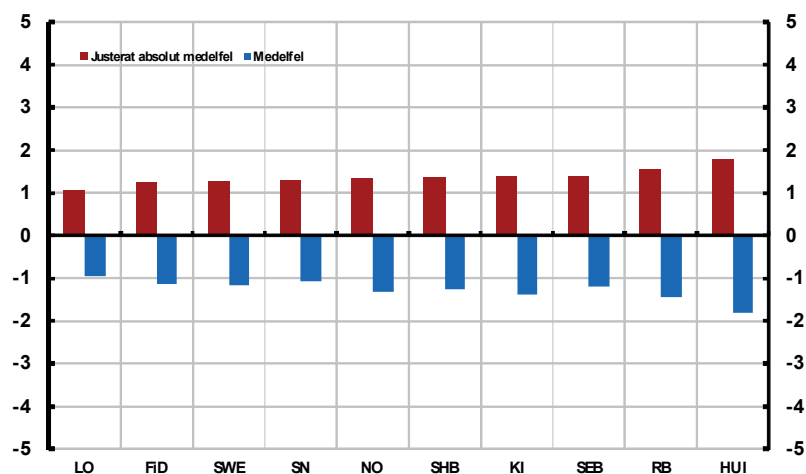
Anm.: Se anmärkning till diagram 4:5 för en förklaring till förkortningarna.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Till och med när krisen slog till 2008 låg Riksbankens prognoser för produktion och arbetslöshet ungefär mitt i fältet, medan prognoserna för inflationen och reporäntan 2009 var bland de sämsta (trots att Riksbanken här hade kunnat förväntas ha en komparativ fördel i prognosarbetet).

Diagram 4:7 Olika bedömares prognosfel när det gäller KPI 2009

Medelfel och justerat absolut medelfel i procentenheter

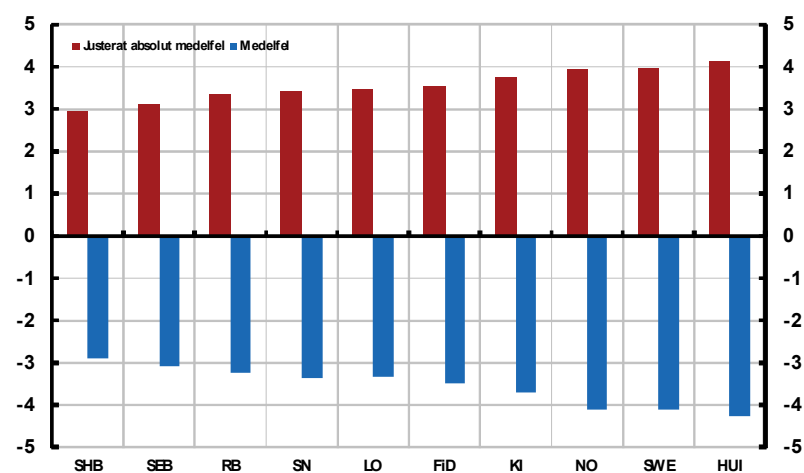


Anm.: LO = Landsorganisationen i Sverige, FiD = Finansdepartementet, SWE = Swedbank, SN = Svenskt Näringsliv, NO = Nordea, KI = Konjunkturinstitutet, SHB = Svenska Handelsbanken, RB = Riksbanken och HUI = Handelns Utredningsinstitut.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Diagram 4:8 Olika bedömares prognosfel när det gäller BNP-tillväxt 2009

Medelfel och justerat absolut medelfel i procentenheter

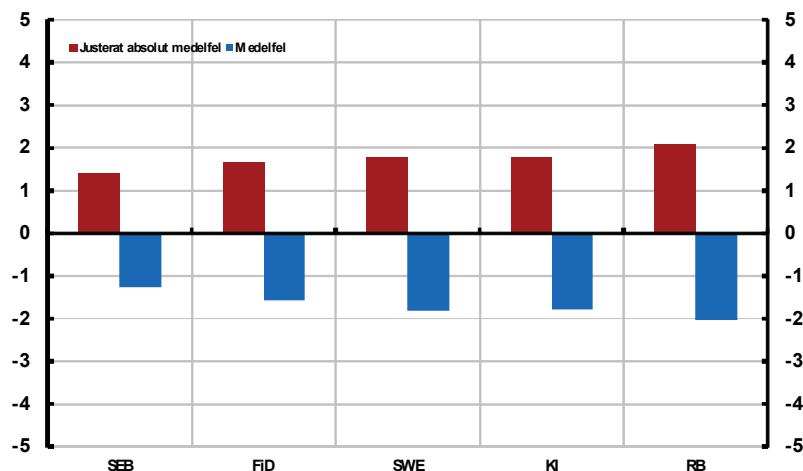


Anm.: Se anmärkning till diagram 4:7 för en förklaring till förkortningarna.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Diagram 4:9 Olika bedömares prognosfel när det gäller reporäntan 2009

Medelfel och justerat absolut medelfel i procentenheter



Anm.: Se anmärkning till diagram 4:7 för en förklaring till förkortningarna.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Tyder detta på att det är något fel på Riksbankens prognosmodell, eller på metoderna? Den typ av DSGE-modell som Riksbanken har använt – i det här fallet Ramsesmodellen – brukar mestadels anta perfekt fungerande finansiella marknader, utan friktioner eller fallissemang (transversalitetstvillkoret), där banker egentligen varken behövs eller fyller någon funktion, och pengar bara spelar en underordnad roll. Skulle det vara önskvärt att introducera en roll för sådana finansiella friktioner i modellen? I fråga om vissa ändamål, t.ex. simuleringar som rör finansiell stabilitet och så kallade top down-stresstester⁴⁴, skulle det vara bra att utvidga modellen på detta sätt. Vi rekommenderar därför att Riksbanken följer arbetet med att ta fram makromodeller i vilka bank- och finanssektorerna utgör ett *grundläggande* inslag samt de nyligen utvecklade modellerna för finansiell stabilitet i hela systemet. Så sker i stor utsträckning redan på andra håll, men huruvida det vore ett bra sätt att använda knappa resurser att Riksbanken själv spelade en ledande roll i detta sammanhang är ett beslut som måste fattas av direktionen. Vissa aspekter av finansiella friktioner, t.ex. tidsvarierande kreditspreadar och konkurssannolikheten bland icke-finansiella företag, kan med fördel tas med i prognosmodellen, på det sätt som åtminstone delvis har skett genom utvecklingen av Ramses II 2010.

Vi tror emellertid inte att risken att det uppstår en kris av det slag som inträffade i september 2008 någonsin kommer att kunna införlivas i en modell, eftersom det handlar om en "tail risk". Sannolikheten för att en sådan risk ska inträffa vid en given tidpunkt är mycket låg (ungefär som risken för

⁴⁴ Top down-stresstester syftar till att analysera hur ekonomiska chocker påverkar det finansiella systemet som helhet, snarare än enskilda institutioner.

en naturkatastrof eller ett krig i Mellanöstern), men om det sker får det oerhörda konsekvenser. Även om man tror att en sådan händelse – en jordbävning i Tokyo, ett krig i Mellanöstern eller en finansiell kollaps – mycket väl kan inträffa någon gång är det omöjligt att veta när – om det kommer att ske i år, om tio år eller aldrig. Man kan därför inte bara inkludera sådana eventualiteter i en standardprognosmodell, som normalt baseras på gaussiska sannolikhetsfördelningar, i vilka risken för sådana ”fat tails” (feta svansar) är exkluderade och extrema händelser ges alltför liten vikt. Vi tvivlar därför på att man kunde ha förutsett den exceptionella händelseutvecklingen mellan september och slutet av 2008 genom att ha inkluderat finansiella friktioner i Ramses.

Av exakt samma skäl tvivlar vi emellertid på att det någonsin kommer att vara möjligt att inkludera ”tail risks” i standardprognosmodeller, vilket är relevant för en del av de meningsskiljaktigheter som för närvarande finns inom Riksbankens direktion. Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson har t.ex. utvecklat en utmärkt ny metod för att bedöma förtjänsterna med alternativa styrräntebanor. Metoden gör det möjligt att fastställa hur bra en viss räntebana är i form av en punkt i ett diagram. Punkten visar inflationens ackumulerade kvadratavvikelser från målet över prognoshorisonten på den ena axeln, och BNP:s ackumulerade kvadratavvikelser från sin ”jämviktsnivå” eller ”naturliga nivå” på den andra.⁴⁵ Det finns naturligtvis en del viktiga tekniska problem, t.ex. hur man fastställer produktionens naturliga nivå och om framtida avvikelser bör diskonteras relativt nutida avvikelser, men de tycks åtminstone inte hittills ha gett upphov till några riktigt allvarliga problem.⁴⁶

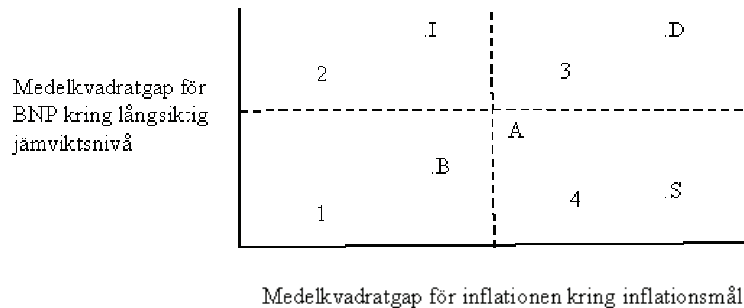
Man kan då använda prognosmodellen, i Riksbankens fall Ramses, för att simulera effekten av en alternativ räntebana och jämföra punkterna. I figur 4:10 nedan delar vi in diagrammet i fyra kvadranter runt punkt A, där vi antar att vi hamnar med nuvarande politik. Vilken punkt som helst i kvadrant 1, t.ex. punkt B (bra), skulle vara klart bättre än punkt A, med mindre avvikelse (från målet) i både inflation och BNP. På motsvarande sätt är vilken punkt som helst i kvadrant 3, t.ex. D (dålig), klart sämre. I kvadrant 2 är inflationsavvikelsen mindre, men BNP-avvikelsen större, vilket skulle tilltala en ”inflationstok” (eller ”inflation nutter”) (I), som fäster ringa avseende vid att stabilisera produktionen, medan det i kvadrant 4 fästs mindre vikt vid att nå inflationsmålet och större vikt vid att stabilisera produktion och

⁴⁵ Se ”Principer för utvärdering av olika penningpolitiska alternativ” i *Underlag för utvärdering av penningpolitiken*, Riksbanken (2009), s. 27–29.

⁴⁶ Det är svårt att uppskatta produktionens jämviktsnivå, och man får olika resultat beroende på om man skapar en trendlinje för produktionen (t.ex. med HP-filter), uppskattar produktionsfunktioner eller tittar på uppgifter om resursutnyttjande på arbetsmarknaderna och i företag. Det har under tidigare år funnits en viss oro, bland annat hos Konjunkturinstitutet, över att Riksbanken inte ägnat tillräcklig uppmärksamhet och tillräckliga resurser åt att uppskatta det potentiella utbudet. Men såvitt vi förstår har Riksbanken nu ägnat mer kraft åt detta, dock utan att ännu ha hittat ett helt tillfredsställande sätt att lösa dessa problem (vilket även gäller alla andra forskningscenter).

sysselsättning (S). Politiska beslutsfattare kan vara benägna att välja en punkt i kvadrant 4, men eftersom (rationella) förväntningar och tidsinkonsistensproblemet har lett till att centralbankerna har fått en självständig ställning och i uppgift att i första hand sträva efter prisstabilitet kan de normalt förväntas välja en punkt i kvadrant 1 eller 2.

Diagram 4:10 Medelkvadratgap för prognoser för inflations- och BNP-gap



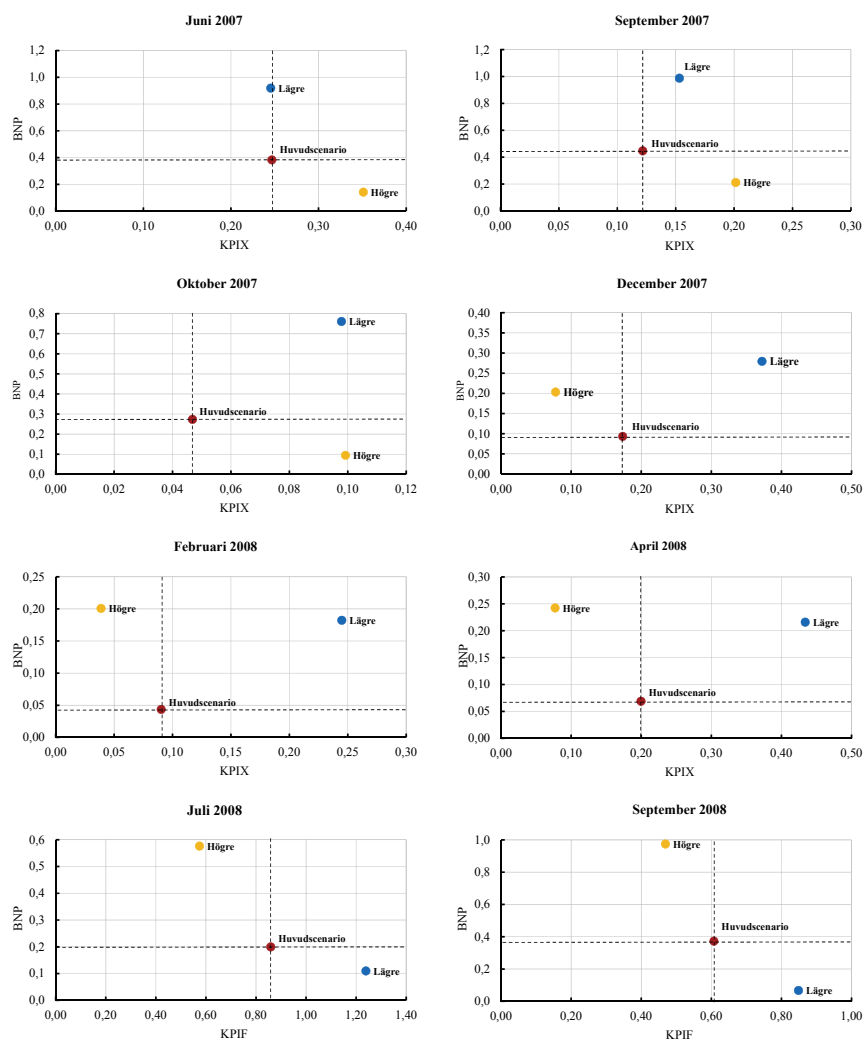
Det är, menar vi, ett stort framsteg att man har hittat en metod att illustrera de viktigaste följderna av olika räntebanor i ett enkelt och tydligt diagram. Men precis som alla enkla konstruktioner har den sina begränsningar. För det första fokuserar den på centrala förväntade utfall och överskattar därmed den säkerhet med vilken man kan räkna med sådana alternativa utfall. Om detta diagram hamnar i förgrunden skymms det faktum att *alla* styrräntebanor på några kvartals sikt kan få ett mycket stort antal möjliga utfall. Diagram över medelkvadratgapen bör därför i regel åtföljas av trattendigram, av den typ som finns i Bank of Englands *Inflation Reports*, som visar sannolikhetsintervallet för både produktion och inflation beträffande åtminstone huvudbanan och helst en av de två alternativa banorna. Detta görs för närvarande *i början* av den penningpolitiska rapporten. Det skulle då bli mycket tydligare att valmöjligheterna i en osäker värld inte är så entydiga som diagrammet över medelkvadratavvikelsen kan ge sken av.

Under vissa restriktiva antaganden kan man naturligtvis tillämpa ett slags säkerhetsekvivalens, men sådana antaganden håller i realiteten inte. Osäkerheten i modellen (i synnerhet när det gäller finansiella faktorer), icke-linjäritet (och att ett stort företag, en stor bank eller ett land ställer in betalningarna är just en sådan icke-linjäritet) och "tail risks", som delvis är en följd av sådana betalningsinställelser), är några faktorer som kan göra att det finns anledning att ta hänsyn till andra saker än medelkvadratgap.

Detta är något som har fått en viss betydelse i Sverige sedan oktober 2008. Om man tillämpar denna metod på de första åren då Riksbanken gjorde egna styrränteprognoser visar det sig att de alternativa räntebanorna (höga eller låga) i förhållande till den antagna huvudbanan antingen alltid skulle ha legat i kvadrant 3 (dålig) eller ibland i kvadranterna 2 (inflationstok) eller 4 (sysselsättning), vilket innebär att de bara skulle ha varit bättre än huvudbanan om

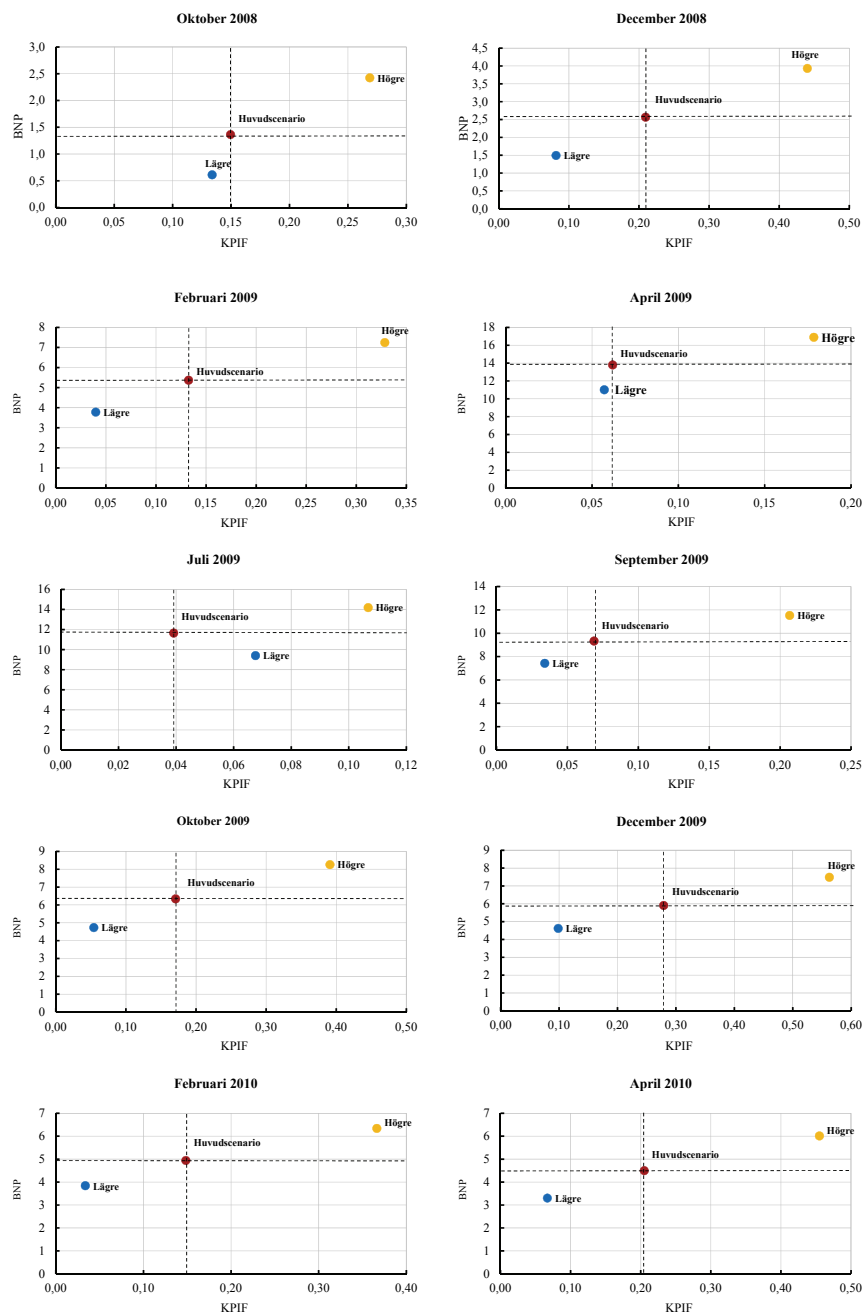
man hade lagt ovanligt hög relativ vikt vid antingen att stabilisera inflationen relativt BNP (kvadrant 2) eller tvärtom (kvadrant 4).

