Ett svenskt ramverk för makrotillsyn

Christina Nordh Berntsson* och Johan Molin**

* Christina Nordh Berntsson är civilekonom och senior rådgivare vid Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet.
** Johan Molin är ekonomie doktor och rådgivare vid Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet.

Bristande överblick över riskerna i det finansiella systemet som helhet, otillräckliga verktyg för att motverka dessa risker samt oklar ansvarsfördelning mellan myndigheter var förhållanden som starkt bidrog till uppkomsten av den globala finanskrisen. Ett omfattande internationellt arbete pågår nu för att åtgärda dessa brister. Bland annat håller ett helt nytt politikområde, så kallad makrotillsyn, på att växa fram. Fokus för detta är att upptäcka, analysera och motverka risker för det finansiella systemet som helhet, till skillnad från den traditionella finanstillsynen som fokuserar på hälsotillståndet i enskilda institut.

I den här artikeln diskuterar vi ingående vad makrotillsyn, eller motverkandet av systemrisker, egentligen handlar om. Vi diskuterar också ett antal kriterier som kan ge vägledning vid valet av en lämplig verktygslåda för makrotillsynen. Avslutningsvis går vi på djupet med vilka krav man bör ställa på ett institutionellt ramverk för makrotillsyn i Sverige och analyserar för- och nackdelar med ett antal olika tänkbara modeller.

1. Bakgrund – brister på flera plan

Att det skulle utbryta en finansiell kris av den omfattning som faktiskt skedde 2007/2008 förutsågs knappast av någon. Det saknades visserligen inte indikationer på att riskerna i världsekonomin ökade: under ett antal år före krisens utbrott kunde man se betydande globala obalanser byggas upp, med stora och varaktiga överskott i sparandet på vissa håll i världen och underskott på andra. Överskotten behövde placeras och stora belopp sökte sig ut på de internationella kapitalmarknaderna. Eftersom tillgången på investeringsvilligt kapital var god men räntorna på riskfria tillgångar låga, ökade efterfrågan på tillgångar med högre avkastning. Priserna på många tillgångsmarknader runtom i världen ökade explosionsartat. Kreditgivningen expanderade kraftigt samtidigt som premierna för kreditrisk drevs ner till nivåer som föreföll – och senare visade sig vara – långsiktigt ohållbara. Det saknades alltså inte tecken på att risker höll på att byggas upp och många varnade för detta.

A. Brist på överblick

Man kan i efterhand konstatera att ingen hade tillräcklig överblick över riskerna i det finansiella systemet, ett faktum som gjorde det svårare att förstå allvaret i de obalanser som

Tack till Eric Frieberg, Magnus Georgsson, Kerstin Mitlid, Jenny Nordgren, Kasper Roszbach, Per Sonnerby och Staffan Viotti för underlag och synpunkter. De synpunkter som presenteras i denna artikel är författarnas egna och ska inte ses som uttryck för Riksbankens ställningstagande i frågan om utformningen av makrotillsynen i Sverige.

under lång tid byggdes upp. Framför allt saknades insikten om vilken dominoeffekt som skulle uppstå om priserna på någon av de uppblåsta tillgångsmarknaderna skulle sjunka kraftigt och okontrollerat. Få insåg exempelvis vilka återverkningar problemen på den amerikanska bolånemarknaden skulle få i resten av världen. Den finansiella sektorn hade helt enkelt blivit för omfångsrik och komplicerad för att kunna överblickas effektivt med den existerande tillsynsstrukturen.

B. Brist på handling

De tecken på ökade risker som trots allt fanns ledde dock *inte* till att lämpliga motåtgärder vidtogs. Eftersom tecknen var osäkra var det svårt att uppbringa tillräckligt stöd för sådana åtgärder.[1]

Ytterligare en faktor som bidrog till passiviteten var brister i fördelningen av ansvar och befogenheter för den finansiella stabiliteten. De finansiella tillsynsmyndigheterna har i regel inte haft något uttalat systemperspektiv i sin övervakning. I stället har de i första hand varit inriktade på hälsotillståndet i enskilda institut. De myndigheter – i första hand centralbanker – som haft ett mer övergripande system- och makroperspektiv i sin bevakning av det finansiella systemet har å andra sidan inte haft tillräckligt tydliga mandat att ingripa. Till detta kan läggas att tillsynen huvudsakligen bedrivits utifrån nationella mandat och fokuserat på företagen inom den egna jurisdiktionen. Därför försämrades myndigheternas överblick över systemet och deras förmåga att vidta koordinerade motåtgärder i takt med att finanssektorns internationalisering ökade.

C. Brist på effektiva verktyg

Men även om det hade funnits en starkare beslutsamhet att vidta motåtgärder, är det tveksamt hur verksamma de verktyg som myndigheterna hade tillgång till hade varit. För att förebygga uppkomsten av systemkriser räcker det nämligen inte att ha verktyg som är inriktade på hälsotillståndet och beteendet hos enskilda företag och aktörer. Verktygslådan behöver kompletteras med verktyg som inriktas på stabiliteten i systemet som helhet. I viss mån måste existerande verktyg också kalibreras om för att passa bredare syften. Man behöver på ett helt annat sätt än tidigare ta hänsyn till det *kollektiva* beteendet i finanssektorn och till samspelet mellan den finansiella sektorn och den reala ekonomin. Det gäller bland annat att motverka de starka cykliska tendenser som utmärker finanssektorn, det vill säga ett överdrivet risktagande i konjunkturuppgångar och ett destruktivt och självförstärkande flockbeteende i nedgångsfaser. Det gäller också att fokusera mer på länkarna mellan olika delar av det finansiella systemet för att minska riskerna för att problem ska fortplantas inom systemet.

1 Svårigheterna att på förhand bedöma om en stark prisutveckling på en viss marknad är befogad utifrån fundamentala faktorer eller om det rör sig om en så kallad bubbla ska inte underskattas.

D. Ett omfattande internationellt reformarbete har påbörjats

I krisens kölvatten har nu ett genomgripande arbete för att reformera det internationella ramverket för finansiell tillsyn och reglering inletts. Som ett komplement till den traditionella institutfokuserade tillsynen (mikrotillsynen) utvecklas ett ramverk för tillsyn med fokus på stabiliteten i det finansiella systemet som helhet (makrotillsyn). Detta arbete kan sägas omfatta tre grundläggande delar:

Den första delen är utvecklingen av metoder och samarbetsformer för att upptäcka och bedöma potentiella hot mot stabiliteten i det finansiella systemet. I detta ingår exempelvis att utveckla såväl former för datainsamling och informationsutbyte mellan myndigheter som modeller som kan ge tidiga indikationer på riskuppbyggnad samt olika stresstester och spridningsmodeller för att bedöma allvaret i riskerna.

Den andra delen kretsar kring utvecklingen av olika policyverktyg för att motverka och helst förebygga uppbyggnaden av systemrisker.

Den tredje delen handlar om att utforma en institutionell ram, där ansvar, befogenheter och former för samordning, beslut och ansvarsutkrävande bidrar till att göra makrotillsynen så effektiv som möjligt.

Den här artikeln fokuserar på den andra och den tredje delen av detta utvecklingsarbete, det vill säga policyverktygen och det institutionella ramverket som de ska användas inom.

Men först behöver vi utveckla begreppet systemrisk och närmare avgränsa vad vi menar med makrotillsyn.

2. Systemriskens dimensioner

Systemrisk är risken för att det ska uppstå så allvarliga störningar i det finansiella systemet att de hotar någon av dess grundläggande funktioner, det vill säga kapitalförmedling, tillhandahållande av betalningstjänster och riskhantering. Sådana störningar skulle kunna göra stor skada i ekonomin som helhet.

Man brukar skilja på två grundläggande dimensioner av systemrisk: dels en **strukturell dimension**, dels en **cyklisk dimension**.

A. Den strukturella dimensionen

Den strukturella dimensionen handlar bland annat om hur koncentrationen av risk och länkarna mellan olika delar av det finansiella systemet vid varje given tidpunkt påverkar risken för att en kris ska drabba systemet som helhet. Den strukturella dimensionen brukar ibland också benämnas **tvärsnittsdimensionen**. Om ett stort antal finansiella institut har liknande exponeringar kan exempelvis en tillgångsprischock mycket plötsligt drabba det finansiella systemet som helhet. Men även problem som inledningsvis endast berör något enstaka institut kan få en hastig och vidsträckt spridning genom det finansiella systemet till följd av omfattande sammanlänkningar mellan de finansiella instituten, exempelvis genom motpartsrelationer.

Den strukturella dimensionen av systemrisk hänger alltså samman med både koncentrationen av risk i det finansiella systemet (exponering mot samma slags risker, beroende av samma finansieringskällor, infrastruktur med mera) och graden av sammankoppling i det finansiella systemet – mellan olika institut och mellan olika marknader – som ökar smittorisken när finansiella problemhärdar uppstår.

Den globala finanskrisen har visat hur ytterst omfattande smittoeffekterna kan vara och hur svårt det kan vara att uppskatta spridningsriskerna på förhand. Man kan i efterhand konstatera att den genomgripande värdepapperiseringsprocess som pågick en lång tid före krisen ledde många bedömare att dra den felaktiga slutsatsen att systemet var bättre diversifierat – och därmed mer stabilt – än det i verkligheten var.[2]

Under finanskrisen drabbades svenska banker inledningsvis jämförelsevis lindrigt av de problem som uppstod på marknaderna för värdepapperiserade krediter. Det var först i samband med Lehman Brothers ansökan om konkursskydd i september 2008 som de svenska bankerna på allvar drogs in i krisen. Likviditeten på marknader av betydelse för bankernas finansiering försämrades då kraftigt vilket i sin tur bidrog till att interbankmarknaden fungerade sämre. Här hade bankernas ökade beroende av kortfristig finansiering på de globala finansmarknaderna stor betydelse.