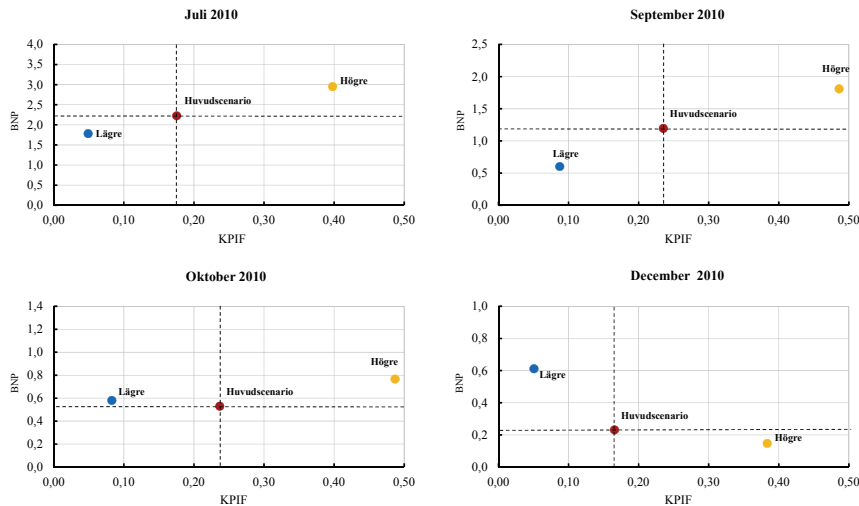
Diagram 4:11 Medelkvadratgap för prognoser för KPIX/KPIF inflations- och BNP-gap, juni 2007–september 2008



Källa: Riksbanken.

Från och med ungefär oktober 2008 och fram till september 2010 verkar huvudbanan dock ha legat i kvadrant 3 (dålig) relativt den låga räntebanan (med tre undantag i juli 2009, samt i oktober och december 2010). Detta var en viktig orsak till att en minoritet i direktionen under lång tid inte instämde i majoritetens beslut.

Diagram 4:12 Medelkvadratgap för prognoser för KPIF inflations- och BNP-gap, oktober 2008–december 2010



Källa: Riksbanken.

Det är uppenbart varför de hade en avvikande mening. Med denna metod är den låga räntebanan otvetydigt bättre. De ledamöter som har haft en avvikande mening har dessutom krävt att majoriteten ska förklara hur deras oro över t.ex. en fortsatt prisökning på bostäder skulle kunna förändra (de probabilistiska) prognoserna över BNP eller inflation (och om de skulle inkludera andra variabler i förlustfunktionen). Men även om detta argument är begripligt kan det emellertid debatteras, eftersom utgångspunkten är att själva modellen är given, medan den andra ståndpunkten (som företräds av majoriteten) är att det av de skäl som vi tidigare har beskrivit inte är acceptabelt att enbart förlita sig på modellen. I Sveriges fall skulle en bostadsbubbla som spricker vara en "tail risk" vars sannolikhet man inte enkelt kan kvantifiera – även om den förmodligen fortfarande är låg – och som man inte kan förutse när den kommer att inträffa.

Det kan även finnas andra argument, t.ex. den österrikiska skolan⁴⁷, för att man med tanke på osäkerheten kan vilja få penningpolitiken och räntorna att återgå till det "normala" snabbare än vad som kan framgå i en ren DSGE-

⁴⁷ Denna skola menar att produktionens struktur, och kapitalintensitet, är en funktion av nivån på realräntorna. Om räntorna hålls på onormalt låg nivå under alltför lång tid kan strukturen på produktionen därför bli alltmer fel allokerad och för kapitalintensiv, vilket i sin tur kan leda till en ny kris i framtiden.

Se även förste vice riksbankschef Svante Öbergs tal den 18 mars 2011: "Min syn på penningpolitiken 2006–2011": "Långa perioder med mycket låg ränta kan nämligen leda till finansiella obalanser. De kan exempelvis leda till en snabb kreditexpansion som på sikt kan leda till att en del hushåll inte kommer att ha råd att betala räntor och amorteringar på sina bostadslån. Hushållens ränteförväntningar är tillbakablickande och de långsiktiga förväntningarna dras ner av de låga räntor som varit fallet ett antal år. När räntorna sedan stiger kommer problemen. Men det handlar inte bara om hushållen och bostadslånen. Som jag redovisade i den första delen av talet kan en för expansiv penningpolitik också bidra till finansiella obalanser av annat slag."

modell. Det är inte vår sak att ta ställning till de olika argument som majoriteten hänvisade till, i synnerhet i direktionens utförliga protokoll under 2010. Men likaväl som vi inte kritiserar Riksbanken för att man inte lyckades förutse den ”tail risk” som drabbade världens finansiella system fjärde kvartalet 2008, så kritiserar vi inte majoriteten för att man var oroad över sådana risker i Sverige under 2010, risker som – delvis tack vare de åtgärder som vidtogs – förmodligen *inte* kommer att bli verklighet⁴⁸.

Vi vill emellertid även påpeka att de flesta, men inte alla, ”tail risks” som påverkar direktionens beslut handlar om oro för den finansiella stabiliteten. Vi håller med om att reporäntan är ett otillfredsställande och trubbigt verktyg för att hålla tillbaka en alltför snabb tillgångspris- och kreditutveckling. I avsnitt 3.2 rekommenderade vi att de penningpolitiska myndigheterna i Sverige i allmänhet, och Riksbanken i synnerhet, skulle ha mer riktade verktyg för makrotillsyn till sitt förfogande, t.ex. rätten att fastställa och ändra belåningsgrader. Då skulle hot mot den finansiella stabiliteten kunna angripas med mer specifika och ändamålsenliga verktyg för makrotillsyn, och räntebeslutet i ännu högre grad än i dag kunna inriktas på ränteverktygets konsekvenser för framtida BNP- och inflationsgap. Även här vill vi emellertid understryka att räntebeslutet, oavsett hur sofistikerade de modeller och metoder (för t.ex. förlustfunktionen) som används är, även i fortsättningen bör underställas de inblandades subjektiva bedömning och varken kan eller bör reduceras till en kvasiautomatisk formel.

4.2 Vilka inflationsmått bör användas?

Ett skäl till att det är något lättare att uppnå prisstabilitet med hjälp av en penningpolitik inriktad på ett (flexibelt) inflationsmål än att uppnå finansiell stabilitet genom makrotillsyn, är att det går att kvantifiera inflation utifrån en kardinalskala, medan finansiell stabilitet, åtminstone hittills, bara kan beskrivas binärt som stabilitet eller instabilitet. Det råder emellertid mycket olika meningar om vad som är det lämpligaste måttet för att mäta inflation, både generellt och när det gäller centralbankens inflationsmål.

En av få kritiska synpunkter om Riksbankens penningpolitik som framfördes i den förra utvärderingen av Giavazzi och Mishkin – *Utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995–2005*, Sveriges riksdag (2006/07:RFR1) – var (i rekommendation 5): ”Inflationsmålet bör definieras i termer av ett prisindex

⁴⁸ Den svenska ekonomin har när allt kommer omkring återhämtat sig snabbare än väntat under hela 2010, vilket innebär att huvudbanan ser rätt mycket bättre ut, även sett till kvadrerade medelgap. Trots att en, eller två, medlemmar av majoriteten kan ha haft en aning om detta bör det ändå betraktas som en tillfällighet. Vi hoppas, men tvivlar faktiskt på, att vi skulle ha skrivit ovanstående på exakt samma sätt även om återhämtningen hade blivit svagare än väntat.

som inte direkt påverkas av boendekostnader” (s. 79).⁴⁹ Giavazzi och Mishkin menade till och med ”att Riksbanken på senare tid har gjort ett allvarligt misstag i sin kommunikationsstrategi, nämligen när det gäller debatten om tillgångsprisernas roll i penningpolitiken”. De antydde att höjningarna av reporäntan i januari och februari 2006 som kom efter uttalanden om oro över huspriserna vid en tidpunkt då inflationen underskred målet något var ett misstag (ibid. s. 74–75) och konstaterar: ”Dessutom har huspriser sällan gett upphov till finansiell instabilitet eftersom det är lättare för finansiella institut att bedöma kreditrisken för bostadslån, och hushållen är mycket obenägna att inte fullgöra sina betalningsskyldigheter för dessa lån.”

Så här med facit i hand (men kanske också i ljuset av de tidigare finansiella kriserna i Norden i början av 1990-talet⁵⁰) verkar dessa synpunkter malplacerade, men 2006 var de representativa för den teoretiska huvudfåran (vilket inte är fallet i samma utsträckning i dag).

Riksbankschef Stefan Ingves godtog inte rekommendationen vid denna tidpunkt. I sina kommentarer om Giavazzi och Mishkins rapport inför riksdagens finansutskott (den 30 november 2006) gjorde han klart att han ansåg att

... den kritik som förs fram i utvärderingen inte bara handlar om i vad mån vi varit otydliga i frågan om hur vi betraktar husprisutvecklingen som ett självständigt mål – vilket vi alltså inte gör. Kritiken förefaller delvis också botten i att författarna har en lite annan syn än Riksbanken på hur huspriserna bör beaktas i penningpolitiken. Författarna argumenterar för att penningpolitiken bör reagera på en snabb prisstegring på bostadsmarknaden bara om en sådan prisstegring via normala kanaler bedöms leda till problem med t.ex. överhettning och alltför hög inflation. Det sättet att resonera är inte oproblematiskt. En snabb ökning av bostadspriserna och utlåningen till hushållen kan innebära risker på sikt som det inte på något enkelt sätt går att siffrasätta och fånga i de vanliga prognoserna för ekonomin ett par år framåt. Om prisutvecklingen och upplåningsökningen till en del skulle bygga på orealistiska förväntningar om hur bostadspriserna och räntorna kommer att utvecklas framöver, så

⁴⁹ ”Det nuvarande KPI-måttet inkluderar en viktig post som i huvudsak utgörs av bolåneräntan multiplicerad med ett index för värdet på fastighetsstocken. Detta mått är inte det som Riksbanken bör fokusera på för att stabilisera ekonomin. Det absolut bästa sättet att lösa detta problem skulle vara att Statistiska centralbyrån ändrade definitionen av KPI på det sätt som har skett i andra länder, däribland euroområdet, för att rensa bort huspriser och räntors inflytande på KPI-måttet. En annan lösning skulle vara att Riksbanken klargör att inflationsmålet definieras i form av ett mått som inte omfattar räntor och huspriser (t.ex. UNDEX).” (ibid. s. 79). Se även diskussionerna på s. 53–55 och i avsnitt 4.6.4, s. 71–73.

⁵⁰ Här krävs ett förtydligande, eftersom förlusterna, åtminstone under krisen i Sverige, orsakades av affärsfastigheter, medan hushållen faktiskt inte ställde in sina betalningar. Det är en ståndpunkt som fortfarande vidhålls av Finansinspektionen och Riksbanken när de hävdar att bostadssektorn inte utgör något direkt hot mot den finansiella stabiliteten, utan mot den makroekonomiska stabiliteten (genom att privatkonsumtionen sjunker om hushållen sparar för att kunna betala tillbaka sina lån). Om Finansinspektionen hade haft en annan infallsvinkel hade man faktiskt kunnat rättfärdiga begränsningen av belåningsgraden utan att använda konsumentskyddet som förevändning. Detta hade varit möjligt eftersom det uttryckligen ingår i Finansinspektionens uppdrag att upprätthålla finansiell stabilitet (se <http://finansinspektionen.se/Om-F>). Det juridiska problemet var att makroekonomisk stabilitet inte gör det.

finns en risk för en ganska kraftig korrigerings av förväntningarna och priserna längre fram. Följden av en sådan korrigerings skulle kunna bli att ekonomin utvecklas svagt under lång tid. Det får också effekter på inflationen.

Vid de penningpolitiska besluten kan den här typen av risker behöva vägas in på annat sätt än genom det normala tillvägagångssättet, där prognoserna för inflationen och realekonomin de närmaste två åren utgör utgångspunkten. Det kan t.ex. ske genom att en räntehöjningsfas påbörjas något tidigare än vad som annars hade varit fallet. Förhoppningen är förstås att det ska bidra till ett lugnare anpassningsförlopp för bostadspriserna och därmed till en stabilare utveckling av inflationen och den reala ekonomin.⁵¹

Som framgår av vår tidigare diskussion i avsnitt 4.1 instämmer vi med Riksbanken i denna fråga, som ju blev aktuell igen 2010. Vår förhoppning är emellertid att mer riktade verktyg för makrotillsyn för att begränsa den ”tail risk” som en tillgångspris-/kreditexpansionsbubbla och ett efterföljande ras utgör kommer att göra det möjligt att jämka samman dessa olika ståndpunkter.

Mer generellt anser vi att boendekostnader *bör* tas med i det index som används för att mäta inflationen. Det finns flera skäl till detta. För det första utgör dessa kostnader en betydande del av budgeten för ett normalt hushåll, varför inflationen i allmänhetens ögon är *inklusive*, inte *exklusive*, boendekostnader. Medan Giavazzi och Mishkin (på s. 74) hävdar att Riksbankens uttalanden om boendekostnaderna/husprisinflation kan leda till en försvagning av ”medborgarnas och marknadernas förtroende för banken”, menar vi tvärtom att det kan undergräva allmänhetens förtroende att helt ignorera husprisinflationen.

Giavazzi och Mishkin menar vidare (på s. 39) att ett lämpligt inflationsmål bör vara inriktat på trögrörliga priser och bortse från mer lättrorliga priser, på t.ex. energi, livsmedel (som båda påverkas av växelkursen) och bostäder. Även om detta argument för att man bör fokusera på ”den underliggande inhemska inflationen” har stort stöd, inte minst i USA, anser vi inte bara att det är felaktigt utan potentiellt riskabelt, i synnerhet för en liten och öppen ekonomi. En lätt penningpolitik kan i kombination med en långsam utveckling av de inhemska enhetsarbetskostnaderna t.ex. leda till en kraftig depreciering av växelkursen och/eller till en snabbare husprisinflation. Båda dessa faktorer kommer förr eller senare att få återverkningar på den underliggande inhemska inflationen/produktionen och på instabiliteten i tillgångspriser mer allmänt.

Vi håller däremot med om att användningen av bostadspris-/boendekostnadsmått som en del av inflationsmåttet kan vara mycket problematiskt, eftersom det i de flesta sådana mått finns ett samspel mellan bostads-

⁵¹ I finansutskottets betänkande om Giavazzi och Mishkins utvärdering (betänkande 2006/07:FiU27) sägs även: ”Utskottet ställer sig bakom det nuvarande inflationsmålet och inflationsmålets nivå på 2 % ± 1 procentenhet i toleransintervall och konstaterar att målet har fungerat väl. Utskottet anser inte heller att det finns några starka skäl till [att] ändra inflationsmålets målvariabel från konsumentprisindex (KPI) till något annat prisindex.”

priserna (och/eller kostnader för renovering) och bolåneräntorna. När bolåneräntor (eller indirekta skatter) stiger till följd av en höjning av styrräntorna (en åtstramning av penningpolitiken) i syfte att minska efterfrågetrycket och därmed inflationen, blir den direkta effekten av detta därför att den uppmätta inflationen stiger. Detta kan utlösa en negativ spiral och överreaktion. På senare år, under högkonjunkturen 2005–2007 och under den efterföljande krisen, har räntorna mycket riktigt varierat så mycket (och vikten av boendekostnaderna i konsumtionskorgen varit tillräckligt stor) att det har orsakat en betydande volatilitet i den grundläggande KPI-serien.

Detta hanteras bäst genom att det KPI-mått som används för att fastställa ett inflationsmål baseras på ett mått som utgår från en konstant ränta (och eventuellt konstanta indirekta skatter). Så sker i dag genom KPIF-indexet, och KPIF-serien har de senaste åren varit betydligt jämnare än KPI-serien. Vi anser därför att Riksbanken har hanterat frågan om hur inflationen ska mätas i samband med att man fastställer och försöker uppnå inflationsmålet på alldeles rätt sätt. Som framgår av bilagan till detta avsnitt har man emellertid ändrat nomenklaturen – från UND1X till KPIX till KPIF – lite för ofta, i synnerhet under åren 2006–2008, vilket kan ha orsakat förvirring. Vi *rekommenderar* att Riksbanken inte gör några ytterligare förändringar utan tills vidare behåller de nuvarande definitionerna av KPI (och målet på 2 procent) och KPIF, och att man fortsätter att använda KPI-måttet som mål för stabiliteten på medellång sikt och KPIF-måttet för att bedöma de mer kortsiktiga framstegen mot inflationsmålet.

Diagram 4:13 KPI och KPIF

Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

4.3 Styrräntebanan

4.3.1 Metod

Den viktigaste nyheten i Riksbankens penningpolitik under de senaste fem åren är att man baserar sin prognos på en egen styrräntebana. Tidigare använde Riksbanken den implicita korta terminsräntebanan, bortom den räntenivå som beslutats av direktionen, vilken beräknades utifrån avkastningskurvan på marknaden. Denna förändring infördes i samband med prognosomgången i februari 2007 efter att ha varit på gång tidigare och godkänts av Giavazzi och Mishkin (rekommendation 4, s. 82).⁵²

Den tidigare kritiken mot denna metod, som gick ut på att det kan vara svårt att nå enighet om en sådan bana i en direktion med många ledamöter (C. Goodhart, "Monetary Transmission Lags and the Formulation of the Policy Decision on Interest Rates", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, juli/augusti 2001), verkar ha kommit på skam. Den nya metoden har dessutom en annan positiv effekt som man i regel inte hade räknat med på förhand, nämligen att den innebär att de berörda medarbetarna på centralbanken – i synnerhet på prognosenheten och avdelningen för penningpolitik, blir mer

⁵² Riksbanken förvarnade om denna förändring. Se Irma Rosenbergs tal "Riksbanken inför egen räntebana", den 17 januari 2007, och "Den aktuella penningpolitiken", den 5 februari 2007. Se även pressmeddelandet den 5 februari 2007 om det sistnämnda talet.

involverade i utformningen av politiken och sannolikt finner ökad tillfredsställelse i sitt arbete.