De svenska bankernas kraftiga expansion utomlands har dock gett upphov även till andra, väl så allvarliga, smittorisker som kan drabba det svenska finansiella systemet. Exempelvis gjorde svenska dotterbankers omfattande utlåning i euro i de baltiska länderna bankerna sårbara för devalveringar där. Problem i de baltiska länderna riskerade alltså att fortplanta sig till det svenska banksystemet.

B. Den cykliska dimensionen

Den cykliska dimensionen, som även kallas **tidsdimensionen**, handlar om hur riskerna för systemet som helhet kan byggas upp över tiden, antingen genom finansiella aktörers samspel med varandra eller genom återkopplingar mellan det finansiella systemet och realekonomin. Krisen och tiden som föregick den illustrerar tydligt de tendenser till överdrivet cykliskt beteende som ofta kännetecknar de finansiella marknaderna.

Under perioder med stark tillväxt ökar vanligen efterfrågan på lån till företagsinvesteringar och bostadsköp. Det tycks också vara vanligt att upplevelsen av risk minskar under en sådan uppgångsfas. Långivarna släpper ofta på kraven på kreditvärdighet och skuldsätter sig ofta alltför kraftigt.[3]

---

2 Under flera decennier hade det på många håll i världen skett en omfattande värdepapperisering av kreditrisker. Efter hand uppstod alltmer avancerade sätt att tranchera och packa om dessa risker. Hanteringen ledde också till uppkomsten av olika artificiella mellanled. I samband med omvandlingen av krediter till handlade värdepapper förekom också mer eller mindre explicita garantiförbindelser från dem som utfärdat de ursprungliga lånen. Den komplicerade väven av svårvärderade instrument, lager av olika mellanhänder och illa genomlysta garantiförpliktelser gjorde det närmast omöjligt att överblicka var riskerna fanns. När botten gick ur subprime-marknaden drabbades därför förtroendet för kreditriskinstrument generellt. Svårigheten att avgöra vilka investerare som riskerade stora förluster i sina portföljer och vilka banker som satt med väldiga latenta garantiskulder gjorde att många av dessa fick svårt att få förnyad finansiering på värdepappersmarknaderna.

3 Vissa svenska bankers starka kreditexpansion i Baltikum före krisen kan för övrigt ses som exempel på ett förbiseende av risker i en period av stark tillväxt.

Detta gör i regel att priserna på tillgångar av olika slag, exempelvis fastigheter, stiger samtidigt som riskpremierna faller. Konkurrensen om lönsamma affärer ökar. Bankerna expanderar sina balansräkningar samtidigt som de försöker öka skuldsättningsgraden och finansiera sig på kortare löptider. De banker som inte gör detta blir normalt straffade av aktiemarknaden.

Men när konjunkturen vänder vill alla samtidigt dra ner exponeringarna och sälja tillgångar som man uppfattar som särskilt riskfyllda. Detta kan ses som en sund och rationell respons hos individuella institut. Det är också ett beteende som normalt uppmuntras utifrån ett "mikroperspektiv". Men när alla institut *samtidigt* säljer samma tillgångsslag kommer priserna på dessa tillgångar att sjunka dramatiskt.[4]

Detta kan i sin tur tvinga instituten att även sälja andra tillgångar, vilket driver ner marknadspriserna generellt. Volatiliteten i priserna och korrelationen mellan olika tillgångsslag ökar då. När förluster drabbar instituten i ökande omfattning, kan likviditeten på viktiga marknader försvinna. Och när bankerna samtidigt drar ner på sin utlåning och höjer utlåningsräntorna kan många låntagare drabbas av problem. Antalet företagskonkurser ökar, med ökade kreditförluster för bankerna som följd. De negativa återkopplingseffekter som uppstår mellan den finansiella och den reala ekonomin blir till en ond spiral.

Den cykliska dimensionen handlar således om benägenheter till överdrifter i uppgångsfasen (kreditexpansion, skuldsättning) och i nedgångsfasen (riskreduktion, panikförsäljningar) och om återkopplingar mellan det finansiella systemet och realekonomin.

Vad tendensen till överdrivet cykliskt beteende i finanssektorn i grunden bottnar i finns det delade meningar om. Vissa, som Shiller (2000), har fokuserat på det irrationella draget i den överentusiasm som ofta uppstår i goda tider. Med ett uttryck lånat av Alan Greenspan har han kallat fenomenet "*irrational exuberance*".[5] Med ett liknande synsätt har många på senare tid, likt en gång J.M. Keynes, talat om att marknaden är uppfylld av "*animal spirits*".[6]

Men alla är inte överens om att det cykliska beteendet beror på att aktörerna agerar irrationellt.

En del ekonomer betonar istället det dynamiska samspelet mellan priset på olika tillgångar och möjligheterna att skuldfinansiera investeringar i dem. Geanakoplos (2010) talar om "*the leverage cycle*". Enligt honom bestäms priset på en tillgång inte enbart av de förväntade framtida betalningsströmmarna, så kallade fundamenta. Också förmögenhetsfördelningen bland olika aktörer, spridningen i deras uppfattningar samt skiftande möjligheter att finansiera en investering genom skuldsättning (*leverage*) kan ha stor inverkan på priset på en tillgång. Även om två individer har tillgång till samma information, kan de, enligt Geanakoplos, ha olika uppfattning om en tillgångs värde. De som värderar tillgången högst

4 Detta fenomen påminner för övrigt om Keynes (1936) sparparadox (när var och en, i en ekonomisk svacka, försöker öka det egna sparandet, minskar det totala sparandet i ekonomin).

5 Uttrycket användes av Alan Greenspan under ett middagstal vid *The American Enterprise Institute for Public Policy Research* den 5 december 1996 i Washington, D.C. Talets titel var "*The Challenge of Central Banking in a Democratic Society*".

6 Se Akerlof & Shiller (2009) och Keynes (1936).

kommer att köpa mer av den ju bättre tillgång de har till skuldfinansiering. Det här innebär att möjligheterna att låna har stor påverkan på jämviktspriset. När skuldsättningsgraden går upp, går också priserna upp, och när lånemöjligheterna försämras kan det räcka med en relativt blygsam minskning av de förväntade intäktsströmmarna för att priset på tillgången ska falla rejält.

Andra ekonomer, exempelvis Woolley (2010), hävdar att det snarare är förekomsten av *"principal-agent"*-problem som är den viktigaste orsaken till bubblor och krascher på de finansiella marknaderna. Woolley tar fasta på att merparten av alla finansiella beslut inte tas direkt av slutkunderna/investerarna, utan delegeras till "agenter", som banker, fondförvaltare, mäklare och andra mellanhänder. Sätten som dessa agenter kompenseras på ger dem incitament och tidshorisonter som inte nödvändigtvis stämmer överens med deras uppdragsgivares/huvudmäns. Exempelvis utvärderas fondförvaltare vanligen – en eller ett par gånger per år – efter hur väl deras fonder avkastat i förhållande till "index", det vill säga ett slags marknadens genomsnitt. Detta ger dem snarare incitament att följa med strömmen och inte avvika alltför mycket från andras resultat än att söka reda på något långsiktigt fundamentalt värde. Trendföljande strategier, som *"momentum trading"*, kan alltså vara högst rationella sedda ur agentens perspektiv.

Med sådana strategier blir det också naturligt att på olika sätt försöka förstärka en given pristrend. Man kan uppnå kraftfullare hävstång i strategin exempelvis genom att öka belåningen, höja omsättningen och använda olika derivatinstrument. En intressant egenskap hos just trendföljande strategier – till skillnad från strategier som går ut på att uppnå konvergens mot något långsiktigt fundamentalt värde – är att de förstärks ju fler som följer dem. Enligt Woolley bidrar ett omfattande bruk av dylika procykliska strategier till systematiska och långvariga felaktigheter i prissättningen och ett instabilare finansiellt system samt till en samhällsekonomiskt ineffektiv användning av resurser.

Med ett besläktat synsätt hävdar Rajan (2005) att exempelvis en bankledning, i egenskap av agent för bankens aktieägare, som utvärderas och belönas efter avkastningen på bankens aktier, kan frestas att i goda tider låta banken ta extra mycket *"tail risk"*, det vill säga risker som har mycket låg sannolikhet att realiseras, men som skulle ge upphov till allvarliga förluster för banken om så skulle ske. Att erbjuda kunder skydd mot kreditförluster är exempel på en finansiell tjänst som innebär en *"tail risk"* för banken. Det ger "i normala tider" ett gott intäktsbidrag till bankens lönsamhet samtidigt som den risk tjänsten är förknippad med lätt smiter under radarn för aktieägarna. Eftersom de förluster som kan uppstå endast realiseras ytterligt sällan, fångas de i allmänhet inte upp av vanliga riskhanteringsmodeller som *"Value-at-Risk"*. Men när de väl materialiseras kan de utgöra ett dråpslag för banken, och möjligen också för någon av dem som förlitat sig på en garanti från banken.