En annan fördel med att Riksbanken offentliggör sin tänkta styrräntebana är att det innebär att den inte längre måste ge marknaden signaler om sina framtida avsikter. Hur, och om, sådana signaler bör ges, och av vem, var tidigare en ganska omtvistad och svårhanterlig fråga, både i Sverige och på andra håll. Genom att den tänkta banan offentliggörs försvinner detta besvärsliga problem helt.

När den officiella räntebanan i prognosen baseras på exogena faktorer som en konstant styrränta eller en implicit bana som beräknas utifrån marknadsräntorna kan prognosen konstrueras, vilket normalt också sker, i ett politiskt vakuum där det inte görs något försök att förutspå hur den penningpolitiska kommittén kommer att reagera. Skulle den penningpolitiska kommittén besluta om en ränteändring (utöver den eventuella förändring som kan vara implicit i marknadsräntorna), måste prognosteamet naturligtvis i efterhand revidera sin prognos i enlighet med detta. Men även om prognosteamet kan ha en viss aning om den penningpolitiska kommitténs avsikter är den prognos som görs på förhand och beslutet om den nuvarande styrräntan åtskilda och oberoende av varandra.

En sådan åtskillnad är inte längre tekniskt möjlig när prognosen baseras på den tänkta/förväntade styrräntebanan. Det blir i själva verket i stort sett omöjligt att som tidigare göra en distinktion mellan en prognos *före* den penningpolitiska kommitténs beslut och *efter* den penningpolitiska kommitténs beslut. Prognosarbetet är en växelverkan mellan att undersöka strategier och utfall, vilket kan sätta en viss press på medarbetarna. Även i centralbanker där man fortfarande håller prognoser och styrräntebeslut åtskilda är medarbetarna ofta angelägna om att inte ge intryck av att vilja påtvinga den penningpolitiska kommittén sina egna bedömningar, preferenser och ordinationer om vilken politik som bör föras, utan alltid vara neutrala och objektiva. Denna press tror vi är större på centralbanker som gör en egen räntebana. I vilken grad bör medarbetarna sträva efter att basera sina prognoser/räntebanor på vad de tror kommer att accepteras av en (majoritet i) den penningpolitiska kommittén i stället för på sina egna bästa bedömningar? Även om det framkom att det fanns en viss oro kring detta har vi inga skäl att rekommendera några förändringar.

En konkret förändring i prognos- och beslutsarbetet till följd av den nya processen är att själva räntebeslutet i praktiken tidigareläggs. På de flesta centralbanker fattas räntebeslutet vid mötet i den penningpolitiska kommittén (FOMC på Federal Reserve, ECB-rådet på ECB). På Riksbanken är så inte längre fallet. Beslutet fattas i själva verket inom den snävare krets som deltar i den andra delen av det penningpolitiska beredningsmötet (Stor-PBG2). Beslutet ratificeras därefter när det första utkastet till den penningpolitiska rapporten har sammanställts och diskuterats vid det andra formella direktionsmöte som ”hålls några dagar efter Stor-PBG2 då prognoserna redovisas” (Hallsten och Tägtström, *Penning- och valutapolitik*, 1/2009, s. 81).

Det tar ett par veckor att sammanställa ett utkast till den penningpolitiska rapporten som inkluderar den officiella räntebanan. Rapporten offentliggörs *dagen efter* det penningpolitiska mötet. Alla som känner till hur centralbanker arbetar inser att man inte kan fatta ett oväntat beslut ena dagen och offentliggöra en lång, sammanhängande prognosbeskrivning baserad på detta beslut dagen efter. Det är naturligtvis teoretiskt möjligt för direktionen att överraska alla den dag det penningpolitiska mötet hålls genom att revidera sitt tidigare beslut, men då skulle man bli tvungen att skjuta upp publiceringen av den penningpolitiska rapporten, vilket skulle vara ganska genant. I praktiken kan direktionen, om det skulle inträffa någon oförutsedd störning, ändra den nuvarande räntenivån och den tänkta styrräntebanan vilken dag på året som helst. Med tanke på hur genant det skulle vara att behöva riva upp allt arbete som har lagts ned på den penningpolitiska rapporten är dagen för det penningpolitiska mötet kanske en av de minst troliga dagarna för sådan plötslig revidering.

Vi anser att Riksbankens tidtabell för de olika stegen i den penningpolitiska processen inte har anpassats till, eller hunnit ifatt, följderna av bankens nya prognosmekanism. Räntebeslutet fattas INTE vid det penningpolitiska mötet. Ett preliminärt beslut fattas i stället tidigare, vid det andra penningpolitiska beredningsmötet (Stor-PBG2), som därefter ratificeras vid det formella direktionensmötet ett par dagar senare.

Vi menar att det är fel att fortsätta att ge sken av att det är vid det penningpolitiska mötet som det faktiska beslutet fattas, eftersom detta inte stämmer. En nackdel med detta är dessutom att ett inte obetydligt antal medarbetare på Riksbanken, vid sidan om direktionsledamöterna, i praktiken får kännedom om högst konfidentiell och marknadskänslig information ett par veckor innan den blir offentlig. Det säger mycket om riksbankstjänstemännens ansvarskänsla, höga moral och sammanhållning att det hittills inte har förekommit några läckor. Det är emellertid inte lämpligt att behålla ett system som medför sådana risker för läckor så länge. Vi *rekommenderar* att tillkännagivandet av den nuvarande nivån på styrräntorna *och* den tänkta framtida banan ska ske efter det direktionensmöte som hålls ett par dagar efter det andra penningpolitiska beredningsmötet (Stor-PBG2). Detta bör i normala fall åtföljas av ett *kort* uttalande om huvudargumenten och röstningens utfall. Den penningpolitiska rapporten (uppdateringen) skulle därefter offentliggöras enligt samma tidtabell som nu.

Vad gör man då under det penningpolitiska mötet om man inte fattar några beslut? Vad mötet alltmör har blivit, i takt med att meningsskiljaktigheter i direktionen på senare år har blivit mer vanliga, är en arena för direktionens ledamöter att i utförliga ordalag redogöra för de analyser och skäl som har fått var och en av dem att bestämma sig för ståndpunkter som de i själva verket intog flera veckor tidigare.

Det finns såväl fördelar som nackdelar med detta. Det är informativt, för att inte säga något av en åskådarsport för dem som befinner sig utanför Riksbanken. Det tvingar samtliga direktionsledamöter att se till att de kan formu-

lera och förklara skälen bakom sina ståndpunkter tydligt och utförligt. Det bidrar till ökad disciplin inom direktionen. Men det kan också skapa konfrontationer och riskera att överdriva och förstärka meningsskiljaktigheter inom direktionen, inklusive meningsskiljaktigheter som kanske är av ganska ringa betydelse för ekonomin. Bland ledamöter av centralbanksdirektioner som inte besitter samma mognad och förnuft som Riksbankens direktion kan sådana konfrontationer övergå från intellektuella duster till mer personliga motsättningar. Om det nuvarande penningpolitiska mötet helt enkelt avskaffades skulle ledamöter med en avvikande uppfattning ändå ha möjlighet att lägga fram sina argument i en rad forum utanför banken. Flera av de avvikande meningar som har uttryckts i protokollen från penningpolitiska möten har i själva verket upprepats, ibland nästan ordagrant, i sådana presentationer utanför banken.

Vi rekommenderar att Riksbankens direktion träffas för att diskutera vad det penningpolitiska mötet ska ha för syfte under den nya prognosregimen, och om dess namn, funktion och ansvarsområde bör ändras eller inte.

4.3.2 Erfarenheter

Riksbanken införde det nya prognosförfarandet, vilket baseras på bankens egna prognoser på styrräntornas framtida utveckling, så sent som 2007. Under åren sedan dess har den största oförutsedda chocken i modern tid inträffat. Det är därför alldeles för tidigt att dra några slutsatser om hur väl den nya metoden har fungerat. Klart är dock att såväl argumenten för, som emot, metoden har försvagats.

Det främsta argumentet mot var kanske att marknaden, eftersom det är svårt att sia om framtiden, skulle lägga alltför stor vikt vid centralbankens prognos, vilket skulle leda till att privata prognosmakare skulle samordna sig kring den (förmodat mer välunderbyggda) officiella prognosen och bortse från sin eventuella privata information. Marknadens (korta) avkastningskurva skulle alltså bara vara en spegelbild av myndigheternas tänkta bana och därmed eventuellt ge mindre information än tidigare (Morris och Shin, 2005). En annan farhåga (se Giavazzi och Mishkin, 2006) var att ändrade förhållanden skulle innebära att de officiella prognoserna i normala fall skulle visa sig vara felaktiga och den önskvärda officiella räntebanan behöva revideras. Man menade att sådana nödvändiga revideringar skulle försvaga centralbankens trovärdighet (trots att det 2007 inte fanns något stöd för att så hade skett i Nya Zeeland, där man hade baserat prognoserna på en sådan styrräntebana sedan 1999).

Det har förmodligen funnits tre huvudargument för att offentliggöra en prognos över centralbankens egen officiella korträntebana. Det första var att centralbanken, uppbackad av ett stort antal skickliga modellkonstruktörer och med makroekonomiska och finansiella experter både bland sina medarbetare och i den penningpolitiska kommittén/direktionen, skulle kunna göra bättre förutsägelser om sitt eget framtida agerande när det gällde räntesättningen än någon annan. Det skulle alltså vara oresonligt att undanhålla användbar in-

formation genom att inte offentliggöra sådana prognoser för allmänheten och marknaden. En centralbank borde följaktligen göra sina planer/prognoser/avsikter offentliga av hänsyn till öppenhet, tydlighet och en god kommunikation.

Det andra argumentet för denna strategi, som fördes fram av Woodford och Eggertsson (2003) i "Optimal Monetary Policy in a Liquidity Trap" (*NBER WP 9968, september*) är att den långa räntan i många fall (bland annat beroende på förhållandet mellan bolån med rörlig respektive fast ränta) är viktigare för att påverka ekonomiska beslut än den korta räntan. Långräntor beror på förväntningar om framtida korträntor. Genom att offentliggöra en förväntad/tänkt/prognostiserad bana för de korta styrräntorna bör centralbanken därför kunna påverka förväntningarna och därmed långräntorna bättre och därmed förstärka den transmissionsmekanism genom vilken en centralbank kan påverka ekonomin. Det här kan kanske beskrivas som en omvänd spegelbild av Morris och Shins motargument. Eftersom människor, precis som marknaden, kommer att samordna sig kring centralbankens prognosbana får centralbanken ett kraftfullt ytterligare verktyg.

Det tredje, och i våra ögon mindre viktiga, argumentet är att det gör prognosen internt konsistent. Det främsta alternativet till att centralbanken använder sin egen prognostiserade bana är att man använder den implicita bana som baseras på avkastningskurvan på penningmarknaden. Det är emellertid omöjligt att veta vilka generella antaganden marknaden kan ha gjort beträffande andra inslag i prognosen. Det kan därför hända att de prognoser för BNP/inflation som centralbanken gör på grundval av marknadens avkastningskurva inte alls stämmer överens med dem som marknadsaktörerna hade tänkt sig.⁵³

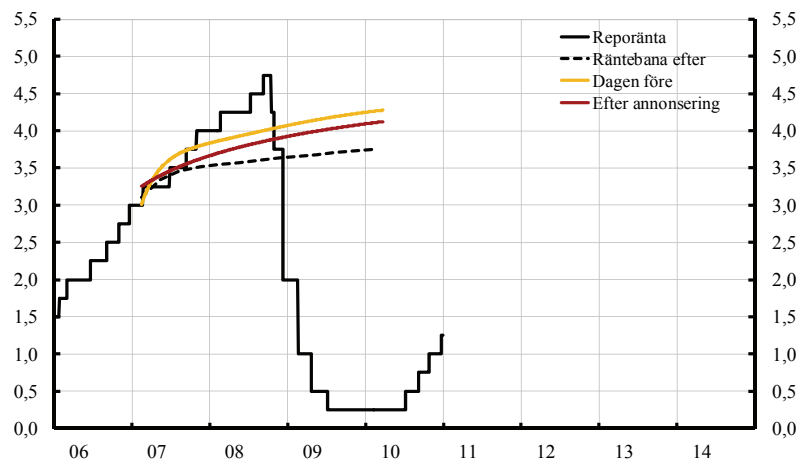
De första sju gångerna som det nya prognosförfarandet användes (se diagrammen nedan) var förhållandet mellan Riksbankens räntebana och marknadens avkastningskurva exakt det som man kunnat förvänta sig med tanke på både Morris–Shins argument mot och Woodford–Eggertssons argument för denna metod. I juni 2007 och återigen i juli 2008 ledde tillkännagivandet av

⁵³ "Are Central Banks Projections Meaningful?", CEPR DP 8027, oktober 2010. Gali hävdar att det finns olika sätt att få marknadens avkastningskurva att stämma överens med centralbankens egna beteenderegler, men att de leder till flera olika utfall. "Jag har i denna uppsats lagt fram ännu ett argument för antagandet av prognoser som baseras på centralbankens egna ränteprognoser. Jag har gjort detta genom att hävda att alternativet, dvs. att göra prognoser på grundval av en exogen räntebana, vilar på osäker teoretisk grund. Denna slutsats följer inte av det ofta framförda argumentet att sådana prognoser normalt är obestämbara i framåtblickande modeller. Jag har tvärtom beskrivit inte mindre än tre olika metoder att konstruera bestämda prognoser som är beroende av en godtycklig räntebana. Jag har i stället hävdad att de största bristerna i dessa prognoser ligger just i det stora antal metoder (som alla är knutna till olika regler) som kan användas för att producera dem, samt det faktum att de olika metoderna i allmänhet ger divergerande prognoser för andra variabler än själva räntan. Denna iakttagelse gör att det måste ifrågasättas om prognoser som är beroende av en given räntebana är användbara, eftersom det i princip inte finns något uppenbart skäl varför man skulle välja en metod framför en annan för att producera denna bana." Slutsatser, s. 10.

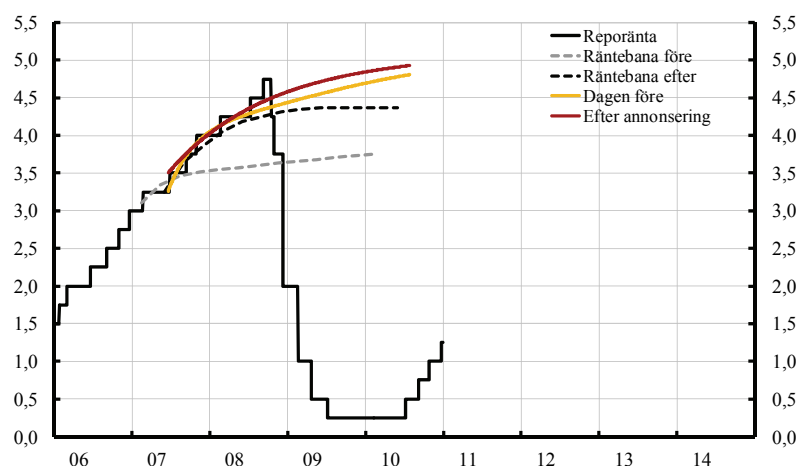
den nya reporäntebanan till att marknadens avkastningskurva raskt anpassade sig till den nya räntebanan. Marknadsräntorna reagerade mindre, men i väntad riktning, när den förväntade officiella reporäntebanan bekräftades i februari 2008. Vid de resterande prognostillfällena under denna tidigare period ligger prognosen för styrräntorna och marknadens avkastningskurvor nära varandra.

Diagram 4:14 Reporäntan, reporäntebanan och penningpolitiska förväntningar, februari 2007–juli 2008