C. Koppling mellan de bägge dimensionerna

Som säkerligen framgått vid det här laget är gränsen mellan den strukturella och den cykliska dimensionen inte alltid knivskarp. Strukturella problem, som svårigheten att skriva

kontrakt som förenar agenters incitament med deras huvudmäns, kan ge upphov till cykliska problem. Likaså kan cykliska faktorer påverka de strukturella. Exempelvis kan det i en uppgångsfas, som präglas av stark expansion och högt risktagande, uppstå både större koncentration av risk och fler och mer komplicerade sammankopplingar i det finansiella systemet. I upprinnelsen till den globala finanskrisen skapades, i jakten på avkastning, en mängd nya värdepapper och artificiella mellanhänder i form av olika specialbolag i vilka värdepapper kunde grupperas och ompaketeras till nya värdepapper. Sammantaget blev det finansiella systemet mer sårbart, komplext och svåröverblickbart.[7]

3. Behovet av makrotillsyn

Systemrisker är inte något nytt ämnesområde, utan har länge intresserat många akademiker och personer verksamma inom centralbanksvärlden. Att den traditionella finanstillsynen haft svårt att hantera systemrisker har heller inte varit okänt. *Macroprudential policy*, eller makrotillsyn som vi valt att benämna det på svenska, har använts som begrepp inom centralbanksvärlden åtminstone sedan slutet av 1970-talet.[8]

Ett av skälen till detta intresse för systemrisker är att många centralbanker, vid sidan av sina penningpolitiska uppdrag, också länge haft en roll när det gäller att främja stabiliteten i det finansiella systemet. Att centralbanker ofta har en sådan roll hänger bland annat ihop med deras centrala funktion i de stora betalningssystemen liksom deras unika möjligheter att tillföra likviditet i banksystemet och vid behov förstärka marknadens funktionsförmåga. Liksom makrotillsynen har centralbankernas arbete med finansiell stabilitet *systemet* i fokus. Det analytiska perspektivet är med andra ord detsamma som för makrotillsynen.

För Sveriges del började systemperspektivet leta sig in i myndigheternas bevakning av det finansiella systemet som ett svar på den bankkris som uppstått i början av 1990-talet. Bland annat började Finansdepartementet se över rörelsereglerna för bankverksamhet. Vidare fick Finansinspektionen, vid sidan av sitt konsumentskyddsuppdrag, så småningom också uppgiften att "arbeta för ett stabilt och väl fungerande finansiellt system". Arbetet med att förändra tillsynens inriktning gick dock i praktiken långsamt.

Det var framför allt när Riksbanken i mitten av 1990-talet började utveckla ett analytiskt ramverk för finansiell stabilitet, som systemriskperspektivet på allvar kom in i bilden. Även om Riksbanken inte har ett uttryckligt mandat att främja stabiliteten i det finansiella systemet, har Riksbanken fått uppgiften att "främja ett säkert och effektivt betalningsväsende". Riksbanken har tolkat detta som ett uppdrag att verka för stabiliteten i det finansiella systemet som helhet, med tonvikt på de stora bankerna.[9] Detta är en naturlig konsekvens av bankernas centrala roll i betalningssystemet och av de speciella systemrisker som bankernas verksamhet är förknippad med.

7 Se även Shin (2010).
8 Se Clement (2010).
9 Se Sveriges riksbank (2010).

Sedan 1997 har rapporten Finansiell stabilitet, som utkommer två gånger per år, varit en väsentlig del av Riksbankens stabilitetsarbete och en viktig utgångspunkt för offentlig dialog om riskerna i det finansiella systemet.[10, 11] I denna rapport varnade Riksbanken bland annat tidigt för utvecklingen i Baltikum och de ohållbart låga premierna på kreditrisk.

En god analysapparat för att identifiera och bedöma systemrisker är en av förutsättningarna för att Riksbanken och andra centralbanker – i rollen som *"lender of last resort"* – effektivt ska kunna hantera en kris i det finansiella systemet.

Men för att *förebygga* uppbyggnaden av de risker som kan leda till sådana systemkriser saknar centralbanker i regel mer handfasta verktyg. Riksbanken, liksom många andra centralbanker, är hänvisade till så kallad *"moral suasion"*, det vill säga till att försöka påverka genom att övertyga med goda argument. Verktyg av mer handfast karaktär, som rätten att utfärda föreskrifter på det finansiella området, finns istället hos mikrotillsynsmyndigheten.

Politiska ambitioner att skapa en sammanhängande institutionell ram med tydliga mandat för att övervaka och hålla tillbaka systemrisker har tidigare till stora delar saknats. Först när systemriskerna materialiserade sig i form av den största finansiella och ekonomiska krisen sedan andra världskriget ansåg beslutsfattare runt om i världen det motiverat att utveckla makrotillsynen till ett nytt politikområde med en ändamålsenlig institutionell ram och en funktionell verktygslåda.

Makrotillsyn skulle i korthet kunna beskrivas enligt följande:

Målet är att minska riskerna för det finansiella systemet *som helhet* och att förbättra motståndskraften mot störningar i det, till skillnad från mikrotillsynen som huvudsakligen är inriktad på risker i enskilda finansiella institut.

Makrotillsyn omfattar inte krishantering. Även om arbetet med finansiell stabilitet i stort handlar om att både minska risken för allvarliga systemkriser och minimera de negativa konsekvenserna om sådana kriser trots allt skulle uppstå, är det viktigt att påpeka att den löpande makrotillsynen enbart handlar om det förstnämnda, nämligen det förebyggande arbetet, även om arrangemang för krishantering skapar förutsättningar för denna.

I nuläget behöver **verktyg** för att nå detta mål preciseras.

Vidare behöver **mandat och ansvar** för makrotillsynen läggas fast.

Den eller de myndigheter som får ansvaret för makrotillsynen kommer att påverka och påverkas av andra politikområden, som penningpolitik, mikrotillsyn och finanspolitik, och det måste därför finnas goda former för samordning och informationsutbyte med dessa områden.

Behovet av att utveckla ett helt nytt politikområde för att kunna hantera systemriskerna är dock inte oomtvistat. Några kritiker har hävdat att den förbättring av systemriskanalysen som behövs kan hanteras inom existerande politikområden, som penningpolitiken eller mikrotillsynen. Enligt detta synsätt är det bara tydligare mål och mandat som behövs. Andra har ställt sig tveksamma till om makrotillsynen kan leverera önskat resultat, eftersom

10 Riksbanken blev genom stabilitetsrapporten för övrigt en pionjär ifråga om att publicera en sådan analys. Idag har centralbankerna i ett sextiotal länder liksom internationella organisationer som IMF och ECB följt efter.

11 Sedan 2000 publicerar Finansinspektionen en årlig stabilitetsrapport. 2009 slogs den ihop med en konsumentskyddsrapport till en så kallad riskrapport.

den typ av risk man vill att makrotillsynen ska fånga upp i praktiken är mycket svår att identifiera och bedöma.

3.1 RELATIONEN TILL ANDRA POLITIKOMRÅDEN

Låt oss börja med att analysera den första delen av kritiken, nämligen frågan om systemrisker skulle kunna hanteras lika väl inom ramen för existerande politikområden.

A. Penningpolitik och makrotillsyn

Många bedömare anser att en viktig faktor bakom den aktuella finanskrisen är att räntorna alltför länge hölls på en låg nivå, inte minst i USA. Det hittills dominerande synsättet, åtminstone före krisen, har varit att penningpolitiken endast bör svara på en snabb ökning av huspriser och skuldsättning om detta enligt prognoserna riskerar att leda till en överhettning i ekonomin och därmed en alltför hög inflation. Om så inte är fallet ska centralbanken vänta och se, men vara beredd att snabbt lätta på penningpolitiken om huspriserna rasar och efterfrågan i ekonomin sjunker kraftigt. Enligt detta synsätt bör således penningpolitikens förhållningssätt till tillgångsprisbubblor i första hand vara att städa upp efteråt, *"cleaning up afterwards"*.

Detta synsätt har alltmer kommit att ifrågasättas, inte minst eftersom arbetet med att "städa upp i efterhand" har visat sig kunna bli tämligen omfattande. Detta gäller speciellt om tillgångsprisbubblan kan kopplas samman med en kreditexpansion. I de flesta fall är det en sådan kreditexpansion – och inte tillgångspriserna i sig själva – som är det mest oroande.

Många har därför frågat sig om inte penningpolitiken skulle kunna användas mer aktivt för att dämpa en uppgång i tillgångspriserna, *"leaning against the wind"*. Många centralbanker kommer sannolikt också att se över sina makroekonomiska modeller och precisera tillgångsprisernas roll för transmissionsmekanismen.

Även om en expansiv penningpolitik möjligen medverkade till uppbyggnaden av bubblor på olika håll, hävdar många att det huvudsakligen var andra faktorer som låg bakom den internationella finanskrisen. Det var snarare kombinationen av stora globala obalanser, snedvridna incitament hos finanssektorns aktörer, misslyckanden i reglering och tillsyn, informationsproblem samt en del specifika faktorer, som en politik som medvetet syftade till att öka egnahemsboendet i USA, som ledde fram till krisens utbrott.

Det är inte troligt att penningpolitiken i alla lägen är det mest effektiva verktyget för att motverka uppbyggnaden av bubblor och överdriven kredittillväxt. Penningpolitiken riskerar att slå för brett, med potentiellt oönskade effekter i sektorer som inte är överhettade. Penningpolitiken motverkar heller inte den strukturella dimensionen av systemrisk. Detta tyder på att det behövs särskilda verktyg för makrotillsyn.

I vilken utsträckning sådana särskilda makrotillsynsverktyg helt kan eliminera behovet av penningpolitiska åtgärder för att motverka uppbyggnaden av systemrisk återstår dock att se. I vissa fall kan gränsen mellan penningpolitik och finansiell stabilitet bli flytande. Det gäller till exempel i turbulenta tider, när styrräntan närmar sig noll procent, och penning-

politiken till stor del måste bedrivas med okonventionella medel, som exempelvis köp av tillgångar (så kallade kvantitativa lättnader) eller utlåning till fast ränta på längre löptider än vanligt.

B. Mikrotillsyn och makrotillsyn

Mikrotillsyn handlar om att identifiera och analysera operativa och finansiella risker i individuella finansiella företag som kan påverka deras förmåga att uppfylla sina finansiella åtaganden. Det är dock inte företagen som sådana som är statens primära fokus. I stället är det de funktioner som företagen bär upp, men också skyddet för konsumenter och investerare, som är det väsentliga. Förutom konsument- och investerarskyddet syftar mikrotillsynen således ytterst – precis som makrotillsynen – till att främja stabiliteten i det finansiella systemet. (Åtminstone gäller detta Finansinspektionen, vars mål är att "arbeta för ett stabilt och väl fungerande finansiellt system och verka för ett gott konsumentskydd inom det finansiella systemet".) Däremot skiljer sig mikro- och makrotillsynen från varandra ifråga om metoder och perspektiv.

Till skillnad från mikrotillsynens fokus på individuella företag utgår makrotillsynen från ett systemperspektiv. I det perspektivet är det exempelvis viktigt att analysera de makroekonomiska förutsättningarna för finanssektorn och finansmarknaderna. Man behöver också analysera hur störningar i finanssektorn påverkar den reala ekonomin och hur detta i sin tur slår tillbaka på det finansiella systemet. Makrotillsynen har således ett annat analytiskt fokus och kräver – i större utsträckning än mikrotillsynen – välutvecklade analysramar för studiet av såväl makroekonomin som den finansiella stabiliteten liksom av hur dessa påverkar varandra.

En lärdom från många finanskriser, inklusive den nu aktuella, är att uppbyggnaden av systemrisk ofta börjar utanför den reglerade sektorn, det vill säga i företag som inte formellt står under tillsyn (jämför "*the shadow banking system*").[12] En svår, men viktig, uppgift för makrotillsynen är därför att identifiera risker som uppstår utanför den egentliga tillsynens område. Makrotillsynen måste med andra ord utövas med ett bredare blickfält än den ordinarie mikrotillsynen.

De verktyg som kan komma att bli aktuella i makrotillsynen är dock i stor utsträckning desamma, eller av samma typ, som i mikrotillsynen, även om de används på ett annat sätt.

C. Makrotillsynens fokus

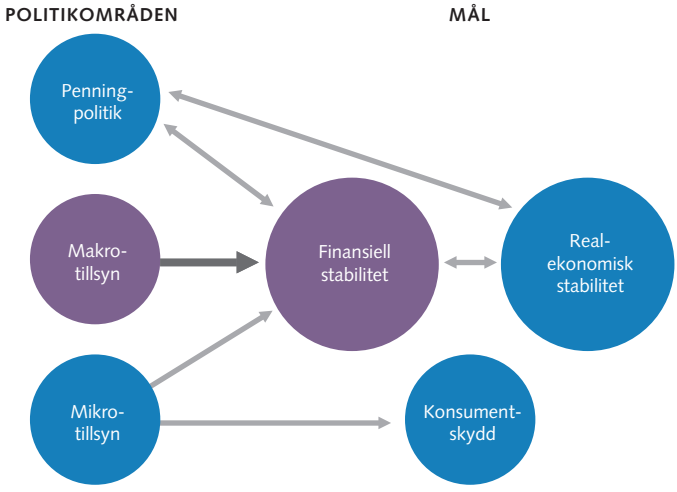
Vi skulle kunna sammanfatta makrotillsynens verksamhetsområde som i figur 1 nedan. Makrotillsynen kan visserligen sägas ha som yttersta syfte att uppnå stabilitet i ekonomin som helhet, men dess verksamhetsområde är begränsat till det finansiella systemet. Det direkta målet är att främja stabiliteten i det finansiella systemet, och en eventuell stabilare realekonomisk utveckling kan ses som en indirekt konsekvens av att detta mål uppfylls. Till skillnad mot penningpolitiken är makrotillsynen inte inriktad direkt mot realekonomin.

12 Adrian & Shin (2009), Pozsar et al. (2010).

Även om både makro- och mikrotillsynen ytterst syftar till att uppnå finansiell stabilitet är metoderna för att uppnå detta olika. Mikrotillsynen har dessutom som ett uttalat mål att skydda konsumenterna.

Mestadels kompletterar de olika politikområdena varandra, men i vissa fall kan man behöva göra avvägningar mellan dem. Detta behandlas utförligare i avsnitt 6.1.

Figur 1. Makrotillsynens verksamhetsområde



3.2 VAD KAN MAKROTILLSYN ÅSTADKOMMA?

Låt oss nu diskutera den andra typen av kritik som nämndes i början av avsnittet, nämligen skepsisen inför makrotillsynens förmåga att ge önskat resultat eftersom det är så svårt att identifiera systemrisker.

Vad makrotillsynen kan förväntas åstadkomma är en berättigad fråga, eftersom de empiriska erfarenheterna av makrotillsyn är begränsade. I ljuset av detta vore ett alternativt sätt att försöka besvara frågan att gå igenom och reflektera över om krisen hade kunnat undvikas eller mildras om det funnits makrotillsynsmyndigheter med tydliga mandat. Vilka av de risker som fanns i exempelvis USA, där krisen började, borde en sådan myndighet ha upptäckt och agerat på?

En övergripande genomgång av några av de risker som uppstod i USA under åren före krisen ger ett blandat resultat. Det fanns viktiga systemrisker som en ansvarig makrotillsynsmyndighet sannolikt både hade uppmärksammat och agerat på, exempelvis sådana risker som uppstod i de statsstödda bostadskreditföretagen *Fannie Mae* och *Freddie Mac.* Dessa risker identifierades av *Federal Reserve*[13] och det är därför inte osannolikt att en makrotillsynsmyndighet med ett tydligt mandat hade agerat kraftfullare för att hantera dem.

13 Uttalande av Alan Greenspan inför *Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, amerikanska senaten, den 24 februari 2004.

Det finns dock också exempel på risker som inte visade sig leda till problem i krisen, men som en makrotillsynsmyndighet möjligen felaktigt hade agerat på. Det gäller exempelvis de amerikanska hedgefondernas utveckling, vilka flera bedömare felaktigt förutspådde skulle leda till nästa finansiella kris.

Vidare fanns ett antal viktiga systemrisker som en makrotillsynsmyndighet sannolikt inte hade lyckats identifiera. Dit hör exempelvis subprime-riskerna, vilka dök upp på radarn först sent 2007, även om övervärderingen på bostadsmarknaden identifierades tidigare.[14] De så kallade tillsynsbrev som skrevs under 2005 och 2006 var ganska försiktiga och fokuserade framför allt på konsumentskyddsaspekter.[15]

Både de tämligen blandade utfallen av dessa kontrafaktiska tankeexperiment och de begränsade internationella erfarenheterna av makrotillsyn gör det svårt att bedöma vad makrotillsynen kan åstadkomma.

Det finns också vissa i grunden mycket svåra bedömningar som måste göras för att bedriva makrotillsyn. En central sådan bedömning är att avgöra om utslag av vissa indikatorer avspeglar ökad systemrisk eller en i grunden ofarlig strukturell förändring. Exempelvis är det svårt att på förhand bedöma om vissa finansiella innovationer är positiva för samhällsekonomin eller inte. Makrotillsynen försvåras också av brist på data, bland annat på grund av att en del finansiell verksamhet kringgår reglering och tillsyn (jämför *"shadow banking system"*[16]) och på grund av att bankerna konsoliderar sina balansräkningar globalt.

Att utveckla makrotillsynen som nytt politikområde är således förenat med stora utmaningar. Samtidigt kan vi konstatera att kostnaderna för en global finansiell kris ofta är enorma. Haldane (2010) har grovt uppskattat den totala kostnaden för den globala finanskrisen i termer av utebliven tillväxt till mellan 1 och 5 gånger (!) global BNP.[17]

Sammantaget talar detta för vikten av att försöka motverka att det byggs upp stora systemrisker, men också för behovet av att skapa realistiska förväntningar hos beslutsfattare och allmänhet om vad makrotillsynen kan åstadkomma. Man kommer inte att kunna förhindra alla framtida finansiella kriser, men förhoppningsvis några fler än man lyckats med historiskt sett.

Eftersom kunskaperna om och erfarenheterna av makrotillsyn ännu är begränsade, återstår en hel del av både analytiskt och empiriskt arbete. Det är särskilt angeläget att utveckla metoderna för att identifiera och mäta systemrisker samt att utveckla makrotillsynsverktyg och bedöma deras effektivitet.

14 Dokko et al. (2009).
15 SR 05-11 (http://www.federalreserve.gov/boarddocs/srletters/2005/SR0511.htm) och SR 06-15 (http://www.federalreserve.gov/boarddocs/srletters/2006/SR0615.htm).
16 Se Adrian & Shin (2009) och Poszar et al. (2010).
17 Haldane, Andrew G. (2010).

4. En verktygslåda för makrotillsyn

Av de verktyg som kan bli aktuella i makrotillsynen är flertalet i grunden mikrotillsynsverktyg, om än kalibrerade för att användas just för makrotillsyn. Bland dessa verktyg finns exempelvis bolånetak, det vill säga begränsningar av hur stor del av ett bostadsköp som får belånas (*"Loan-to-Value cap"*, *"LTV cap"*), lånebegränsningar i förhållande till disponibel inkomst (*"Debt-Service-to-Income cap"*, *"DSTI cap"*), limiter för stora exponeringar och likviditetskvoter.