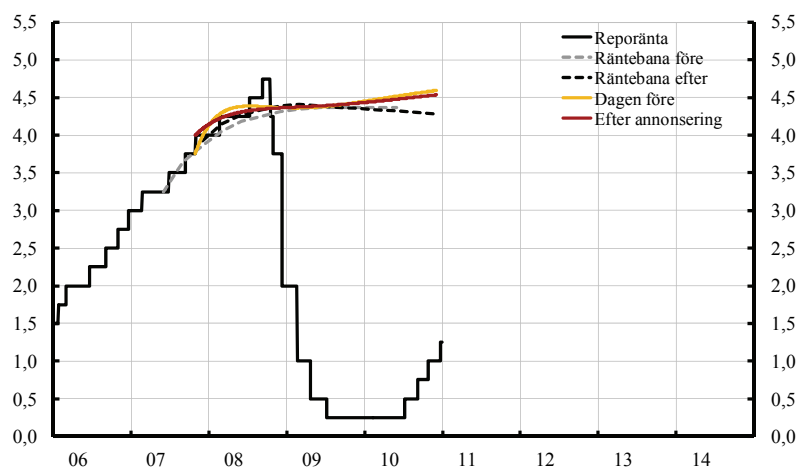
Februari 2007



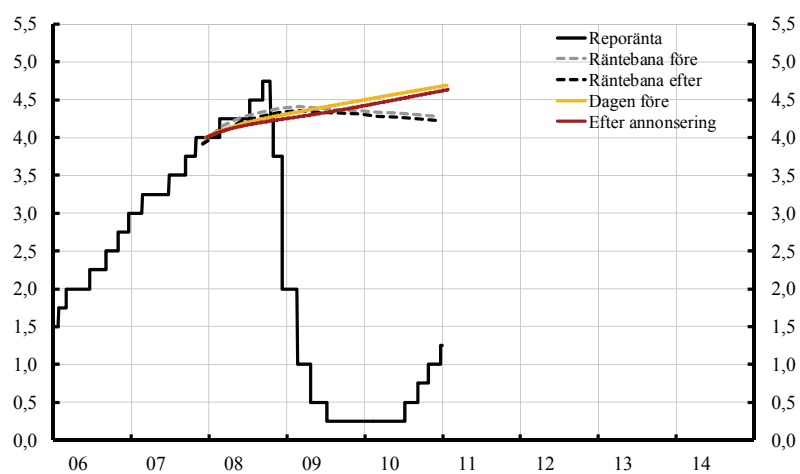
Juni 2007



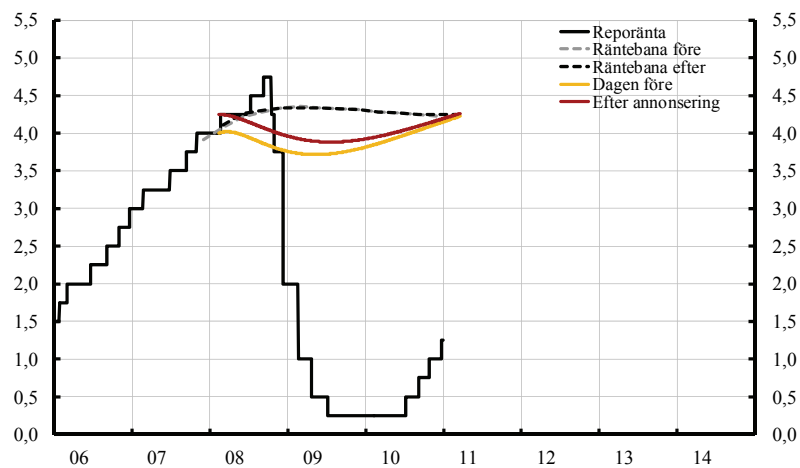
Oktober 2007



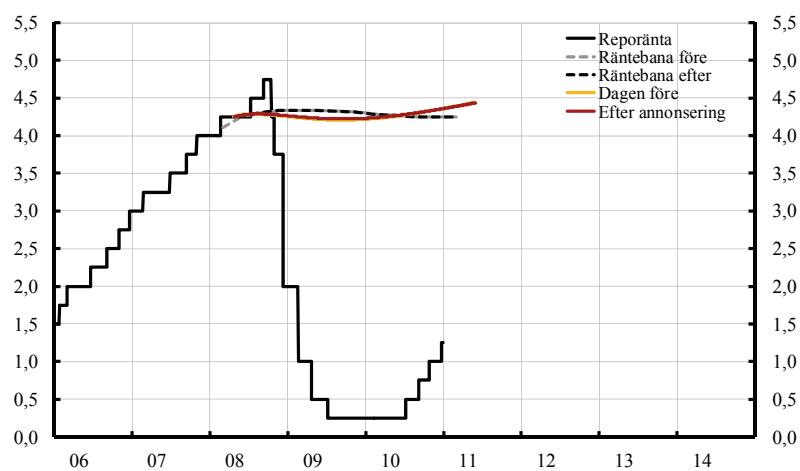
December 2007



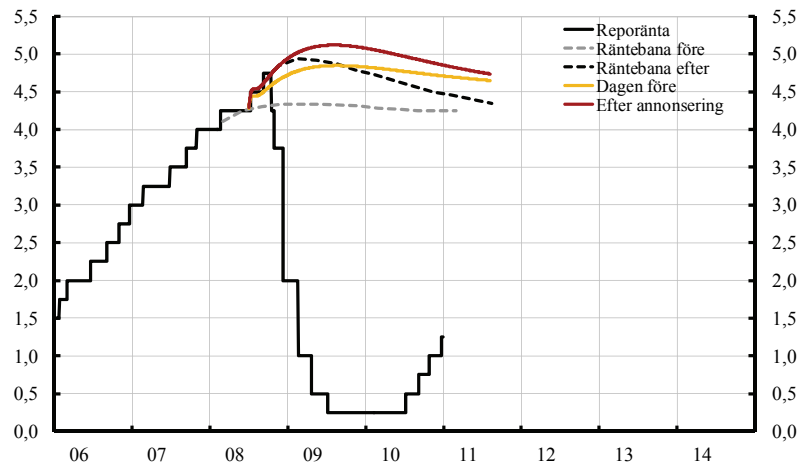
Februari 2008



April 2008



Juli 2008

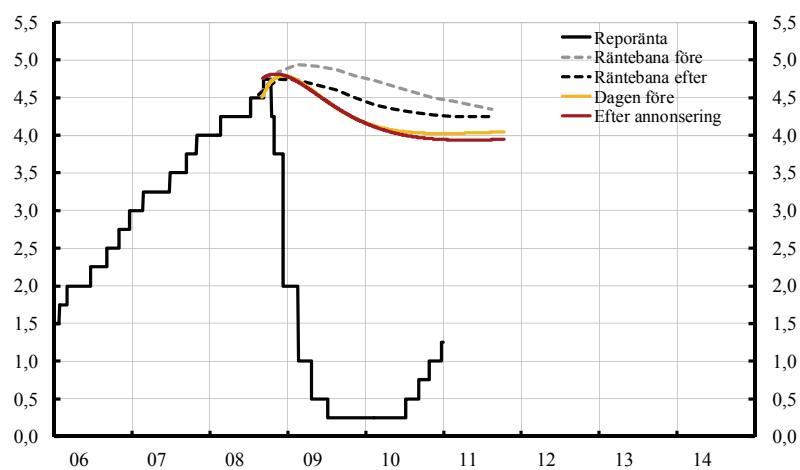


Källor: Reuters Eco Win och Riksbanken.

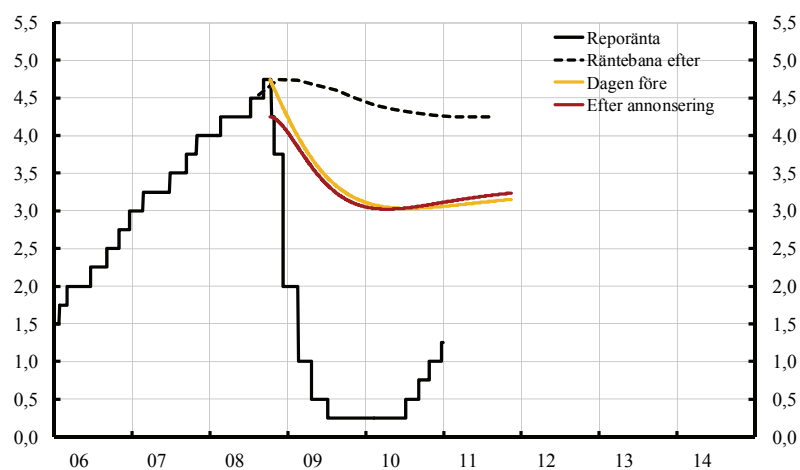
Efter den kraftiga chocken hösten 2008 började bilden av samstämmighet mellan den officiella räntebanan och marknadsräntorna, där förändringar i de förstnämnda leder de sistnämnda, att förändras. Vid de nästföljande fem tillfällena (september 2008 till april 2009) låg marknadsräntekurva, dagen före tillkännagivandet, långt under Riksbankens räntebana. På dagen för tillkännagivandet sänktes därefter den officiella banan i riktning mot marknadsbanan, men låg hela tiden fortfarande över den (utom i februari 2009). I stället för att återigen röra sig mot den officiella räntebanan sjönk emellertid marknadsräntekurva ännu lite längre bort ifrån den. En slutsats av detta skulle kunna vara att marknaden tvivlade på om Riksbanken gjorde tillräckligt.

Diagram 4:15 Reporäntan, reporäntebanan och penningpolitiska förväntningar, september 2008–februari 2009

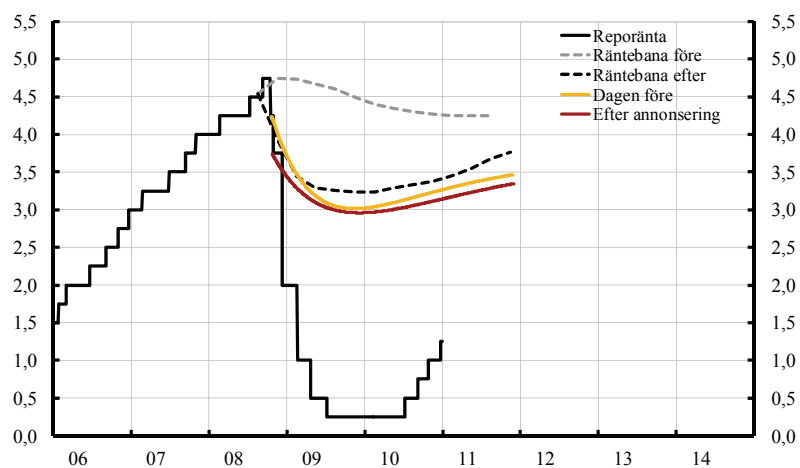
September 2008



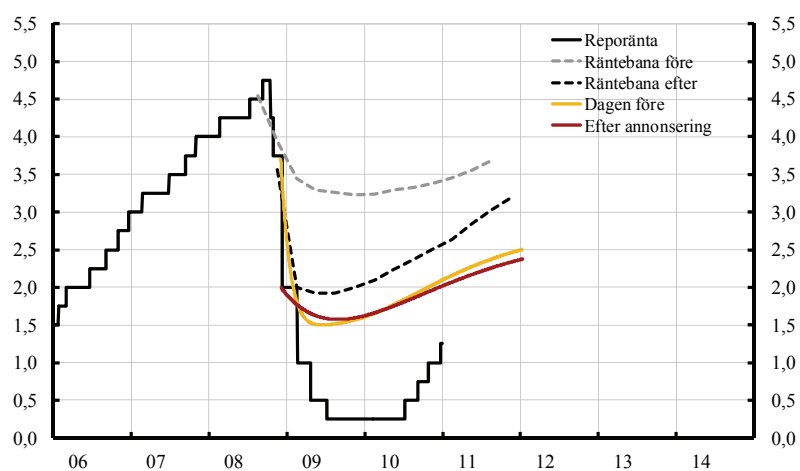
8 oktober 2008



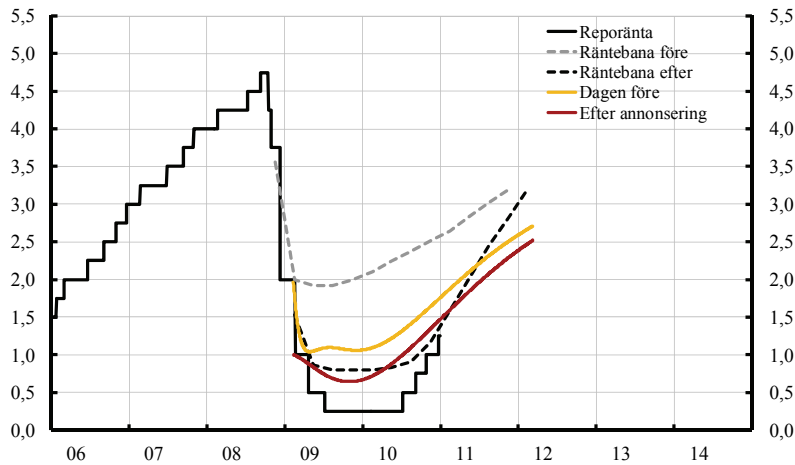
23 oktober 2008



December 2008



Februari 2009

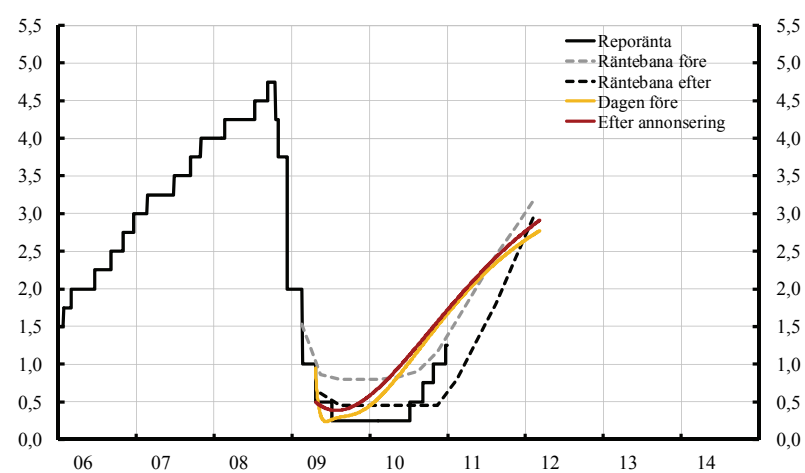


Källor: Reuters Eco Win och Riksbanken.

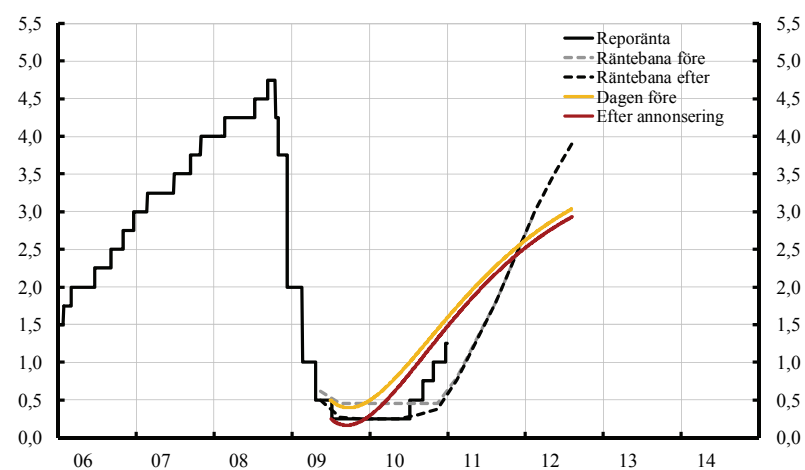
Från april 2009 fram till december 2009 inträffar en annan ganska märklig fas. Vid den här tidpunkten visar Riksbankens räntebana att räntorna kommer att vara extremt låga en längre tid, medan marknadens avkastningskurva tycks förutspå att korträntorna ganska snabbt kommer att återgå till en mer normal nivå. Det har varit svårt att få någon riktigt bra förklaring till denna fas. En förklaring är att den härledda marknadens avkastningskurva i en djup kris kan snedvridas uppåt av likviditetspremier. Problemet med denna hypotes är dock att likviditetsproblemen var som värst mellan oktober 2008 och mars 2009, inte mellan april och december 2009. Oavsett vad som ligger bakom detta är det obestridligt att marknadsräntorna under denna fas inte visade några tecken på att anpassa sig till eller röra sig i riktning mot den officiella styrräntebanan.

Diagram 4:16 Reporäntan, reporäntebanan och penningpolitiska förväntningar, april 2009–december 2009

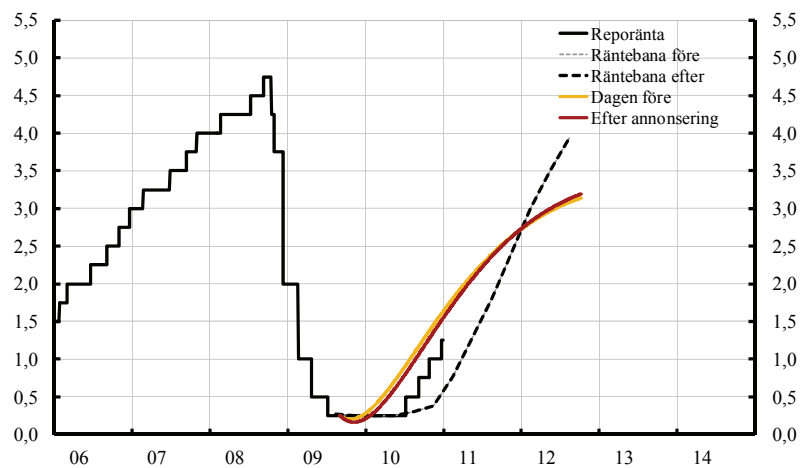
April 2009



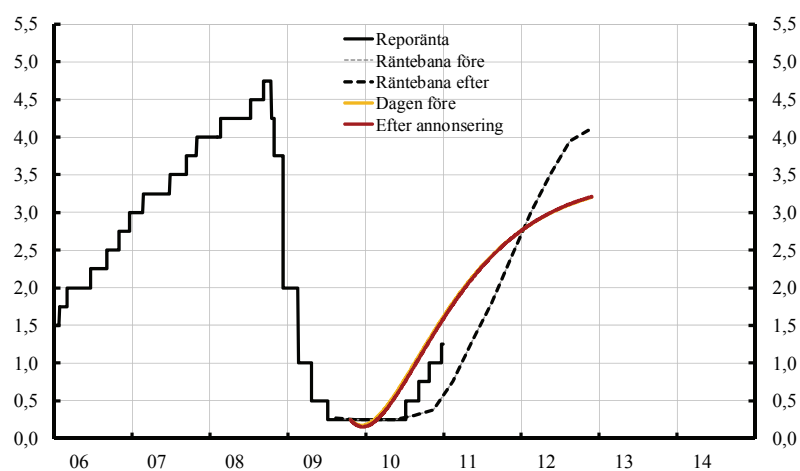
Juli 2009



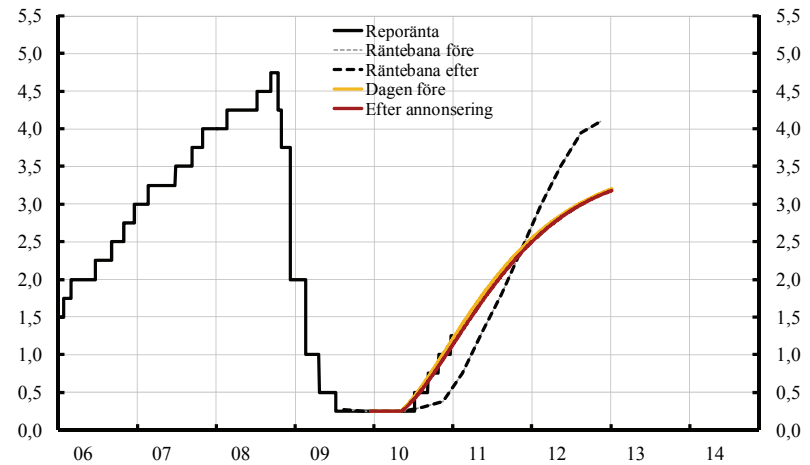
September 2009



Oktober 2009



December 2009

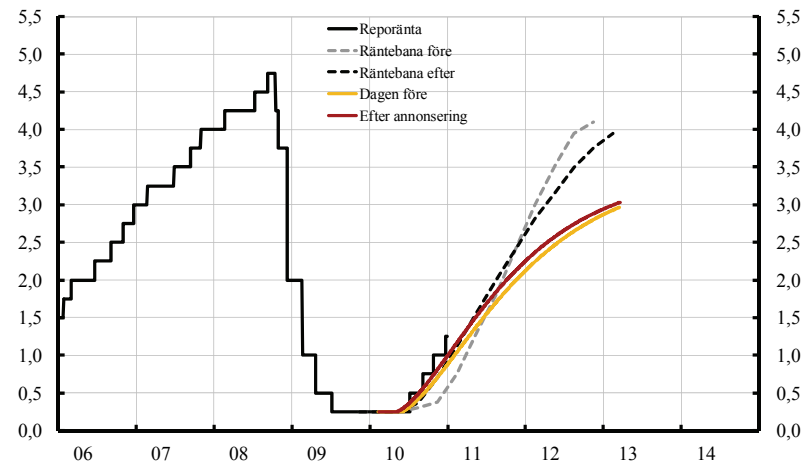


Källor: Reuters Eco Win och Riksbanken.