Idag finns endast ett fåtal verktyg som kan betecknas som "rena" makrotillsynsverktyg, det vill säga sådana som är särskilt utformade för att angripa systemrisker. Dit hör exempelvis kontracykliska kapitalbuffertar, dynamiska reserveringar och extra kapitalkrav på systemviktiga institut. Det är dock troligt att antalet rena makrotillsynsverktyg kommer att öka i takt med att utvecklingen på området fortskrider.

Vissa potentiella verktyg skulle naturligen falla inom en centralbanks verksamhetsfält. Exempelvis kan man tänka sig att bankernas kassakrav kalibreras för makrotillsynssyften. Teoretiskt skulle även styrräntan kunna användas i detta syfte. Hur lämpliga eller effektiva dessa verktyg är i makrotillsynssyfte är en annan fråga.

Andra tänkbara verktyg hamnar snarare inom det fiskala området. Dit hör exempelvis avdragsregler för låntagarnas räntekostnader.

De möjliga makrotillsynsverktygen kan således finnas inom olika myndigheters domäner, men flertalet verktyg finns idag hos tillsynsmyndigheten.

4.1 FAKTORER SOM PÅVERKAR VALET AV POLICYVERKTYG

Hur bör man då tänka när man ska välja och utforma en uppsättning verktyg för makrotillsyn? Ännu finns ingen färdig och allmänt omfattad teoretisk tankeram att hålla sig till för detta ändamål. Till stor del är dock valet av verktyg beroende av både finanssektorns struktur och det aktuella sammanhanget. Det finns en rad faktorer att ta hänsyn till.

A. Strukturella eller cykliska problem?

En viktig aspekt är givetvis karaktären hos det specifika problem som ska motverkas. Som nämnts syftar ramverket för makrotillsyn till att motverka två grundläggande typer av problem: cykliska respektive strukturella. Principerna när man utformar verktyg för de olika problemtyperna kan skilja sig åt en del.

När man vill angripa problem av cyklisk natur är *det en grundläggande princip att på olika sätt göra det dyrare och mindre lockande att bygga upp risk i goda tider, samtidigt som man vill skapa buffertar som kan utnyttjas i dåliga tider, när risken materialiseras.*

Exempel på verktyg som kan användas för att motverka en överdriven kreditexpansion och dämpa cyklerna i tillgångspriser är *kontracykliska kapitalbuffertar* och *dynamiska reserveringar*. Kontracykliska kapitalbuffertar har beslutas inom ramen för Basel III. Tanken med dessa är att tvinga banker att hålla extra kapital i goda tider, för att sedan kunna sänka kraven på kapital i en nedgångsfas. Dynamiska reserveringar, som sedan många år tilläm-

pas i Spanien, innebär att bankerna i redovisningen måste göra avsättningar för framtida förväntade kreditförluster.[18] Båda verktygen syftar till att i goda tider skapa buffertar som dämpar fallet i en nedgångsfas.

För att angripa strukturella problem vill man idealt sett först mäta institutets individuella bidrag till den totala systemrisken och sedan kalibrera verktyget efter detta mått.

Även om en del framsteg har gjorts i utvecklingen av mått på systemrisk, återstår en hel del arbete innan de är praktiskt tillämpbara i makrotillsynen.[19] Exempel på verktyg för att motverka strukturella problem som för närvarande utarbetas är *extra kapitalkrav för systemviktiga institut* (SIFIs), förstärkta genomlysningskrav och direkta begränsningar av vissa aktiviteter.

Till detta kommer verktyg som mer specifikt angriper strukturella mekanismer som kan förstärka systemriskerna. Till dessa verktyg hör exempelvis minimikrav på bruttosoliditeten (*leverage ratio*), det vill säga begränsningar av hur stora institutets totala icke-riskvägda tillgångar får vara i förhållande till det egna kapitalet. Dit hör också *verktyg för att begränsa löptidsobalanser*, till exempel olika *likviditetskvoter*.

Många verktyg är flexibla i den meningen att de kan användas för olika ändamål. Beroende på hur man tillämpar dem kan de antingen användas för att motverka cykler eller för att påverka strukturella faktorer.

B. Riktade eller brett verkande verktyg?

Man behöver också avgöra om det är lämpligt att använda verktyg med ett brett verkningsområde eller sådana som är riktade mot en särskild delmarknad, ett instrument eller en aktivitet.

Exempel på ett verktyg med en relativt bred träffyta är kontracykliska kapitalbuffertar, som utgår från den totala kreditexpansionen och som omfattar alla banker. Därmed kommer verkningarna av den här typen av brett verkande verktyg att ligga nära penningpolitikens effekter.

Brett verkande verktyg har nackdelen att de riskerar att få oavsedda effekter i sektorer som inte har problem. Om problemen är tydligt koncentrerade till en enstaka sektor eller nära sammanlänkade sektorer är därför mer riktade verktyg att föredra. Exempel på ett sådant är möjligheten att anpassa riskvikterna på tillgångar efter speciella marknader eller instrument.

Det är emellertid inte säkert att det alltid finns riktade verktyg som är tillräckligt effektiva. I vissa fall kan de vara för enkla att kringgå. Kreditexpansionen kan till exempel finna vägar utanför den reglerade sektorn via nya kanaler. I sådana fall kanske inte ens kontracykliska kapitalbuffertar verkar tillräckligt brett eftersom de enbart träffar banker (jämför *"shadow banking system"*).

18 Även om dynamiska reserveringar inte lyckades dämpa överdrifterna i den spanska kreditcykeln särskilt effektivt, har de sannolikt bidragit till att göra de spanska bankerna mer motståndskraftiga i den uppkomna krisen.

19 Exempelvis Adrian och Brunnermeier (2008, revised 2011) utvecklar ett sådant mått med utgångspunkt i *CoVaR*, som är ett *Value-at-Risk*-mått för det finansiella systemet betingat på att institut befinner sig i problem.

Andra fall där riktade verktyg är mindre lämpliga är om problemen initialt råkat manifestera sig i en särskild sektor, medan det egentliga problemet i själva verket är betydligt vidare. Man kan också tänka sig att en riktad åtgärd snarare styr om riskuppbyggnaden till andra, eventuellt ännu farligare, sektorer.

Slutsatsen är att det kan finnas behov av såväl verktyg med en bred träffyta som mer riktade verktyg.

C. Styra med kvantitativa regler eller pris?

Verktygen kan vara kvantitativa eller prisstyrande. Med *kvantitativa* verktyg avses sådana som sätter absoluta gränser för de finansiella aktörerna och tvingar dem att agera på ett visst sätt. Det kan exempelvis handla om att införa regler som sätter en absolut gräns för hur mycket en bank får låna ut i utländsk valuta.

Med *prisstyrande* eller incitamentsstyrande verktyg avses sådana som i stället *uppmuntrar* aktörerna att begränsa sitt risktagande eller på annat sätt handla på ett önskat sätt. Med exempelvis avgifter som gör det kostsamt att tillhandahålla tjänster som innebär ökade systemrisker kan man förhoppningsvis hålla sådana aktiviteter inom rimliga gränser.

Vissa verktyg är skenbart kvantitativa, men fungerar i praktiken som prisstyrande. Exempelvis bolånetak och kapitaltäckningskrav är uttryckta som kvantitativa maximi- eller minimikrav, men fungerar ofta snarare genom att göra vissa beteenden dyrare, men utan att helt eliminera dem. Genom att tillämpa olika *riskvikter* för kapitaltäckning av olika slags exponeringar kan man göra investeringar i mer riskfyllda tillgångar mer kostsamma för banken än mindre riskfyllda investeringar.

Ekonomer brukar förorda prisstyrning framför kvantitetsstyrning eftersom prisstyrning ger aktörerna en möjlighet att väga kostnader mot förväntad nytta. De aktörer som värdesätter exempelvis möjligheten att öka kreditgivningen tillräckligt för att betala den extra kostnad som ett ökat kapitalkrav medför kan också göra detta.[20] Detta ger i regel bättre förutsättningar för effektiv användning av samhällets resurser än en policy som ställer alla aktörer inför samma kvantitativa begränsningar.

Det är dock inte säkert att det är just de aktörer som är mest känsliga för prisstyrning som är dem man helst vill påverka. Ett kvantitativt verktyg fångar istället upp alla på gott och ont. I vissa fall kan en aktivitet vara så farlig för samhället att absoluta gränsvärden för den är nödvändiga.

Valet mellan kvantitativa och prisstyrande verktyg måste till stor del bero på vad som i sammanhanget är mest ändamålsenligt och praktiskt samt på vilka erfarenheter man har av verktyget ifråga.

20 Jämför med prisstyrande instrument inom miljöpolitiken, exempelvis sådana som ger företag möjligheter att köpa och sälja rättigheter att släppa ut en viss mängd växthusgaser.

D. Använda ett eller flera verktyg i samma syfte?

Det kan finnas flera fördelar med att begränsa antalet verktyg som används i ett och samma syfte. För det första förenklas kommunikationen av policybeslut om det bara är ett eller ett fåtal verktyg i bruk. För det andra blir det lättare att utvärdera effekten av verktyget i efterhand och därmed lättare att kalibrera användningen i framtiden. Sannolikt minskar också regleringskostnaderna.

Samtidigt kan enstaka verktyg ha begränsad verkningsgrad och avtagande marginalnytta. Flera verktyg kan behövas för att angripa olika aspekter av samma risk. Flera olika verktyg minskar också risken för att någon ska försöka kringgå styrningen.

Om man vill öka sannolikheten för att uppnå önskad effekt kan det därför finnas större anledning att använda flera olika verktyg ju större osäkerheten och ju farligare systemhoten är.[21]

E. Tillämpa verktygen statiskt eller dynamiskt?

För att aktivt kunna styra kredit- och priscykler krävs att man har verktyg som kan tillämpas *dynamiskt*, det vill säga varieras över tid. Närmare bestämt vill man kunna sätta in motåtgärder i en uppgångsfas för att dämpa en viss utveckling, men också dra tillbaka åtgärderna i en nedgångsfas för att stimulera marknaden. Typexemplet är kontracykliska kapitalbuffertar.

För att en sådan dynamisk tillämpning ska bli effektiv måste man ha indikatorer som kan skilja mellan verkligt systemhotande och fundamentalt berättigade utvecklingstendenser. Det är också viktigt att veta hur lång tid det tar innan en policyåtgärd får effekt. Om man felbedömer detta finns ju risken att en åtgärd börjar bita först när cykeln redan är på väg att vända.

Även *statiska* verktyg, det vill säga sådana som inte ändras över tid, kan till viss del bidra till att stabilisera pris- och kreditcykler. Exempelvis kan fasta begränsningsregler för hushållens belåning ha en prisstabiliserande effekt på bostadsmarknaden.

Om man vill kunna minimera konsekvenserna av en plötslig och stark priskorrigering är det bra att ha tillgång till både dynamiska och statiska verktyg. Exempelvis bidrar regler som sätter gränser för kreditinstitutens eller hushållens belåning till att stärka motståndskraften hos dessa aktörer vid kraftiga priskorrigeringar. På så sätt minskar också risken för att ett prisfall ska leda till finansiell instabilitet eller kraftiga förändringar i hushållens konsumtion. Dynamiska verktyg har dock fördelen att de kan korrigeras som respons på hur marknaderna och ekonomin utvecklas, exempelvis genom att kraven på buffertar i bankerna höjs i goda tider och sänks i dåliga tider.

Slutsatsen är att både dynamiska och statiska verktyg kan behövas.

21 Se till exempel Brainard (1967).

F. Automatik eller bedömning från fall till fall?

Dynamiska verktyg av den typ som omnämns i avsnittet ovan kan tillämpas antingen diskretionärt eller automatiskt. Tillämpningen är *diskretionär* om det är den ansvariga myndigheten som själv löpande gör bedömningar och på grundval av dessa fattar beslut om att vidta åtgärder för att styra en viss utveckling i någon önskad riktning.

Automatiska verktyg bygger i stället på att åtgärder vidtas i enlighet med någon förutbestämd regel. Ett exempel på ett tänkbart automatiskt verktyg är en regel som bestämmer hur nivån på bankernas kapitalkrav ska justeras i förhållande till kredittillväxten i ekonomin.

Automatiska verktyg är förutsägbara, vilket underlättar planeringen och ökar rättssäkerheten för finanssektorns aktörer. En annan fördel är att automatiken undanröjer en del av myndigheternas bevisbörda och vånda över att behöva fatta obekväma beslut.

En nackdel är dock att automatiska verktyg minskar precisionen och kan slå mer urskillningslöst än "diskretionära" ingrepp, som bygger på bedömningar av den aktuella situationen. Det är heller inte säkert att ett automatiskt verktyg ensamt kan träffa alla viktiga risker och obalanser om verktyget baseras på otillräckliga indikatorer. Då kan diskretionära verktyg medföra en högre grad av flexibilitet. Samma flexibilitet kan dock göra det frestande för myndigheter att avstå från att agera.

Det finns således för- och nackdelar med både diskretionära och automatiska verktyg.

Ett tänkbart sätt att hantera problemen är att tillämpa någon form av "halvautomatik". Exempelvis skulle man, på ett liknande sätt som Goodhart (2011) föreslår, koppla en formaliserad beslutsprocess till en uppsättning indikatorer, som tvingar myndigheter att ta ställning till om åtgärder är nödvändiga och redovisa skälen för sitt ställningstagande (se avsnitt 6.2). På detta sätt skulle förutsägbarheten kunna öka samtidigt som risken för att myndigheter avstår från att fatta obekväma beslut minskar.[22]

5. Tänkbara modeller

Arbetet med att utveckla en verktygslåda för makrotillsynen kommer att pågå under lång tid framöver, både nationellt och i samarbete på det internationella planet. På nationell nivå behöver man också fastställa en ändamålsenlig arbetsordning för makrotillsynen. Närmare bestämt behöver man avgöra vilken eller vilka myndigheter som ska ansvara för makrotillsynen och hur samordning och beslut om användande av aktuella verktyg lämpligen ska ske. I detta avsnitt redogör vi översiktligt för de resonemang och rekommendationer om organisationen av makrotillsynen som hittills framkommit bland ett antal internationella organisationer, akademiker och nationella organ.

22 Se exempelvis Bank of England (2009) för närmare diskussion om avvägningar mellan automatiska och diskretionära verktyg ("*rules versus discretion*").

5.1 IMF: STILISERADE MODELLER FÖR MAKROTILLSYN

Internationella valutafonden (IMF) (2011c), beskriver i en rapport ett antal modeller för makrotillsyn, skapade utifrån undersökningar i 50 länder. Rapporten skiljer mellan modellerna på fem punkter:

- **Integration mellan centralbanken och tillsynsmyndigheterna.** Denna kan vara fullständig, partiell (om tillsynen av banker ligger under centralbanken) eller obefintlig.
- **Ansvaret för makrotillsyn.** Ansvaret kan ligga på centralbanken, på en självständig kommitté eller på flera myndigheter.
- **Finansdepartementets roll.** Finansdepartementets roll kan vara aktiv (om det spelar en ledande roll i policyarbetet eller i något koordineringsorgan), passiv (om det deltar i dylika organ, utan att ha ordförandeställning) eller obefintlig.
- **Institutionell separation av beslut och verktyg.** Sådan separation finns ofta om ansvaret för makrotillsynen ligger hos en kommitté eller om tillsynsfrågorna delvis ligger i centralbanken. Om alla beslut vilar på centralbanken eller, å andra sidan, om olika myndigheter har fullt ansvar inom sina sektorer, anses det inte vara fråga om institutionell separation.
- **Institution för koordinering av makrotillsynsåtgärder.** När ansvaret för makrotillsyn är delat, kan en särskild kommitté harmonisera olika synsätt och koordinera policyer och uttalanden.

Utifrån de potentiellt otaliga kombinationerna har rapporten skapat sju stiliserade modeller. Dessa beskrivs i tabell 1 nedan.

Tabell 1. Stiliserade modeller för makrotillsyn

MODELL/ MODELL-EGENSKAP	MODELL 1	MODELL 2	MODELL 3	MODELL 4	MODELL 5	MODELL 6	MODELL 7
Grad av integration mellan centralbank och tillsyn	Fullständig (i centralbanken)	Partiell	Partiell	Partiell	Ingen	Ingen (Partiell*)	Ingen
Ägarskap av makrotillsynsmandat	Centralbanken	Kommitté (i centralbanken)	Oberoende kommitté	Centralbanken	Flera myndigheter	Flera myndigheter	Flera myndigheter
Finansdepartementets roll	Ingen (Aktiv*)	Passiv	Aktiv	Ingen	Passiv	Aktiv	Ingen
Åtskillnad mellan policybeslut och kontroll över instrument	Nej	På vissa områden	Ja	På vissa områden	Nej	Nej	Nej
Förekomst av separat organ för samordning av policybeslut	Nej	Nej	Nej (Ja*)	Nej	Ja	Ja (de facto**)	Nej
Exempel på länder där modellen finns	▸Irland (ny) ▸Singapore* ▸Tjeckien	▸Malaysia ▸Rumänien ▸Thailand ▸UK (ny)	▸Brasilien* ▸Frankrike ▸USA (ny)	▸Belgien (ny) ▸Nederländerna ▸Serbien	▸Australien	▸Chile ▸Hongkong* ▸Kanada ▸Sydkorea** ▸Libanon ▸Mexiko	▸Island ▸Peru ▸Schweiz

Källa: IMF.

IMF-rapporten diskuterar ganska utförligt för- och nackdelarna med de olika modellerna. En viktig avvägning är den mellan centralisering (oftast till centralbanken) och mer decentraliserade ansvarsförhållanden.

Modellerna 1, 2 och 4 ger stor makt till centralbanken. En fördel är att centralbankerna redan har ett system- och makroperspektiv i analysramen. En annan fördel är den handlingskraft som uppstår när behovet av extern koordinering begränsas. Centralbankernas oberoende av det politiska systemet gör det också lättare att ta impopulära beslut.

Nackdelen är att centralbanken växer – makrotillsynen kan komma i konflikt med det penningpolitiska uppdraget och centralbankens ekonomisk-politiska makt kan måhända bli alltför stor.

Modellerna 5 och 6 kräver, å sin sida, en fungerande samordning. Om en sådan finns kan ett tydligt fokus på makrotillsyn etableras, med ansvaret tydligt fördelat på varje institution. Risken är att samordningen inte fungerar väl. I det läget saknar makrotillsynsarbetet egna verktyg, samtidigt som aktörerna kan nedprioritera makrotillsynen till förmån för sina andra mål.