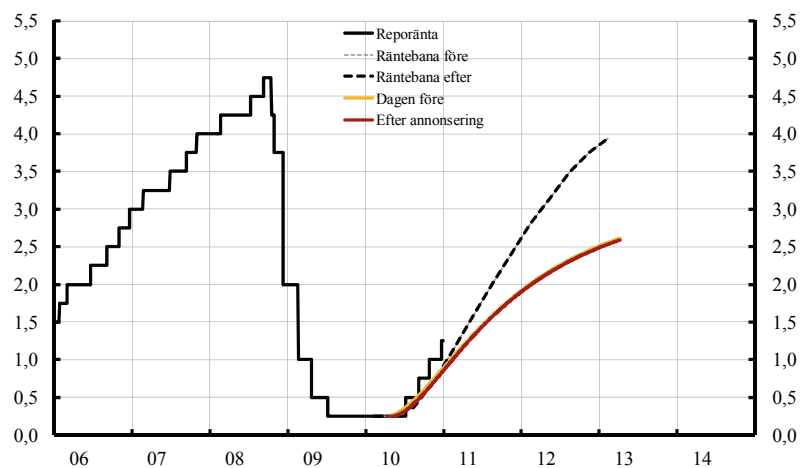
Under den sista period som vi har granskat, februari–december 2010, går förhållandet in i en ny fas. Under denna fas uppvisar den officiella räntebanan en ganska snabb återgång till en ”normal” nivå för korträntor på omkring 4 procent, medan marknadsräntorna visar en mycket långsammare öknings-takt. Mellan februari och september ökar skillnaden i själva verket vid varje prognosomgång. Riksbanken (majoriteten) står fast vid att man förväntar sig en stadig återgång till 4 procent över prognoshorisonten, medan marknaden reviderar *ned* sina penningpolitiska förväntningar i slutet av prognosperioden från 3 procent till 2 procent.

Diagram 4:17 Reporäntan, reporäntebanan och penningpolitiska förväntningar, februari 2010–september 2010

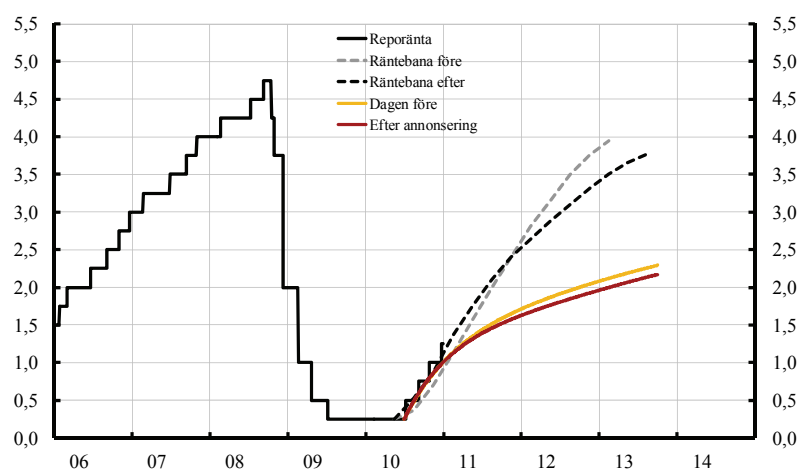
Februari 2010



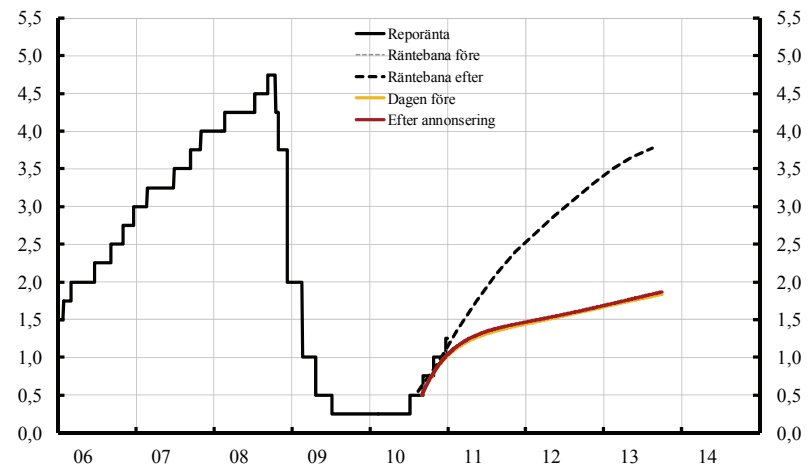
April 2010



Juli 2010



September 2010



Källor: Reuters Eco Win och Riksbanken.

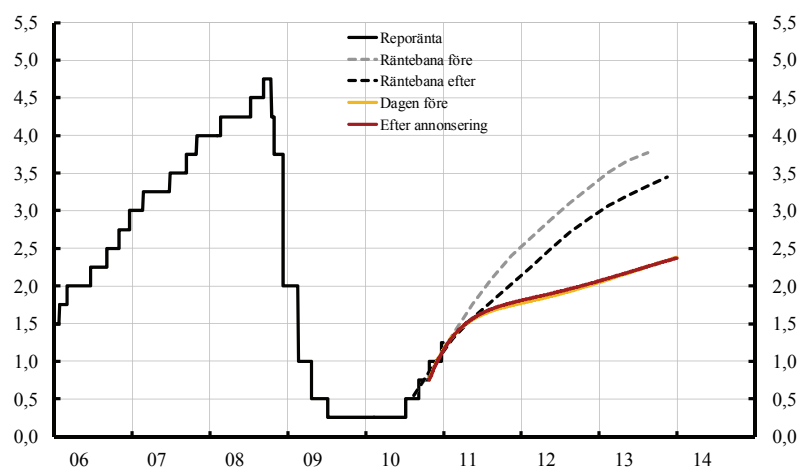
Under den här perioden var direktionen splittrad. Två av ledamöterna röstade för en lägre räntebana, inte bara för att en lägre bana skulle ge ett bättre utfall i fråga om medelkvadratgap (avsnitt 3.1), utan också därför att de menade att majoritetens prognos överskattade räntorna på medelfristig och lång sikt i andra utvecklade länder, där återhämtningen gick långsamt, och därmed underskattade räntedifferensen och att kronan förmodligen skulle appreciera. Det fanns å andra sidan flera skäl till majoritetens ståndpunkt. För det första var sannolikheten för en ”double dip” i Riksbankens huvudscenario låg. Räntornas normala historiska mönster (bland annat enligt olika typer av Taylor-regler) var dessutom inte förenliga med sådana låga räntor utomlands. Slutligen pekade andra mått på de penningpolitiska förväntningarna, t.ex. enkäter, på högre räntor.⁵⁴ Fram till nu har kronans appreciering varit betydande, men med tanke på problemen i euroområdet kanske ändå inte så stark som man hade kunnat frukta. Detta kan mycket väl fortsätta att vara en tvistefråga ett bra tag framöver.

Sedan hösten har denna skillnad emellertid blivit mindre markant i takt med att reporäntebanan har sänkts, samtidigt som marknadsräntorna har skiftat uppåt. I början av 2011 försvann skillnaden på ett års sikt helt och hållet.

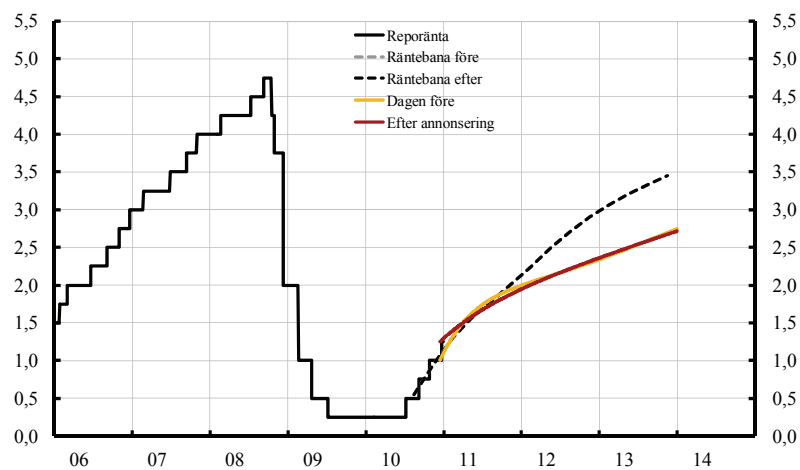
⁵⁴ Se ”Reporäntebanan och penningpolitiska förväntningar enligt implicita terminräntor” i *Penningpolitisk rapport*, oktober 2010, s. 51–55, Sveriges riksbank.

Diagram 4:18 Reporäntan, reporäntebanan och penningpolitiska förväntningar, oktober 2010–februari 2011

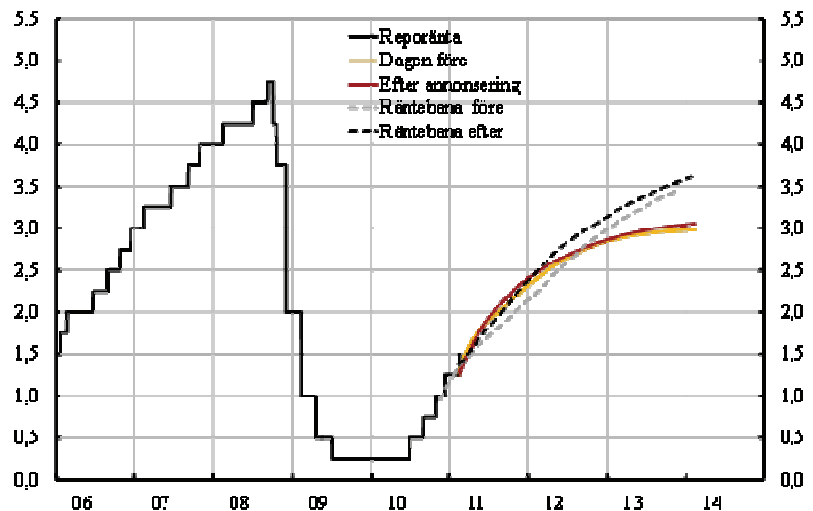
Oktober 2010



December 2010



Februari 2011



Källor: Reuters Eco Win och Riksbanken.

Det finns ett annat, inte lika viktigt, skäl att bortse från argumenten om vikten av prognoskonsistens. De flesta teoretiker hade implicit antagit att penningmarknadens avkastningskurva skulle lägga sig nära den officiella prognostiserade banan. Så blev alltså inte fallet. Men vad ska man då göra för antaganden om *de framtida avkastningskurvor* på marknaden som påverkar långräntorna? Prognosmakaren är *tvungen* att anta att myndigheterna kommer att behålla sin prognostiserade bana. Ska prognosmakaren anta att marknaden överger sin avvikande uppfattning omedelbart (eller före nästa prognosomgång) eller att marknaden håller fast vid sin (felaktiga) ståndpunkt så att alla beslut av den penningpolitiska kommittén kommer som en överraskning för marknaden? Svensson (ibid.) kallar detta "väntade och oväntade" avvikelser. Eftersom det (ännu) inte finns något bra sätt att fastställa om sådana framtida avvikelser kommer att vara väntade eller oväntade undergräver det idén om en helt konsistent prognos under sådana omständigheter.

När det gäller just denna aspekt av den pågående debatten om relativa räntor mellan majoriteten och minoriteten i direktionen, ligger våra sympatier hos minoriteten. I slutet av 2010 kan den starkare produktionstillväxten i Sverige, Tyskland och USA, och den stigande inflationen i Storbritannien, emellertid tillsammans göra majoritetens styrräntebana mer rimlig i efterhand, men det kommer i så fall att bero mer på tur än på bra förhandsanalyser.

I nästan alla argument både för och emot att centralbanken skulle offentliggöra en tänkt styrräntebana antogs det implicit att marknadsräntorna skulle lägga sig nära den officiella banan, kanske till och med i alltför hög grad. Så har inte skett. Som vi konstaterade i inledningen har alla dessa argument alltså försvagats.

Vilka slutsatser ska vi dra av detta? Tills vidare, kanske inte så många. Den period under vilken centralbankerna har experimenterat med detta arbetssätt är kort och avbröts nyligen av extrema störningar. Under denna korta och atypiska period har marknaden visat en hälsosam skepsis till Riksbankens tänkta bana. En ekonom på en av affärsbankerna berättade för oss att han betraktade Riksbankens prognoser för de närmaste uppdateringarna som informativa och för en mer avlägsen framtid främst som ett försök att påverka förväntningarna och utan något egentligt informationsinnehåll samt att han var osäker på hur han skulle ställa sig till prognoserna på medellång sikt.

På längre sikt än ett par kvartal framåt i tiden är det ingen enskild prognosmakare, inklusive centralbanken, som har, eller förmodligen någonsin kan ha, särskilt mycket tillförlitlig information om den sannolika framtida utvecklingen. Under sådana omständigheter kan "marknadernas visdom", som samlas in från många olika aktörer, utgår från många olika modeller, använder andra informationskällor och olika subjektiva sannolikheter, och som dessutom tyglas av kravet att de ska "put their money where their mouth is", mycket väl vara större än träffsäkerheten hos centralbankens prognosmakare. Det kan hända att de sistnämnda har mer att lära av de förstnämnda än tvärtom, framför allt på längre sikt. Vi utförde några mycket enkla tester för att undersöka om centralbanken har mer att lära av marknaden än tvärtom, vilka redovisas i bilaga 2. Resultaten tyder på att överraskningar i den officiella banan bara påverkar den mycket korta änden av marknadens avkastningskurva, medan "nyheter" som ändrar marknadens avkastningskurva har en stark inverkan på den efterföljande officiella räntebanan över alla prognoshorisonter.

Erfarenheterna av den officiella styrräntebanan är, som vi konstaterade i början av detta delavsnitt, alltför begränsade och omständigheterna alltför präglade av störningar för att man ska kunna dra några säkra slutsatser eller göra några rekommendationer. Merparten av de tidigare argumenten både för och emot denna metod har försvagats, i synnerhet de som byggde på antagandet att marknadens förväntningar skulle lägga sig kring den officiella prognosen. I stället verkar marknaden ha haft en hälsosam skepsis till om de officiella prognoserna kommer att slå in.

Med tanke på hur svårt det är att sia om framtiden och att det saknas verklig information i sådana prognoser på längre sikt än ett par kvartal framåt i tiden (oavsett om de görs av centralbanken eller någon annan, och oavsett om man gör dem utifrån sofistikerade modeller eller klottrar ned dem på baksidan av ett kuvert), skulle vi *rekommendera* att Riksbanken (och centralbanker över huvud taget) ger uttryck för lite mer självtvivel när man presenterar sina tänkta styrräntebanor samt prognoser för BNP och inflation. Huruvida detta bör ta sig uttryck i en ökad tonvikt på (ett trattdiagram över) osäkerheten i sådana prognoser eller genom att ränteprognoiser bortom en viss horisont

baseras på någon typ av formel⁵⁵, eller på något annat sätt, överlåter vi åt Riksbanken att ta ställning till utifrån sina erfarenheter⁵⁶.

Ett argument mot att man ska ge uttryck för vidden av osäkerhet när det gäller styrränteprognoser på längre sikt är att syftet med att offentliggöra räntebanan är att påverka förväntningarna på marknaden och att sådana förväntningar inte kommer att reagera om centralbanken verkar sakna förtroende för att den egna förväntade banan kommer att slå in. Det är inte ett argument som vi anser vara övertygande. Om sanningen är att det i själva verket finns ett mycket stort antal potentiella utfall för den framtida styrräntebanan på längre sikt, kommer varje antydning om motsatsen inte att ses som ärlig och förmodligen inte påverka välinformerade observatörer. Denna slutsats bekräftas i själva verket av de svenska erfarenheterna på senare tid.

⁵⁵ Kanske genom att förändringarna i marknadens avkastningskurva fogas ihop med den planerade officiella banan på längre sikt än två kvartal framåt i tiden?

⁵⁶ Vi har slagits av hur intensiva meningsskiljaktigheterna inom direktionen har varit kring detaljer i prognosen, där själva tvistefrågan överskuggas av den enorma osäkerhet som råder kring den troliga framtida utvecklingen av både världsekonomin och den svenska ekonomin. Trots att avvikande meningar vid Riksbankens möten har blivit vanligare de senaste åren ligger de fortfarande kring snittet jämfört med andra centralbanker både i detta avseende och när det gäller sammantagen aktivism.

Bilaga till avsnitt 4

Olika mått på underliggande inflation som har använts av Riksbanken under åren 2005–2010

I årsredovisningen 2006

Riksbanken har valt konsumentprisindex (KPI) som mål för inflationen. KPI mäter priset på en korg av varor och tjänster. Priserna på de olika varorna och tjänsterna vägs ihop på basis av hur stor andel av hushållens konsumtion de utgör. För att fatta beslut om penningpolitikens uppläggning använder Riksbanken också olika mått på så kallad underliggande inflation. Gemensamt för dessa är att KPI-index har rensats för varugrupper vars priser brukar variera kraftigt och som inte bedöms påverka inflationen varaktigt. Ett sådant mått som ofta används när Riksbanken förklarar de penningpolitiska besluten är UND1X. Det är ett prismått där KPI-index har rensats för direkta effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner (på grund av finanspolitiken) och räntekostnader för egna hem (till följd av penningpolitiken).

I årsredovisningen 2007

UND1X blir KPIX

En ytterligare förändring som gjordes under året var att det underliggande inflationsmåttet UND1X bytte namn till KPIX. Namnbytet påverkar inte hur måttet beräknas utan genomfördes för att det gamla namnet fått kritik för att det inte varit användarvänligt. Samtidigt slutade Statistiska centralbyrån att publicera det underliggande inflationsmåttet UNDINHX, som är UND1X exklusive prisutvecklingen på huvudsakligen importerade varor. Orsaken är att det blivit allt svårare att fastställa vilka varor som huvudsakligen importeras.

I ett pressmeddelande 8 november 2007

UND1X byter namn till KPIX

Det underliggande inflationsmåttet UND1X, som publiceras regelbundet av SCB, ska i fortsättningen kallas för KPIX. Namnbytet påverkar inte hur måttet beräknas. Det nya namnet tillämpas från och med nästa publicering av inflationsmått den 12 november 2007.

SCB publicerar på Riksbankens uppdrag varje månad beräkningar på två olika underliggande inflationsmått: UND1X och UNDINHX. Måttet UND1X definieras som KPI exklusive hushållens räntekostnader för egna hem och de direkta effekterna av förändrade indirekta skatter och subventioner. UNDINHX definieras som UND1X exklusive prisutvecklingen på huvudsakligen importerade varor.

Genom årens lopp har flera synpunkter på namnen förts fram. Bland annat har riksdagens finansutskott tyckt att namnen är både långa och krångliga. Riksbanken har därför föreslagit att UNDI_X i fortsättningen ska kallas för KPIX. Det nya namnet kommer att börja tillämpas från och med nästa publicering av inflationsmått den 12 november 2007. Beräkningen och definitionen av detta underliggande inflationsmått påverkas inte av namnbytet.

Samtidigt slutar SCB att publicera måttet UNDI_{NHX}. Orsaken är att Riksbanken anser att det har blivit allt svårare att fastställa vilka varor som huvudsakligen importeras och som därmed ska exkluderas.⁵⁷

I årsredovisningen 2008

Inflationsmåttet KPIX fasas ut

I sin analys och kommunikation använder Riksbanken olika delmått på inflationen vid sidan av KPI. KPIX, som tidigare kallades UNDI_X, är det mått som använts mest under senare år. KPIX rensar bort effekter av indirekta skatter och subventioner samt räntekostnader för egnahem från KPI. Måttet har framför allt använts som ett sätt att illustrera de direkta effekterna av Riksbankens ränteförändringar. När räntan ändras påverkas räntekostnaderna för egnahem mer eller mindre omgående. Ränteförändringar slår därmed direkt igenom på KPI men inte på KPIX. I juni meddelade Riksbanken att inflationsmåttet KPIX skulle fasas ut ur de penningpolitiska rapporterna och kommunikationen i övrigt. Ett skäl till det är att KPI och KPIX inte längre beräknas sammanfalla ens på lite längre sikt, vilket Riksbanken tidigare utgått från. Det har främst att göra med de senaste årens kraftiga husprisökningar som, med det beräkningssätt som används, kommer att påverka räntekostnaderna för egnahem under lång tid framåt. Ett annat skäl är att det finns lämpligare mått än KPIX för att illustrera de direkta effekterna av Riksbankens politik. Riksbanken kommer att fortsätta att använda olika mått för att illustrera vad som driver inflationen vid olika tillfällen. Det gäller inte minst de direkta effekterna av Riksbankens egna ränteförändringar som numera rensas bort på ett bättre sätt än i KPIX. Det nya måttet som rensar för ränteförändringar, KPIF (KPI med fast bostadsränta), började publiceras i årets andra penningpolitiska rapport som utkom i juli. Avsikten är dock inte att KPIF ska få en särställning på det sätt som KPIX har haft. Fokus kommer i stället att vara mer direkt på målvariabeln KPI. Utfasningen av KPIX bedöms inte märkbart påverka räntebesluten framöver.

Utdrag ur tal, Wickman-Parak, 9 juni 2008

Riksbankens inflationsmål

Riksbankens mål är att inflationen mätt med konsumentprisindex ska hållas kring 2 procent, med ett toleransintervall på +/-1 procentenhet. Så

⁵⁷ En något mer utförlig diskussion av bland annat dessa problem finns i artikeln ”Alternativa inflationsmått för penningpolitisk analys” i Riksbankens tidskrift Penning- och valutapolitik, nummer 3, 2007 (se www.riksbank.se).

formulerade Riksbanken sitt inflationsmål när det infördes 1993. Att Riksbanken valde ett siffersatt mål för just KPI-inflationen fanns det goda skäl till. Det gör det fortfarande och målet håller vi fast vid. KPI är ett brett mått som fångar hushållens typiska inköp och är välkänt bland allmänheten.

Men hur vi kommunicerar kring vår politik och de olika inflationsmått vi tar hjälp av i vår analys har förändrats en hel del över tiden. Det är inte så konstigt. Våra analysmetoder har utvecklats och förtroendet för penningpolitiken blivit starkare. Det har gett oss ”fler frihetsgrader”. Vi måste också ha klart för oss vilka olika komponenter som driver prisutvecklingen vid olika tillfällen. Det betyder att behovet av att analysera och lyfta fram olika mått på inflation varierar. På senare tid har det t.ex. varit särskilt viktigt att följa hur priserna på vissa livsmedel och råvaror utvecklas eftersom de ökat snabbt.

Ofta har det mått som numera heter KPIX varit i fokus. KPIX rensar bort effekter av indirekta skatter och subventioner och räntekostnader för egnahem från KPI. Måttet har fungerat som ett viktigt verktyg framför allt för att analysera och illustrera de direkta effekterna på inflationen av våra egna ränteförändringar. KPIX har också haft en särskild status jämfört med andra delmått på inflation. Så kommer det av olika skäl inte att vara framöver; KPIX kommer att fasas ut. Vi kommer i stället att introducera ett annat mått som på ett bättre sätt fångar effekterna av vår politik. Men avsikten är inte att det här måttet ska få en särställning på det sätt som KPIX har haft. Jag ska återkomma till det om en stund.

Den förändring vi nu genomför innebär att prognoser, analyser och kommentarer i våra rapporter kommer att fokusera på KPI-inflationen mer direkt. Det väcker förmodligen följdfrågor, inte minst hos er som är här i dag. Den mest givna är nog om det får konsekvenser för penningpolitiken framöver. För att svara på den frågan vill jag först säga ett par ord om behovet av alternativa inflationsmått mer allmänt. Jag ska också beskriva hur den roll KPIX spelat i vår analys förändrats över tiden. Därefter kan vi landa i vad utfasningen av KPIX innebär för penningpolitiken framöver.

(För att läsa hela talet, gå till: <http://www.riksbank.se/page-folders/35543/080609.pdf>.)

KPIF införs i den penningpolitiska rapporten i juli 2008 – Utdrag ur fördjupningsruta

Hur används mått på underliggande inflation i den penningpolitiska analysen?

Riksbankens inflationsmål är definierat som att inflationen, mått som förändringen i konsumentprisindex (KPI), ska vara 2 procent. Denna formulering ligger fast alltsedan inflationsmålet infördes 1993. Men även om målet är formulerat i termer av KPI använder Riksbanken ofta olika mått på underliggande inflation i analysen och kommunikationen. Det finns flera skäl till detta. Genom att analysera *utfall* för olika mått på underliggande inflation

kan man få insikter om inflationens drivkrafter – varför inflationen utvecklas på ett visst sätt. Riksbanken brukar också publicera *prognoser* för olika mått på underliggande inflation. Syftet med det kan exempelvis vara att visa hur prisutvecklingen för någon produktgrupp påverkar inflationen eller att illustrera det direkta genomslaget på KPI av Riksbankens egna ränteändringar. För det senare har Riksbanken hittills använt sig av måttet KPIX. Men framöver kan detta mått inte längre användas för detta syfte och kommer att fasas ut ur den penningpolitiska analysen och kommunikationen. När Riksbanken vill illustrera hur räntan påverkar inflationen kommer i stället ett mått på KPI med fast ränta (KPIF) att användas. Men denna förändring kommer inte att ha några märkbara effekter på de penningpolitiska besluten.⁵⁸

(För att läsa hela artikeln, gå till: http://www.riksbank.se/upload/-/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Artiklar_PV/2008/hansson_johansson_-palmqvist2008_2_sv2.pdf.)

KPIF:s betydelse lyfts fram i den penningpolitiska rapporten i juli 2010 – Utdrag ur fördjupningsruta

KPI och mått på underliggande inflation

Riksbanken har sedan början av 2009 valt att lyfta fram det underliggande inflationsmålet KPIF som ett särskilt viktigt mått för penningpolitiken. Detta betyder dock inte att inflationsmålet har ändrats. Målet är alltjämt att uppnå en inflation på 2 procent i termer av KPI. Men reporäntan har sänkts kraftigt sedan finanskrisen utbröt och väntas återgå mot mer normala nivåer under prognosperioden. Under sådana omständigheter kommer KPI-inflationen att påverkas kraftigt, via effekterna på hushållens räntekostnader. För att tydliggöra hur KPI påverkas av dessa förändringar i reporäntan har Riksbanken valt att komplettera KPI-prognoserna med prognoser för KPIF. Om penningpolitiken utformas så att KPIF hamnar nära 2 procent kommer också KPI att göra det när effekterna av alla ränteförändringar ebbat ut. Så länge som prognoserna för KPI och KPIF skiljer sig åt under hela prognosperioden och skillnaden i första hand beror på Riksbankens politik är det naturligt att även lyfta fram KPIF som ett viktigt mått på underliggande inflation.

(För att läsa hela artikeln, gå till: http://www.riksbank.se/upload/-/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/2010/PPR_juli_2010_ruta4.pdf.)

⁵⁸ Se även Hansson, J., Johansson, J. och Palmqvist, S., ”Varför behöver vi mått på underliggande inflation?” i Penning- och valutapolitik, 18.6.2008.

5 Slutsatser och sammanfattning av rekommendationer

Vår utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet under åren 2005–2010 är till övervägande del positiv, i synnerhet med tanke på den globala finansiella kris som inträffade 2007–2008. De direkta skadeverkningarna av de finansiella störningarna var relativt lindriga i Sverige jämfört med i många andra utvecklade länder. Detta berodde delvis på att Riksbanken agerade effektivt och i rätt tid när interbankmarknaden och marknaderna för kortfristiga krediter tillfälligt avstannade. Det var med största sannolikhet tack vare de åtgärder som Riksbanken vidtog i samarbete med Riksgälden och Finansdepartementet som en allvarlig kreditstramning kunde undvikas i Sverige. Detta resultat uppnåddes emellertid **trots** en relativt undermålig institutionell och rättslig struktur.

Vår första *rekommendation* är att de relevanta svenska myndigheterna ska inrätta en beredningsgrupp som utarbetar förslag till hur lagstiftningen måste ändras för att förtydliga Riksbankens, Finansinspektionens, Riksgäldens och Finansdepartementets ansvar och befogenheter när det gäller att hantera och förebygga kriser. Vi noterar med tillfredsställelse att verkligheten redan har kommit ikapp detta förslag, eftersom en finanskriskommitté har inrättats för att säkerställa att det svenska regelverket är ändamålsenligt, både för att mildra olika typer av finansiella kriser genom förebyggande åtgärder och för att lösa finansiella kriser på ett effektivt sätt, samt att det värnar skattebetalarnas intressen. Det mandat att upprätthålla finansiell stabilitet som Riksbanken ges i riksbankslagen (1988:1385) är otillräckligt, och myndigheten har inga preventiva befogenheter eller verktyg för makrotillsyn som har ett direkt inflytande på den finansiella stabiliteten i systemet som helhet.

Vår andra *rekommendation* är att Riksbanken följer arbetet med att ta fram makromodeller, i vilka bank- och finanssektorerna utgör ett grundläggande inslag, samt de nyligen utvecklade modellerna för finansiell stabilitet i hela systemet.

En svår fråga är hur ansvaret för finansiell stabilitet ska fördelas mellan de olika myndigheter som är inblandade: Finansdepartementet, Finansinspektionen, Riksgälden och Riksbanken själv. Vi *rekommenderar* att de svenska myndigheterna väljer 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.

Ett annat problem är att de svenska bankerna finansierar sig till en betydande del i utländsk valuta. Det var i första hand det välvilliga agerandet av myndigheter **utanför** Sverige som gjorde att en finansiell katastrof kunde avvärjas. Vi *rekommenderar* därför att Riksbanken regelbundet genomför stresstester utifrån ett scenario där kapitalmarknaderna upphör att fungera och Federal Reserve och ECB **inte** erbjuder valutaswappar i US-dollar och euro.

Vi *rekommenderar* slutligen att riksbankslagen modifieras på följande sätt:

- Det måste närmare anges exakt vilket mandat Riksbanken har när det gäller att ”främja finansiell stabilitet”.
- Det måste närmare anges vilka verktyg Riksbanken ska ha för detta ändamål, t.ex. varierande kassakrav och kontroll av valutaswappar.
- Det måste närmare 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 fann vi att Riksbanken har haft en framskjuten position när det gäller den yrkesmässiga kompetensen för dess primära och grundläggande uppgift att bedriva en flexibel inflationsmålspolitik. Vi *rekommenderar* att Riksbanken tills vidare behåller de nuvarande definitionerna av KPI (och målet på 2 procent) och KPIF, och att man fortsätter att använda KPI som sitt mål för analyser på medellång sikt och KPIF för att bedöma den mer kortsiktiga utvecklingen mot uppnåendet av det flexibla inflationsmålet. I fråga om det penningpolitiska mötet, *rekommenderar* vi att Riksbankens direktion träffas för att diskutera vad detta möte ska ha för syfte under den nya prognosregimen samt om dess namn, funktion och mandat bör ändras eller inte.

Vi *rekommenderar* slutligen att Riksbanken ger uttryck för lite mer självtvivel när man presenterar sina styrräntebanor genom att antingen i högre grad framhålla osäkerheten i sådana prognoser eller genom att de mer långsiktiga prognoserna baseras på någon typ av formel som införlivar marknadens avkastningskurva.

BILAGA 1**Svenska bankers engagemang i Baltikum**

De första inhemska bankerna som uppstod i flera östeuropeiska länder efter kommunismens fall visade sig snart vara bräckliga, och merparten av bankverksamheten i dessa länder togs över av banker med säte i västra Europa. I de baltiska staterna, som har starka band med Sverige och de övriga nordiska länderna, handlade det i första hand om svenska banker. De fyra svenska storbankerna: Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank hade i det här sammanhanget diametralt olika affärsstrategier. Handelsbanken hade i stort sett ingen exponering alls i de baltiska staterna, Nordea hade en begränsad exponering, medan SEB och Swedbank hade en betydande närvaro. År 2007 såg dessa bankers andelar av den totala ut- och inlåningen ut på följande sätt:

Tabell 1 2007

Estland, miljoner SEK		
	Lån till den privata sektorn	Inlåning
Totalt	142 865	80 899
SEB	42 000	22 000
Swedbank	69 800	44 800
Nordea	15 940	4 729
Handelsbanken	0	0
Lettland, miljoner SEK		
	Lån till den privata sektorn	Inlåning
Totalt	201 799	135 254
SEB	36 000	18 000
Swedbank	55 300	23 100
Nordea	21 700	94 728
Handelsbanken	0	0
Litauen, miljoner SEK		
	Lån till den privata sektorn	Inlåning
Totalt	161 279	109 279
SEB	59 000	30 000
Swedbank	50 400	34 300
Nordea	14 689	2 837
Handelsbanken	0	0

De baltiska staterna hade sedan år 2000 haft en snabb tillväxt, vilket även gällde utlåningen till den privata sektorn i de enskilda länderna (se tabell 2). En stor del av lånen var i euro. Räntan i euro var lägre än räntan på lån i den

inhemska valutan, och alla dessa länder hade dessutom det uttalade målet att senare ansluta sig till euroområdet, vilket minskade valutarisken på dessa lån.

Tabell 2 Nominella värden: 2004 = 100

Estland, EEK			
	Produktion	Utlåning	Inlåning
1997	0,65	0,25	0,33
2004	1,00	1,00	1,00
2007	1,28	2,58	2,20
Lettland, LVK			
	Produktion	Utlåning	Inlåning
1997	0,49	0,11	0,21
2004	1,00	1,00	1,00
2007	1,88	3,40	2,00
Litauen, LTL			
	Produktion	Utlåning	Inlåning
1997	0,64	0,23	0,34
2004	1,00	1,00	1,00
2007	1,57	3,21	2,07

År 2006 hade SEB och Swedbank därför en betydande exponering mot de baltiska staterna, som dessutom präglades av en dålig matchning av valutor genom att in- och utlåningen var fördelad på olika valutor. I förhållande till bankernas totala kreditportföljer var utlåningen i dessa stater emellertid fortfarande begränsad.

Tabell 3 Lån i miljoner SEK 2007

	Swedbank	SEB	Nordea
Totalt	1 135 287	1 067 341	2 314 007
Till Estland	70 700	42 000	15 940
Till Lettland	56 100	36 000	21 700
Till Litauen	50 400	59 000	14 689
Till Baltikum, totalt	177 200	137 000	52 329

Vid den här tiden uttryckte Riksbankens ledning både privat och offentligt⁵⁹ en viss oro över denna exponering med anledning av dess snabba ökning och den starka högkonjunkturen i dessa stater⁶⁰. Bankerna, och möjligen även Finansinspektionen⁶¹, ansåg däremot att det faktum att utlåningen utgjorde en begränsad del av den totala kreditportföljen innebar att bankerna skulle kunna rida ut sådana problem utan några större svårigheter även om betalningsinställelserna skulle öka kraftigt och förlustgraden vid fallissemang bli ganska hög.

Med tanke på vilka siffror det rörde sig om är det inte svårt att förstå hur man resonerade. I den upphetsade och panikartade situation som uppstod efter september 2008 blev det emellertid tydligt att man hade haft fel. Marknaderna fokuserade, kanske omotiverat mycket, på de svenska bankernas relativa exponering för de makroekonomiska problemen i Baltikum. Swedbank och SEB fick betydligt allvarligare refinansierings- och likviditetsproblem än Handelsbanken och Nordea.

För att mäta detta jämförde vi CDS-differenserna för SEB och Handelsbanken, och för Swedbank och Nordea, med CDS-premierna för var och en av de tre baltiska staterna. Siffrorna redovisas nedan. Vi visar också regressionen för Lettland som i samtliga fall hade störst signifikans.

⁵⁹ Det fanns visserligen en oro över takten i de baltiska ländernas makroekonomiska utveckling redan 2004–2005, men oron över att de svenska bankernas utlåning där kunde vara för stor blev mer tydlig 2006–2007 (se Finansiell stabilitet, 2006:1 och 2007:1). För en beskrivning av Riksbankens bedömning av denna fråga, se Ingves, 2010, "Krisen i Baltikum – Riksbankens åtgärder, bedömningar och lärdomar", tal inför riksdagens finansutskott, Stockholm, 2 februari 2010, tillgängligt på Riksbankens webbplats: <http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=43222>.

⁶⁰ "Redan 2005 varnade Riksbanken i rapporten Finansiell stabilitet att denna utveckling kunde bli ohållbar. Trots att tonläget skärptes i efterföljande rapporter fick denna och andra liknande åtgärder inte avsedd effekt. Med facit i hand skulle åtgärder av ett mer kraftfullt slag ha behövts för att undanröja den hotbild för stabiliteten i det svenska finansiella systemet som höll på att växa fram i och med bankernas engagemang i de baltiska länderna." Ur *Riksbanken och finansiell stabilitet 2010*, s. 26.

⁶¹ Finansinspektionen var medveten om riskerna, vilket framgår av diskussionen i "Finanssektorns stabilitet 2006 (2006:14), oktober 2006, s. 4–5, men vidtog inga motåtgärder.

Diagram 1 CDS-premie för banker (SEB-SHB) i förhållande till CDS-premie för de baltiska staterna

Vänster axel: Litauen, Estland, Lettland. Höger axel: SEB-Svenska Handelsbanken.