5.2 GOODHART OCH ROCHET

Goodhart och Rochet (2011), som har utvärderat Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet, diskuterar fyra tänkbara modeller för makrotillsyn i Sverige:

1. **Ansvaret för makrotillsynen delas mellan flera myndigheter.** Författarna tänker sig att ett systemriskråd inrättas, inom vilket Riksbanken, Finansinspektionen, Finansdepartementet och Riksgäldskontoret skulle utbyta information och samarbeta. Denna modell ligger nära den överenskommelse som idag finns mellan dessa fyra myndigheter i syfte att främja finansiell stabilitet och underlätta krishantering. Nackdelen med modellen är att konflikthantering försvåras när en tydligt ansvarig aktör saknas. Goodhart och Rochet lämnar frågan om vem som ska leda arbetet – riksbankschefen, Finansinspektionens generaldirektör eller finansministern – öppen.
2. **En separat myndighet ansvarar för makrotillsynen.** Författarna menar att lösningen med ytterligare en myndighet skulle innebära extra kostnader och en komplicerad struktur.
3. **Centralbanken ansvarar för makrotillsynen, med en separat myndighet för mikrotillsynen.** Som fördelar redovisas att lösningen drar nytta av den expertis och personal som redan finns på Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet och därmed sparar resurser och personal. Vidare ger modellen mer inflytande i Europeiska systemrisknämnden (ESRB), eftersom centralbankschefen automatiskt har rösträtt där. Som nackdelar anges att Riksbanken får mycket makt och att det kan uppstå målkonflikter med penningpolitiken.
4. **Centralbanken ansvarar för såväl makro- som mikrotillsynen, med en separat tillsynsmyndighet som ansvarar för finansiella produkters säkerhet.** Modellen ger fördelar genom stordrift och synergier och kan göra det lättare att rekrytera och

behålla personal. Nackdelarna är att Riksbankens makt skulle öka ännu mer, samtidigt som Riksbanken kan utsättas för rättsliga och andra risker.

Goodharts och Rochets slutsats är att främst den första och tredje modellen skulle kunna vara aktuella för svensk del, men de tar inte tydlig ställning mellan dem.

5.3 FINANSPOLITISKA RÅDET

De förslag Finanspolitiska rådet (2011) framför liknar i någon mån Goodharts och Rochets. Rådet menar att ramverket för finansiell stabilitet behöver förstärkas och föreslår två alternativ.

I det första alternativet får Riksbanken större ansvar och eventuellt en utökad arsenal av verktyg. Som argument för detta alternativ anges att Riksbanken redan har kraftfulla penningpolitiska instrument, står i omedelbar kontakt med finansinstitut, har ansvar för och bäst analyskapacitet kring finansiell stabilitet och redan publicerar en finansiell stabilitetsrapport. Till motargumenten hör att den finansiella stabiliteten kan komma i konflikt med penningpolitiken, att det finns risk för alltför långtgående samsyn med finansbranschen och att Riksbanken redan har stor makt.

I det andra alternativet inrättas ett finansiellt stabilitetsråd med uppgiften att analysera systemrisker och föreslå åtgärder. Finanspolitiska rådets förslag förefaller gå längre än exempelvis Goodharts och Rochets första förslag (ovan) eller IMF:s (nedan) och syfta på en myndighet med egen generaldirektör, även om rådets enda befogenhet vore att redovisa sin analys och sina rekommendationer. Därigenom skapas en aktör med ett entydigt fokus på systemrisker, som kan verka som en aktiv varningsröst och bli ytterligare en deltagare i den ekonomisk-politiska debatten. Till nackdelarna hör att rådets kansli skulle innebära en dubblering av analyskapaciteten, att tre myndigheter kan vara för mycket, att Riksbanken kan komma att känna mindre ansvar för finansiell stabilitet och, inte minst, att rådet skulle sakna makt att sätta bakom sina rekommendationer.

5.4 IMF FÖRESLÅR ETT STABILITETSRÅD REDAN PÅ KORT SIKT

IMF (2011a) föreslog i samband med sin bedömning av stabiliteten i det svenska finansiella systemet våren 2011 att det inrättas ett *Systemic Financial Stability Council* på högsta nivå. IMF gav detta högsta prioritet, och menade att det borde inrättas snarast (inom ungefär ett år). IMF föreslår att Riksbanken, Finansinspektionen, Finansdepartementet och Riksgäldskontoret får plats i stabilitetsrådet, tillsammans med oberoende deltagare som inte representerar någon myndighet. Vidare anser IMF att riksbankschefen bör vara ordförande.

IMF anser att rådet bör vara rådgivande snarare än att förfoga över egna verktyg. Eventuellt bör rådet ha rapporteringsskyldighet inför riksdagen. Detta förefaller likna Goodharts och Rochets första förslag.

Det ska påpekas att det redan idag finns ett stabilitetsråd inrättat genom en överenskommelse mellan Riksbanken, Finansinspektionen, Riksgäldskontoret och Finansdeparte-

mentet för att *koordinera finansiell krishantering och krisberedskap*. Enligt IMF bör dock detta stabilitetsråd för krishantering inte vara identiskt med det samarbetsråd man föreslår för övervakning av systemrisker.

I avvaktan på ett beslut om en långsiktig organisatorisk lösning för makrotillsynen i Sverige upprättade Riksbanken och Finansinspektionen i januari 2012 ett samverkansråd för makrotillsyn.[23] Samverkansrådet ska ses som ett komplement till stabilitetsrådet för krishantering. Det ska diskutera bedömningar av systemrisker och frågor om makrotillsyn. Dess tillkomst förändrar dock inte det oberoende, ansvar eller den beslutanderätt som respektive myndighet har avseende sina uppgifter.

5.5 EUROPEISKA SYSTEMRISKNÄMNDENS REKOMMENDATION

Europeiska systemrisknämnden (ESRB) publicerade i januari 2012 en rekommendation om nationella mandat för makrotillsyn. Denna pekar på vikten av att medlemsländerna i EU utser ett oberoende organ som får ett tydligt ansvar för makrotillsynen och tillräckliga verktyg till sitt förfogande. Syftet med rekommendationen är att bidra till att skapa en effektiv makrotillsyn i EU som helhet. ESRB kan ge icke-bindande varningar och rekommendationer, men det är medlemsländerna som beslutar om åtgärder och genomför dem. Det är därför centralt med tydliga nationella mandat för makrotillsyn.[24]

ESRB rekommenderar medlemsländerna att målet för makrotillsynen ska vara att bidra till att värna stabiliteten i det finansiella systemet som helhet. Makrotillsynsåtgärder ska kunna vidtas antingen på makrotillsynsorganets initiativ eller som en uppföljning av varningar eller rekommendationer från ESRB.

Ifråga om organisation rekommenderar ESRB att en institution eller ett råd, bestående av de myndigheter vars åtgärder har en väsentlig inverkan på den finansiella stabiliteten, ska ansvara för den nationella makrotillsynen. ESRB rekommenderar också att centralbankerna ska ha en ledande roll i detta arbete.

Makrotillsynsorganets uppgifter rekommenderas vara att identifiera, övervaka och analysera risker för den finansiella stabiliteten samt att vidta åtgärder för att förebygga och mildra dessa risker. Makrotillsynsorganet ska vidare ha kontroll över lämpliga verktyg för att nå sina mål. Vid behov bör det etableras tydliga och snabba procedurer för att tilldela makrotillsynsorganet verktyg.

Ifråga om ansvarsutkrävande rekommenderas makrotillsynsorganet vara operativt oberoende och ansvarigt ("accountable") inför det nationella parlamentet. Relaterat till detta lyfter ESRB:s rekommendation fram vikten av transparens. Makrotillsynsorganet ska offentliggöra strategin för makrotillsynen samt sina beslut och bevekelsegrunderna för dem.

23 Sveriges Riksbank (2012).

24 Den genomgång som görs av ESRB:s rekommendation är inte heltäckande. För ytterligare information, se "Recommendation of the European Systemic Risk Board of 22 December 2011 on the macro-prudential mandate of national authorities (ESRB 2011/3)".

6. Motiv för olika aktörers deltagande i ett organ för makrotillsyn

Som framgått finns det alltså en rad olika tänkbara modeller för det institutionella ramverket. Till de faktorer som kan behöva beaktas vid valet av institutionellt ramverk och vilka aktörer som bör ha en roll i det hör bland annat följande:

1. Förekomsten av potentiella målkonflikter och synergier mellan olika politikområden
2. Betydelsen av oberoende beslutsfattande respektive demokratisk kontroll
3. Implikationer för Sveriges internationella inflytande.

6.1 FÖREKOMSTEN AV POTENTIELLA MÅLKONFLIKTER OCH SYNERGIER MELLAN OLIKA POLITIKOMRÅDEN

A. Avvägningar mellan makrotillsyn och penningpolitik

I allmänhet kompletterar och förstärker makrotillsynsmål och penningpolitiska mål varandra ömsesidigt. Prisstabilitet bidrar till finansiell stabilitet på flera sätt. För det första bidrar en trovärdig penningpolitik med stabila inflationsförväntningar till att stabilisera den ekonomiska aktiviteten i allmänhet, vilket också gynnar stabiliteten i det finansiella systemet. För det andra motverkar stabila priser en utveckling där oförutsedda prisändringar leder till finansiella påfrestningar och potentiella betalningsinställelser som kan rubba stabiliteten i finanssektorn.

Omvänt förstärker ett stabilt finansiellt system penningpolitikens effektivitet. Ett välfungerande finansiellt system är viktigt för att penningpolitiska signaler ska få ett gott genomslag i realekonomin. Åtgärder för att stärka stabiliteten i det finansiella systemet minskar också risken för störningar som spiller över i den reala ekonomin.

Men det kan även uppstå situationer där stabilitetsmålen och de penningpolitiska målen inte helt stämmer överens.