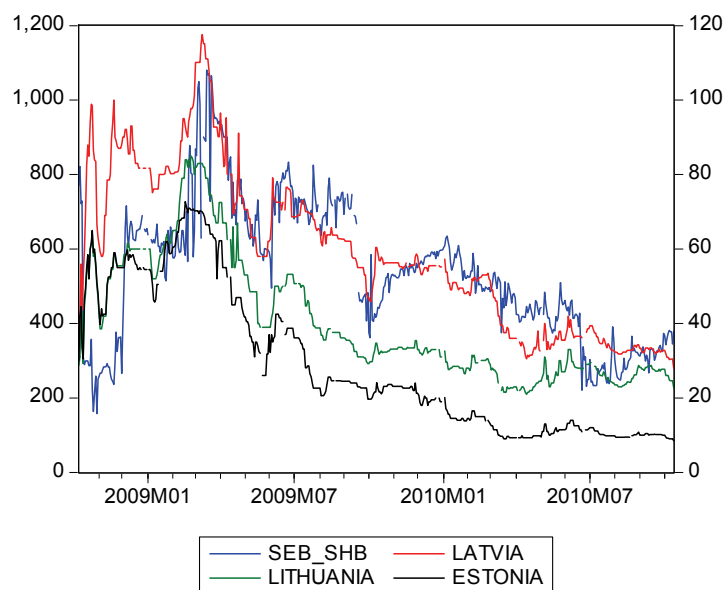
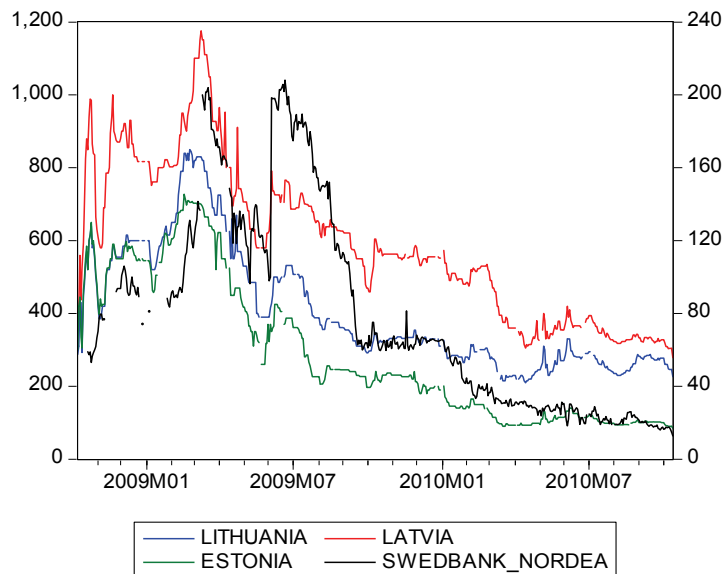


Diagram 2 CDS-premie för banker (Swedbank-Nordea) i förhållande till CDS-premie för de baltiska staterna

Vänster axel: Litauen, Estland, Lettland. Höger axel: Swedbank-Nordea.



Tabell 4

CDS SEB – CDS SHB = 20,8 + 0,056 CDS Latvia

(1,93) (0,003)

$R^2 = 0,40$ Obs = 497 DW = 0,17

CDS Swed – CDS Nordea = -40,0 + 0,206 CDS Latvia

(4,76) (0,008)

$R^2 = 0,60$ Obs = 465 DW = 0,05

Denna räkneövning var visserligen rolig att göra men tillför i realiteten lite eller inget till vad vi redan visste. Betydligt viktigare för våra syften här är vad denna episod avslöjar om förhållandet mellan Riksbanken och Finansinspektionen. Det saknades – och saknas fortfarande, tror vi – en formell mekanism eller kommittéstruktur genom vilken Finansinspektionen och Riksbanken kan diskutera sina respektive åsikter i stabilitetsfrågor. Det finns heller ingen formell mekanism för att dokumentera dessa åsikter, vare sig man är överens eller inte. I just det här fallet, när det gäller Riksbankens oro över bankernas exponering mot Baltikum, finns det faktiskt ingen tydlig dokumentation på Finansinspektionen om Riksbankens oro, och olika personer minns situationen på olika sätt.

BILAGA 2**Reporäntebanor kontra terminsräntor**

Med hjälp av data från Riksbanken och Norges Bank för perioden 2007–2010 (i Sveriges fall) och 2005–2010 (i Norges fall) gjorde vi ett mer formellt ekonometriskt test av förhållandet mellan den officiella räntebanan och den implicita marknadsbanan.

Till att börja med bör de två serierna kointegreras eftersom båda utgör förväntningar på samma variabel – den framtida officiella avistaräntan – och inte kan divergera oändligt. Steg 1 blir därför att, var för sig, testa både de två svenska serierna och de två norska serierna för kointegration.

För att begränsa antalet övningar/regressioner tittade vi bara på förhållandet mellan de två serierna över tre tidshorisonter: två kvartal framåt i tiden (2 kv), dvs. en kort tidsrymd, sex kvartal framåt i tiden (6 kv), dvs. en medellång tidsrymd, och tolv kvartal framåt i tiden (12 kv), som är den längsta tillgängliga tidsrymden.

Vi testade för kointegration mellan $i_{a,t}$ och r_t genom att testa för en enhetsrot i $(i_{a,t} - r_t)$ som kan betraktas som en kointegrationsrelation om enhetsroten förkastar nollhypotesen beträffande 2 kv och 6 kv. Vi kunde inte utföra testet beträffande 12 kv för vare sig Sverige eller Norge på grund av att det saknades värden. Resultatet visar att de två serierna är kointegrerade över båda tidshorisonterna (se nedan).

Sverige

2 kv		t-statistik	Sannolikhet
Teststatistik för Augmented Dickey-Fuller (ADF)		-2,395327	0,0198
Kritiska värden	1-procentsnivå	-2,699769	
	5-procentsnivå	-1,961409	
	10-procentsnivå	-1,606610	

6 kv		t-statistik	Sannolikhet
Teststatistik för Augmented Dickey-Fuller (ADF)		-1,996780	0,0467
Kritiska värden	1-procentsnivå	-2,708094	
	5-procentsnivå	-1,962813	
	10-procentsnivå	-1,606129	

Norge

2 kv		t-statistik	Sannolikhet
Teststatistik för Augmented Dickey-Fuller (ADF)		-2,442279	0,1488
Kritiska värden	1-procentsnivå	-4,004425	
	5-procentsnivå	-3,098896	
	10-procentsnivå	-2,690439	

6 kv		t-statistik	Sannolikhet
Teststatistik för Augmented Dickey-Fuller (ADF)		-2,359074	0,1691
Kritiska värden	1-procentsnivå	-4,004425	
	5-procentsnivå	-3,098896	
	10-procentsnivå	-2,690439	

I båda fallen är antalet observationer en aning för litet för att testet ska ha särskilt mycket tyngd, men det finns på förhand en hög sannolikhet för kointegration, vilket till fullo bekräftas av de empiriska resultaten.

Om det antas att det föreligger kointegration undanröjs en skillnad genom en felkorrigeringsmekanism (ECM). För att beräkna detta utifrån de datapunkter som vi har behöver vi ett hjälpantagande. I vårt fall är detta att när marknaden beslutar sig för en implicit terminsränta omedelbart efter det att styrräntan har tillkännagetts, dvs. $i_{a,t} - r_t$, gör den – dvs. marknaden – inga försök att justera skillnaden ytterligare uppåt eller nedåt före nästa officiella tillkännagivande. $i_{b,t} - i_{a,t-1}$ speglar alltså bara (gemensamma) nyheter, inte någon felkorrigering (där i_b är marknadsräntan på förhand och i_a är marknadsräntan i efterhand). $r_t - i_{b,t}$ utgör vidare överraskningsinslaget i tillkännagivandet.

Utifrån detta antagande kan vi göra fyra regressioner på följande sätt:

- 1) $i_{a,t} - i_{b,t} = B1 (r_t - i_{b,t})$
- 2) $i_{a,t} - i_{b,t} = B1 (r_t - i_{b,t}) + B2 (i_{a,t-1} - r_{t-1})$
- 3) $r_t - r_{t-1} = B3 (i_{b,t} - i_{a,t-1})$
- 4) $r_t - r_{t-1} = B3 (i_{b,t} - i_{a,t-1}) + B4 (i_{a,t-1} - r_{t-1})$

$B1$ och $B3$ är nyhetstermer och bör vara ungefär lika med enheten. Om de är lika med noll innebär $B1 = 0$ att marknaden struntar i det officiella tillkännagivandet och om $B3 = 0$ struntar Riksbanken i hur marknaden tolkar nyheter. $B2$ och $B4$ är ECM-koefficienter. $B2$ bör vara negativ, $B4$ positiv. Om den absoluta storleken på $B2 > B4$ elimineras det mesta av den tidigare skillnaden genom en ny marknadsjustering (och vice versa). Ekvationerna 2 och 4 bör passa bättre än ekvationerna 1 och 3.

Observera att vi har varit tvungna att vara noggranna med att ställa upp tidpunkterna eftersom det är två månader mellan observationerna. Om vi är intresserade av $t = 7$ kvartal är $t - 1$ alltså observationen 8 kvartal framåt i tiden räknat från det förra mötet i den penningpolitiska kommittén, och om $t = 5$ är alltså $t - 1 = 6$ räknat från det förra mötet i den penningpolitiska kommittén.

Vi börjar med resultaten för ekvation 1.

Sverige

	B1	t	R ² (just.)	D.W.
2 kv	0,79	8,76	0,62	0,93
6 kv	0,08	4,09	0,14	2,40
6 kv	-0,08	-1,06	0,06	1,99

Norge

	B1	t	R ² (just.)	D.W.
2 kv	-0,43	-1,09	-0,02	0,81
6 kv	-0,08	-1,18	0,06	1,86
12 kv	-0,06	-1,14	0,05	2,36

Vad som framkommer i resultatet är att penningmarknadsräntorna i Sverige på kort sikt är ganska känsliga för ändringar (överskningar) i styrräntan, men att de på längre sikt, och över alla tidshorisonter i Norge, inte fäster något som helst avseende vid överskningar i den officiella räntebanan.

Resultaten blir inte mycket bättre om man lägger till en ECM-term i ekvation 2.

Sverige

	B1	t	B2	t	R ² (just.)	D.W.
2 kv	0,83	9,19	0,32	2,76	0,68	1,38
6 kv	0,17	2,73	0,12	1,64	0,22	2,48
12 kv	-0,06	-0,64	0,01	0,18	-0,04	1,88

Norge

	B1	t	B2	t	R ² (just.)	D.W.
2 kv	-0,18	-0,44	0,20	1,05	-0,05	1,12
6 kv	-0,18	-1,18	-0,11	-0,66	0,01	1,86
12 kv	-0,42	-2,00	-0,39	-1,75	0,16	1,99

ECM tar fel tecken i Sverige och dess addition ändrar inte den tidigare slutsatsen att överskande nyheter i den officiella räntebanan bara påverkar marknadsräntorna i Sverige på kortare sikt.

Nyheter i marknadsräntorna har däremot ett betydande inflytande på den officiella räntebanan. När vi genomför ekvation 3 får vi därför följande resultat.

Sverige

	B3	t	R ² (just.)	D.W.
2 kv	1,09	27,1	0,92	2,67
6 kv	0,77	4,41	0,53	1,32
12 kv	0,58	4,46	0,62	2,04

Norge

	B3	t	R ² (just.)	D.W.
2 kv	0,93	6,84	0,77	1,73
6 kv	0,74	10,85	0,78	1,84
12 kv	0,56	6,13	0,63	1,31

Resultatet visar tydligt att den officiella räntebanan anpassar sig snabbt och

mycket väl till nyheter i marknadsräntorna.

Detta förhållande blir ännu starkare när vi lägger till en ECM, som alltid har korrekt tecken, även om det bara är signifikant över kortare tidshorisonter.

Sverige

	B3	t	B4	t	R ² (just.)	D.W.
2 kv	1,01	26,7	0,80	2,24	0,94	2,81
6 kv	0,76	4,85	0,17	1,27	0,54	1,12
12 kv	0,58	7,75	0,29	1,99	0,78	2,16

Norge

	B3	t	B4	t	R ² (just.)	D.W.
2 kv	0,80	36,9	1,02	6,06	0,96	0,96
6 kv	0,81	10,6	0,43	2,60	0,81	1,59
12 kv	0,61	5,3	0,14	0,90	0,61	1,39

Det är alltså den officiella räntebanan som anpassar sig till marknadsräntorna snarare än tvärtom (utom över korta tidshorisonter i Sverige, då inflytandet är ömsesidigt).

Dataperioden är emellertid kort. Vi var bekymrade över att resultatet kunde ha påverkats starkt av de extrema observationerna omedelbart efter Lehman Brothers fallissemang. Vid denna tidpunkt stötdök marknadsräntorna *innan* myndigheterna ansåg sig kunna sänka den officiella räntebanan i motsvarande grad. Vi gjorde därför om samma räkneövning och exkluderade observationerna kring denna tidpunkt. Resultatet, som av utrymmesskäl inte visas men som kan erhållas från författarna, förändrades dock inte i betydande grad.

Vi vill tacka Gabriela Guibourg på Sveriges riksbank, som utförde dessa ekonometriska räkneövningar för oss. För närmare information om data, programvarupaket etc. hänvisas till Gabriela Guibourg.

BILAGA 3

Schema för Charles Goodharts och Jean-Charles Rochets möten

Charles Goodharts mötesschema den 24 augusti 2010

Tisdagen den 24 augusti

- Vice riksbankschef Lars E. O. Svensson, Sveriges riksbank
- Lunch på Sveriges riksbank med riksbankschef Stefan Ingves
- Marianne Nessén och Jesper Hansson, biträdande avdelningschefer på avdelningen för penningpolitik, Sveriges riksbank
- Martin W. Johansson, biträdande avdelningschef för avdelningen för finansiell stabilitet, och hans medarbetare, Sveriges riksbank

Charles Goodharts mötesschema den 16–17 september 2010

Torsdagen den 16 september

- Vice riksbankschef Svante Öberg, Sveriges riksbank
- Vice riksbankschef Barbro Wickman-Parak, Sveriges riksbank
- Vice riksbankschef Karolina Ekholm, Sveriges riksbank
- Lunch med Ingvar Matsson och Pär Elfvingsson, finansutskottets kansli, Sveriges riksdag
- Martin Andersson, generaldirektör för Finansinspektionen

Fredagen den 17 september

- Howell Jackson, professor vid Harvard Law University, som 2010 fick i uppdrag att granska den finansiella tillsynen i Sverige, Finansinspektionen
- Vice riksbankschef Lars Nyberg, Sveriges riksbank

Charles Goodharts och Jean-Charles Rochets mötesschema den 27–28 september 2010

Måndagen den 27 september

- Lunch med riksbankschef Stefan Ingves och vice riksbankschef Lars E. O. Svensson, Sveriges riksbank
- Vice riksbankschef Lars E. O. Svensson, Sveriges riksbank
- Riksbankschef Stefan Ingves, Sveriges riksbank
- Marianne Nessén, biträdande avdelningschef på avdelningen för penningpolitik, Sveriges riksbank
- Vice riksbankschef Lars Nyberg, Sveriges riksbank
- Annika Winsth, chefsekonom, Nordea
- Anders Vredin, verkställande direktör på Studieförbundet Näringsliv och Samhälle (SNS)
- Urban Bäckström, verkställande direktör för Svenskt Näringsliv

Tisdagen den 28 september

- Torsten Persson, professor vid Institutet för internationell ekonomi (IIES), Stockholms universitet
- Harry Flam, föreståndare vid Institutet för internationell ekonomi (IIES), Stockholms universitet
- Robert Bergqvist, chefekonom på SEB
- Bo Lundgren, generaldirektör, och Lars Hörngren, chefekonom på Riksgälden

Charles Goodharts och Jean-Charles Rochets mötesschema den 10–11 november 2010
Onsdagen den 10 november

- Kasper Roszbach, biträdande forskningschef, Sveriges riksbank
- David Vestin, chef för modellenheten på avdelningen för penningpolitik, Sveriges riksbank
- Martin Andersson, generaldirektör, och Lars Frisell, chefekonom, på Finansinspektionen
- Mats Dillén, generaldirektör för Konjunkturinstitutet
- Peter Norman, finansmarknadsminister, Finansdepartementet
- Anna Kinberg Batra, ordförande i finansutskottet, Sveriges riksdag
- Göran Bronner, Chief Risk Officer, och Jonas Eriksson, Head of Treasury, Swedbank
- Middag med Lars Heikensten, svensk ledamot av Europeiska unionens revisionsrätt och tidigare riksbankschef

Torsdagen den 11 november

- Sophie Degenne och Göran Robertsson, avdelningschef respektive biträdande avdelningschef på avdelningen för kapitalförvaltning, Sveriges riksbank
- Cecilia Hermansson, chefekonom på Swedbank
- Lunch med Jan Häggström, chefekonom på Handelsbanken
- Anders Kvist, Chief Risk Officer, SEB
- Göran Zettergren, chefekonom på Tjänstemännens centralorganisation (TCO)
- Martin W. Johansson, biträdande avdelningschef för avdelningen för finansiell stabilitet, Sveriges riksbank

Charles Goodharts och Jean-Charles Rochets mötesschema den 15–16 mars 2011

Tisdagen den 15 mars

- Riksbankschef Stefan Ingves, Sveriges riksbank

Onsdagen den 16 mars

- Martin Andersson, generaldirektör, och Lars Frisell, chefsekonom, på Finansinspektionen
- Bo Lundgren, generaldirektör för Riksgälden, Lars Hörngren, chefsekonom på Riksgälden och ledamot av Finanskriskommittén, och Irma Rosenberg, ledamot i styrelsen för Riksgälden och ledamot av Finanskriskommittén
- Peter Norman, finansmarknadsminister, och Johanna Lybeck, statssekreterare, Finansdepartementet
- Anna Kinberg Batra och Thomas Östros, ordförande respektive vice ordförande i finansutskottet, och Ingvar Matsson och Pär Elfvingsson, finansutskottets kansli, Sveriges riksdag

BILAGA 4

Direktiv för utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010

Bakgrund

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 skulle bedrivas utifrån ett inflationsmål. Målet är preciserat till att inflationen ska vara 2 procent, mätt som årlig procentuell förändring av konsumentprisindex (KPI). Kring målet finns ett toleransintervall uppsatt om ± 1 procentenhet. Målet började formellt gälla den 1 januari 1995.

Riksbanken bedriver en s.k. flexibel inflationsmålspolitik. I korthet innebär det att Riksbanken samtidigt som den inriktar penningpolitiken mot att uppfylla inflationsmålet även lägger vikt vid att stabilisera utvecklingen i den reala ekonomin. Vid varje penningpolitiskt beslut bedömer direktionen vilken reporänta och vilken framtida räntebana som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. I normalfallet betyder en väl avvägd penningpolitik att reporäntan och räntebanan sätts så att inflationen är nära inflationsmålet på 2 procent på ett par års sikt samtidigt som inflationen och den reala ekonomin inte uppvisar alltför stora svängningar.

Vid sidan om målet om ett fast penningvärde har Riksbanken, enligt riksbankslagen, till uppgift att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. I förarbetena talas det om att uppgiften är en grundläggande uppgift för Riksbanken men inget egentligt mål för verksamheten. Denna paragraf fungerar som en gemensam portal till två relativt skilda verksamhetsområden – Riksbankens arbete med betalningsväsendet som sådant och Riksbankens arbete med finansiell stabilitet.

I den första delen av uppdraget ingår att ge ut sedlar och mynt. Dessutom tillhandahåller banken ett system för stora betalningar mellan banker och andra aktörer.

Vad gäller arbetet med finansiell stabilitet ger varken lagen eller förarbetena någon närmare upplysning om vad som ingår i uppgiften. Principiellt kan dock sägas att finansiell stabilitet förutsätter såväl väl fungerande betalningar som effektiv kreditförsörjning i samhället. I det grundläggande uppdraget att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende ligger därför ett ansvar för att verka för det finansiella systemets stabilitet. Stabilitetsansvarets mest konkreta uttryck i riksbankslagen är Riksbankens möjlighet att ge krediter på särskilda villkor – dvs. att vara ”lender of last resort” – till institut med likviditetsproblem.

Riksbanken delar upp arbetet med finansiell stabilitet i två delar – förebyggande arbete och krishantering (Riksbankens årsredovisning för 2009). Det förebyggande arbetet består i att övervaka det finansiella systemet, rapportera om finansiell stabilitet, påverka regelverk och lagstiftning, forska i frågor som rör finansiell stabilitet samt påverka marknadsaktörer och myndigheter genom kommunikation. Krishanteringen består i att upprätthålla en organisation som är väl förberedd för att hantera störningar i det finansiella systemet, öva kriser, tillhandahålla likviditetsstöd och agera för att de finansiella marknaderna ska fungera väl.

Sedan Riksbanken fick en självständig ställning 1999 har finansutskottet varje år genomfört en egen utvärdering av penningpolitiken. Utvärderingen behandlar penningpolitiken under de gångna tre åren. Under 2006 genomförde finansutskottet den första externa och oberoende utvärderingen av den svenska penningpolitiken. Utvärderingen avsåg perioden 1995–2005 och utfördes gemensamt av professorerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin. Våren 2007 beslutade finansutskottet att vart fjärde år genomföra en oberoende och extern utvärdering av penningpolitiken.

Syfte

Syftet med den nu aktuella utvärderingen är att granska utformningen av den svenska penningpolitiken och penningpolitikens resultat perioden 2005–2010 och att analysera vilka lärdomar för penningpolitiken som kan dras av de senaste årens globala finanskris. Finanskrisen har visat på vikten av finansiell stabilitet och att det finns nära kopplingar mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. Syftet är därför också att granska Riksbankens verksamhet för att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende och resultaten av verksamheten på det området. Ett annat syfte med utvärderingen är att mot bakgrund av finanskrisen vinna ny kunskap på vetenskaplig grund. Kunskaperna och rapporten ska ges allmän spridning.

Riktlinjer

Penningpolitiken 2005–2010

- **Uppfyllandet av inflationsmålet och stödet för den svenska ekonomiska utvecklingen.** Utvärderarna ska analysera om Riksbankens penningpolitik varit väl avvägd under perioden 2005–2010.
- **Utformningen av penningpolitiken.** Riksbanken bedriver en s.k. flexibel inflationsmålspolitik. Utvärderarna ska granska Riksbankens utformning av den flexibla inflationsmålpolitiken och vilken konkret betydelse den fått för den penningpolitiska beslutsprocessen. Utvärderarna ska också granska hur den flexibla inflationsmålpolitiken påverkat möjligheterna att utvärdera penningpolitiken.
- **Den globala finanskrisen och penningpolitiken.** Utvärderarna ska ur ett penningpolitiskt perspektiv analysera vilka lärdomar som kan dras av finanskrisen. Utvärderarna ska med utgångspunkt från finanskrisen undersöka om Riksbanken har de instrument och verktyg som krävs för att bedriva en effektiv penningpolitik. I det sammanhanget ska utvärderaren/utvärderarna analysera möjligheterna för en centralbank att sätta styrräntan till noll eller att t.o.m. sätta en negativ styrränta och vilka effekter det skulle få. Finanskrisen har intensifierat diskussionerna om och hur centralbankerna ska ta hänsyn till tillgångspriser och andra finansiella variabler inom ramen för utformningen av penningpolitiken. Riksbanken anger i sin penningpolitiska strategi att Riksbanken löpande tar hänsyn till tillgångspriser och andra finansiella variabler i de penningpolitiska besluten. Utvärderarna ska analysera Riksbankens strategi på detta område och diskutera hur t.ex. tillgångspriserna har hanterats och bör hanteras i den penningpolitiska analysen och i de penningpolitiska besluten.
- **Riksbankens prognoser och modeller.** Giavazzi och Mishkin ansåg i sin utvärdering av penningpolitiken 1995–2005 att Riksbanken i större utsträckning borde lägga resurser på analyser av utvecklingen av den reala ekonomin, särskilt produktiviteten och arbetsmarknaden. Utvärderarna ska granska hur Riksbankens verksamhet på detta område har utvecklats. Uppskattningar av resursutnyttjandet i ekonomin är en viktig variabel i den penningpolitiska analysen och i utvärderingen av penningpolitiken. Samtidigt finns stora teoretiska och statistiska problem med att mäta och uppskatta resursutnyttjandet. Utvärderarna ska därför granska Riksbankens arbete med att bedöma resursutnyttjandet i den svenska ekonomin. Utvärderarna ska även granska Riksbankens arbete med att inkorporera den finansiella utvecklingen i analysen av ekonomins reala utveckling.
- **Riksbankens öppenhet.** Riksbanken är i ett internationellt perspektiv mycket öppen och tydlig om sin verksamhet. Kommunikationen utåt är en viktig del av den penningpolitiska strategin. Utvärderarna ska granska Riksbankens kommunikation mot allmänhet och marknader och överväga om det finns anledning att ytterligare öka öppenheten och tydligheten på något eller några områden.

Uppdraget att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende

- **Riksbankens uppdrag.** Utvärderarna ska granska om det i riksbankslagen uttryckta uppdraget att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende är rätt utformat för att säkerställa att Riksbanken på ett effektivt sätt kan verka för finansiell stabilitet. Utvärderarna ska föra en diskussion om och i så fall hur uppdraget till Riksbanken bör förtydligas eller kompletteras. Utvärderarna ska i detta sammanhang analysera ansvars- och rollfördelningen och möjligheterna till ett effektivt samarbete mellan Riksbanken och andra myndigheter som har ansvar för att verka för finansiell stabilitet. Till denna krets hör också regeringen, som ofrånkomligen kommer att delta i samarbetet vid en finansiell kris. Utvärderarna ska diskutera dessa frågor med samtliga berörda myndigheter och organisationer. Utvärderarna ska också analysera hur uppdraget att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende förhåller sig till det penningpolitiska målet och andra uppgifter som Riksbanken har.
- **Instrument och befogenheter.** Riksbankens arbete med finansiell stabilitet vilar i dag på möjligheten att vara "lender of last resort" till institut med likviditetsproblem. I samband med diskussionen om uppdragets utformning och innehåll ska utvärderarna undersöka om Riksbanken har de instrument och befogenheter som krävs för att verka för finansiell stabilitet.
- **Verksamheten 2005–2010.** Utvärderarna ska granska Riksbankens arbete med att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende under perioden 2005–2010. Tonvikten ska ligga på analyser som gjorts och åtgärder som vidtagits före och under finanskrisen.
- **Underlag och analysmetoder.** Utvärderarna ska vidare undersöka om Riksbanken har tillgång till det statistiska underlag och de prognos- och analysmetoder som behövs för att verka för finansiell stabilitet. Utvärderarna bör också jämföra Riksbankens arbete på detta område med det arbete som utförs i andra centralbanker.
- **Kommunikation.** Utvärderarna ska utvärdera Riksbankens kommunikation och öppenhet inom området finansiell stabilitet.

Allmänna riktlinjer

- **Förslag till förändringar.** Utvärderarna ska i utvärderingen ge förslag till förändringar och förbättringar inom de utvärderade områdena. Om utvärderarna finner det befogat ska de också ge förslag på ändringar i riksbankslagen eller annan relevant lagstiftning.
- **Metoder.** Utvärderarna ska granska utvärderingsmetoderna inom området finansiell stabilitet och ange vilka metoder som är att föredra.
- **Rapportens struktur.** Eftersom utvärderingen ska ges allmän spridning ska utvärderarna skriva rapporten på ett begripligt och strukturerat sätt.

Arbetsprocess och rapportering

Utvärderingen ska påbörjas den 1 september 2010. Utvärderarna ska ha tillgång till en kansliresurs på halvtid. Resursen ska vara placerad vid finansutskottets kansli och ska bistå utvärderarna med eventuella översättningar, information och underlag som utvärderarna anser sig behöva från Riksbanken för att kunna genomföra utvärderingen.

- Utvärderingen ska överlämnas i skriftlig och elektronisk form till riksdagens finansutskott senast den 1 september 2011. Utvärderingen ska därefter översättas och sedan publiceras i rapportform för allmän spridning.
- Utvärderingen ska behandlas av finansutskottet och riksdagen under 2011 och 2012. Utvärderarna ska efter överlämnandet till finansutskottet vara beredda att delta i dels eventuella presskonferenser om utvärderingen, dels en offentlig utfrågning om utvärderingens uppläggning och resultat.

BILAGA 5**Jämförelse av centralbankers ansvar på området finansiell stabilitet⁶²**

Det finns ganska stora skillnader mellan världens centralbanker när det gäller deras uppdrag och hur omfattande det är, i synnerhet i frågor som rör finansiell stabilitet. Bank for International Settlements (BIS) offentliggjorde nyligen en rapport om centralbanksstyrning och finansiell stabilitet, i vilken en jämförelse görs mellan olika centralbankers uppdrag och funktioner när det gäller finansiell stabilitet⁶³. Rapporten bygger på en jämförelse av 13 centralbanker⁶⁴ och visar att både stabilitetsmandatet och den rättsliga grunden för detta mandat varierar avsevärt, både under normala förhållanden och i krisituationer. Tabellerna nedan är hämtade från BIS-rapporten och ger en överblick över bredden på de stabilitetsrelaterade mandaten för de centralbanker som ingick i studien. Observera att tabellerna ger en ögonblicksbild av situationen i slutet av 2009 och att de inte har uppdaterats.

⁶² Vi vill tacka Katarina Wagman för sammanställningen av denna bilaga.

⁶³ Ingves (maj 2010), "Central bank governance and financial stability", arbetsgrupp inom BIS.

⁶⁴ Japan (JP), Sverige (SE), Australien (AU), Europeiska centralbanken (ECB), Storbritannien (UK), Polen (PL), Chile (CL), Mexiko (MX), USA (US), Frankrike (FR), Thailand (TH), Malaysia (MY) och Filippinerna (PH).

Tabell 1 Centralbankers nuvarande stabilitetsrelaterade mandat under normala förhållanden

		JP	SE	AU	ECB	UK	PL	CL	MX	US	FR	TH	MY	PH
Banker	Reglering													
	Utgivning av tillstånd													
	Tillsyn													
	Övervakning													
	Övertalning ("moral suasion")													
	Makrotillsyn													
Betalnings-system	Reglering													
	Godkännande/anmälan av avvecklingssystem													
	Övervakning													
Finansiella systemet	Övervakning													
	Övertalning ("moral suasion")													
	Penningpolitik med finansiellt stabilitetsmål													



Obefintligt/svagt
Mittemellan
Starkt/fullständigt

Källa: Ingves (maj 2010).

Tabell 1 visar hur starkt centralbankernas stabilitetsmandat är under normala förhållanden (ju mörkare skuggning, desto starkare mandat). Det enda mandat som alla centralbanker i studien har – om än i skiftande grad – är att övervaka betalningssystemen. I övrigt är bilden ganska blandad, där Central Bank of Malaysia utgör den ena ytterligheten, eftersom den har ett starkt mandat i fråga om de flesta stabilitetsmålen, och Bank of Japan, Riksbanken och ECB utgör den andra ytterligheten, med ganska svaga mandat på många av områdena. Det är slående att ingen centralbank som ingick i studien har ett tydligt formulerat mål när det gäller finansiell stabilitet. Alla centralbanker använder emellertid analysramar som tar hänsyn till utvecklingen på den finansiella marknaden.

Även den rättsliga grunden för stabilitetsmandaten varierar relativt mycket. Det finns i regel inte samma rättsliga grund för mandat som rör det finansiella systemet som helhet som för mandat som rör bank- och betalningssystemen. Baserat på den undersökta gruppen tycks det finnas en stark rättslig grund – i primärlagstiftningen – om mandaten är starka. När mandaten är svagare är den rättsliga grunden däremot svagare, vilket innebär att de t.ex. fastställs i extra lagstiftningsuttalanden eller baseras på traditioner.

Tabell 2 Centralbankers nuvarande stabilitetsrelaterade mandat under krisförhållanden

		JP	SE	AU	ECB	UK	PL	CL	MX	US	FR	TH	MY	PH
Banker	Särskilt likviditetsstöd													
	Stödåtgärder utöver särskilt likviditetsstöd													
	Tillsyn/möjligheter att ingripa													
	Krishantering av banker med problem													
Betalningssystem	Finansiellt stöd													
	Möjligheter att ingripa													
Finansiella system	Okonventionell penningpolitik													

Källa: Ingves (maj 2010).

Tabell 2 visar centralbankernas stabilitetsrelaterade mandat under krisförhållanden. Som konstateras i BIS-rapporten har de flesta centralbanker som ingick i studien ett fullständigt mandat när det gäller det stöd som centralbanker kan ge i egenskap av "lender of last resort" och möjligheten att vidta okonventionella penningpolitiska åtgärder. Centralbanker har ofta mandat att ge finansiellt stöd utöver de åtgärder som de kan vidta i egenskap av "lender of last resort". Detta förutsätter emellertid ofta ett gemensamt beslut tillsammans med andra behöriga myndigheter. När det gäller övriga funktioner är bilden mer blandad. En anmärkningsvärd observation i BIS-rapporten är att det är betydligt vanligare att centralbanker har mandat att stötta banker i kristider än att de har ett övervakningsansvar under normala förhållanden, vilket innebär att centralbankerna förväntas agera för att värna den finansiella stabiliteten oberoende av i vilken utsträckning de deltar i övervakningen. En annan observation är att mandatet för de centralbanker som ingick i studien att vidta krisåtgärder i regel var fastställt i lag. För en mer ingående analys, se "Central bank governance and financial stability", på BIS webbplats <http://www.bis.org/publ/othp14.htm>.

2008/09:RFR1	KULTURUTSKOTTET Uppföljning av pensionsvillkoren inom scenkonstområdet
2008/09:RFR2	SOCIALUTSKOTTET Socialutskottets offentliga utfrågning på temat hemlöshet den 17 september 2008
2008/09:RFR3	MILJÖ- OCH JORDBRUKSUTSKOTTET Uppföljning av statens insatser inom havsmiljöområdet
2008/09:RFR4	MILJÖ- OCH JORDBRUKSUTSKOTTET Fiskpopulationer i svenska vatten. Hur påverkas de av fiske, övergödning och miljögifter?
2008/09:RFR5	TRAFIKUTSKOTTET Inventering av pågående forskning inom transportområdet 2008
2008/09:RFR6	SKATTEUTSKOTTET Inventering av skatteforskare 2009
2008/09:RFR7	FÖRSVARsutskottet Försvarskommitténs offentliga utfrågning om förhållandena i Afghanistan
2008/09:RFR8	CIVILUTSKOTTET Bortförda och kvarhållna barn i internationella förhållanden – En uppföljning
2008/09:RFR9	JUSTITIEUTSKOTTET Uppföljning av kvinnor intagna i kriminalvårdsanstalt
2008/09:RFR10	KULTURUTSKOTTET Kulturutskottets offentliga utfrågning om kultur som kreativ tillväxtkraft
2008/09:RFR11	FINANSUTSKOTTET Finansieringsprincipens tillämpning
2008/09:RFR12	UTRIKESUTSKOTTET Gasfrågan och energisäkerhet i EU:s yttre förbindelser – utvecklingen till 2020
2008/09:RFR13	KULTURUTSKOTTET Uppföljning av hyressättningen inom kulturområdet
2008/09:RFR14	KONSTITUTIONSUTSKOTTET Konstitutionella kontrollfunktioner

RAPPORTER FRÅN RIKSDAGEN		2009/10
2009/10:RFR1	MILJÖ- OCH JORDBRUKSUTSKOTTET Uppföljning av statens insatser för småskalig livsmedelsproduktion	
2009/10:RFR2	MILJÖ- OCH JORDBRUKSUTSKOTTET Svenska fiskbestånd med framtidsfokus	
2009/10:RFR3	SOCIALUTSKOTTET Forskning som berör socialtjänstlagen och kompletterande regelverk	
2009/10:RFR4	SOCIALUTSKOTTET Socialutskottets och Statens medicinsk-etiska råds öppna seminarium om en ny fosterdiagnostisk metod den 22 oktober 2009	
2009/10:RFR5	SOCIALUTSKOTTET Socialutskottets öppna seminarium om äldrefrågor den 26 november 2009	
2009/10:RFR6	FÖRSVARSKOTTET Försvarskottets offentliga utfrågning om Afghanistan	
2009/10:RFR7	TRAFIKUTSKOTTET Pumplagen – uppföljning av lagen om skyldighet att tillhandahålla förnybara drivmedel	
2009/10:RFR8	KULTURUTSKOTTET Kulturutskottets offentliga utfrågning om funktionshindrade och scenrummet	
2009/10:RFR9	SOCIALUTSKOTTET Socialutskottets öppna seminarium om socialtjänstlagen med fokus på dess utformning och tillämpning inom socialtjänsten den 28 januari 2010	
2009/10:RFR10	TRAFIKUTSKOTTET Trafikutskottets offentliga utfrågning om den senaste tidens stora tågförseningar den 18 februari 2010	
2009/10:RFR11	KULTURUTSKOTTET Kulturutskottets offentliga utfrågning om jämställdhet och maktstrukturer inom kulturens område	
2009/10:RFR12	CIVILUTSKOTTET Näringslivets självregleringsorgan – utvecklingen sedan 2003	
2009/10:RFR13	TRAFIKUTSKOTTET Samhällsekonomisk kalkylering – referat från trafikutskottets seminarium den 12 november 2009	

2010/11:RFR1	MILJÖ- OCH JORDBRUKSUTSKOTTET Uppföljning av ekologisk produktion och offentlig konsumtion
2010/11 RFR2	MILJÖ- OCH JORDBRUKSUTSKOTTET Uppföljning av statens satsning på hållbara städer
2010/11 RFR3	CIVILUTSKOTTET, TRAFIKUTSKOTTET, MILJÖ- OCH JORDBRUKSUTSKOTTET Hållbara städer – med fokus på transporter, boende och grönområden
2010/11:RFR4	TRAFIKUTSKOTTET Offentlig utfrågning om vinterberedskapen inom järnvägstrafiken