Exempelvis kan det i en miljö med stabila priser och långvarigt låga räntor uppstå finansiella obalanser som utgör ett hot mot den finansiella stabiliteten. En sådan miljö kan nämligen bli en grogrund för bland annat underpriser på risk, överdriven skuldsättning och tillgångsbubblor. I det korta eller medellånga perspektivet kan det därmed uppstå en konflikt mellan målet att upprätthålla stabilitet i det finansiella systemet och det penningpolitiska målet.

Ett annat exempel utgörs av situationer där inflationstrycket ökar till följd av exempelvis kraftiga olje- och råvaruprischocker samtidigt som det finansiella systemet utsätts för ökande påfrestningar. I ett sådant läge kan det bli aktuellt att väga motstridiga åtgärder mot varandra, dels sådana som dämpar inflationen, dels sådana som främjar stabiliteten i det finansiella systemet och minskar spill-over-effekterna i den reala ekonomin.

Även om målen för penningpolitiken och makrotillsynen i det långa perspektivet stämmer väl överens med varandra kan det i det kortare eller medellånga perspektivet uppstå avvägningar på liknande sätt som det finns avvägningar att göra mellan penningpolitiken och finanspolitiken.

Naturligtvis kan det även förekomma synergier mellan de båda politikområdena. Om det finns specifika makrotillsynsverktyg till hands för att kyla ned en överhettad marknad, kanske man inte i samma utsträckning behöver ta hänsyn till dessa överhettningsproblem i de penningpolitiska överväganden.

B. Avvägningar mellan makro- och mikrotillsynsperspektiven

Att stabiliteten i det finansiella systemet gynnas av säkerhet och stabilitet i de enskilda instituten kan låta som en truism. Men även om mikro- och makroperspektiven mestadels fungerar som komplement till varandra, kan skillnaderna i fokus och metoder medföra att man behöver göra avvägningar mellan de båda perspektiven. Olika sätt att agera som för ett enskilt finansiellt institut förefaller högst rationella och rimliga ur risksynpunkt kan nämligen sammantagna underminera stabiliteten i det finansiella systemet som helhet. Låt oss belysa detta förhållande med ett exempel.

En typisk mikrotillsynsregel är kravet att finansiella institut ska avsätta betydligt mer kapital för en tillgång som har ett lågt kreditbetyg än för exempelvis en AAA-tillgång. (Ett annat sätt att uttrycka det är att tillgångar med större risk tilldelas en högre riskvikt än tillgångar med lägre risk.)

Men antag att en ekonomisk recession leder till att kreditbetyget för en tillgång sänks och att alla innehavare samtidigt försöker sälja tillgången för att därigenom undvika högre kapitaltäckningskrav. Resultatet blir att priset på tillgången rasar, vilket gör det svårare för utgivaren att finansiera sig genom att ge ut nya värdepapper. Denne hamnar därigenom i likviditetsproblem och riskerar i förlängningen solvensproblem. Tillgångens kreditbetyg sjunker därmed ytterligare, vilket utlöser ytterligare utförsäljningar bland de finansiella instituten för att klara kapitaltäckningskraven.

I den turbulens som nu uppstår reagerar också de finansiella institutens riskhanteringssystem genom att rekommendera en ökning av kapitalet för att täcka de totala exponeringarna. Detta medför att instituten tvingas sälja även andra tillgångar, vilket i sin tur leder till ett allmänt prisfall, ökad prisvolatilitet och ökad korrelation på värdepappersmarknaderna. Den uppmätta risknivån i företagen ökar ytterligare, och den nedåtgående spiralen med försäljningar, prisfall och likviditetsproblem fortsätter.

Mikrotillsynsregler som ursprungligen tett sig ytterst rimliga för enskilda institut kan således bidra till att initialt relativt avgränsade problem utvecklas till en allvarlig systemkris. Föreställningen att det finansiella systemet alltid skulle bli säkrare bara för att enskilda institut uppträder mer riskmedvetet och försiktigt är med andra ord felaktig, en "*fallacy of composition*". Liksom vi gjort tidigare i denna artikel kan vi dra en parallell till Keynes (1936) sparandeparadox.

C. Avvägningar mellan makrotillsyn och finanspolitik

Finanspolitiska åtgärder kan ha stor betydelse för den finansiella stabiliteten, även om det primära syftet med åtgärden många gånger är ett annat. Men även om makrotillsyn och

finanspolitik i bästa fall båda bidrar till den ekonomiska stabiliteten, kan det givetvis uppstå motsättningar mellan finansiella stabilitetsmål och andra politiska mål.

Finanspolitiska arrangemang, som skatter och avdragsregler, som primärt utformas utifrån tillväxt- eller fördelningsperspektiv, kan påverka den finansiella stabiliteten. Exempelvis skulle alltför generösa avdragsregler för räntekostnader kunna leda till att låntagarna lånar för mycket.

Även politiska satsningar, exempelvis för att stimulera lån till egna hem, kan, i likhet med vad som var fallet i USA, leda till alltför stort risktagande i kreditgivningen (och till en skuldfälla för låntagarna).

D. Implikationer för det institutionella ramverket

När olika politikområden överlappar varandra så att åtgärder på en front påverkar besluten på en annan – genom att antingen motverka eller förstärka effekterna av dem – är det önskvärt att uppnå någon form av samordning. Detta kan man åstadkomma på olika sätt.

Ett sätt är att **internalisera** besluten, det vill säga samla besluten om olika politikområden inom ett och samma organ.

Ett annat sätt är att använda någon form av **gemensamt beslutsfattande** eller samråd som innebär att man aktivt väger olika mål eller intressen mot varandra.

Under vissa omständigheter, särskilt när det är önskvärt att besluten fattas utan politisk påverkan, kan ett gemensamt beslutsfattande dock vara mindre lämpligt. Typexemplet på ett område där behovet av oberoende beslut är väl etablerat och där samordningen med andra politikområden, särskilt finanspolitiken, idag sker "på armlängds avstånd" är penningpolitiken. En sådan **samordning "på armlängds avstånd"** innebär exempelvis att Riksbankens direktion i sina penningpolitiska beslut kan ta hänsyn till de finanspolitiska förutsättningarna utan att behöva idka någon form av aktivt samråd med Finansdepartementet. Inte heller behöver Finansdepartementet söka aktivt samråd med Riksbanken.

6.2 BETYDELSEN AV OBEROENDE RESPEKTIVE DEMOKRATISK KONTROLL

Makrotillsyn kommer sannolikt i många fall att handla om att försöka förhindra en överdriven kreditexpansion, generellt eller i någon specifik sektor. En sådan expansion riskerar nämligen att leda till så kallade bubblor, vilka – när de spricker – kan orsaka finansiell instabilitet och stora samhällsekonomiska kostnader. Verktyg som kan bli aktuella att använda för att förebygga uppkomsten av bubblor är exempelvis bolånetak. Den som inför sådana åtgärder vinner knappast några popularitetspoäng (utom möjligen direkt efter en stor ekonomisk kris). Makrotillsynen sägs därför ofta handla om att *"take away the punch bowl just as the party gets going..."*.[25]

Det finns med andra ord – precis som för penningpolitiken – goda argument för att ta beslut om makrotillsynsåtgärder i ett forum med viss distans till den politiska sfären. För att

25 Uttrycket brukar tillskrivas William McChesney Martin, Jr.,som var *Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System* mellan 1951 och 1970.

man ska kunna etablera ett sådant forum så krävs att det är möjligt att **utkräva ansvar** från den som skött uppgiften, vilket förutsätter att det är möjligt att utvärdera hur väl uppgiften utförts. Detta är dock mycket svårare att göra för makrotillsynen än för penningpolitiken.

För penningpolitiken har vi i Sverige *ett* kvantifierat mål (för inflationen) och *ett* huvudsakligt verktyg (räntan). Det görs dessutom prognoser för inflationsutvecklingen och det finns en relativt god uppfattning om transmissionsmekanismen. När det gäller makrotillsynen saknas allt detta. Det finns ingen allmänt accepterad kvantifiering av målet (finansiell stabilitet), en uppsjö tänkbara verktyg skulle kunna användas, det saknas prognoser för den finansiella stabiliteten och kunskaperna om transmissionsmekanismerna är begränsade.

Det finns dock olika sätt att försöka förbättra möjligheterna att utkräva ansvar. Goodhart (2011) har föreslagit att man i stället för mål skulle kunna använda *"presumptive indicators"*. Hans tanke är att man bör lägga fast gränsvärden för några mått som är viktiga för makrotillsynen, till exempel kredittillväxten i banksektorn, prisökningstakten för bostäder/kommersiella fastigheter samt utvecklingen av bruttosoliditeten (*leverage ratio*).

När exempelvis två av dessa indikatorer överskrids ska det finnas ett lagstadgat krav för den som är ansvarig för makrotillsynen att agera, alternativt förklara varför man inte agerar (*"comply or explain"*). Det senare skulle till exempel kunna ske genom ett offentligt brev till ansvarig huvudman. Denna ordning skulle göra det något lättare att utkräva ansvar. Dessutom skulle den bidra till att minska problemet med tendenser till passivitet, *"inaction bias"*.

Man kan givetvis även tänka sig en *"comply or explain"*-mekanism kopplad till andra indikatorer än just de Goodhart föreslår. Som indikatorer på uppbyggnad av *strukturella* risker skulle exempelvis ökad koncentration av exponeringar eller finansieringskällor i det finansiella systemet kunna användas.[26]

För att förbättra möjligheterna till ansvarsutkrävande är det även centralt med en tydlig lagstiftning om vilka verktyg som kan bli aktuella att använda. Det finns nämligen olika åsikter om hur verktygslådan för makrotillsyn ska vara utformad och fördelad. Vissa menar att det är viktigt att makrotillsynsorganet har sina egna verktyg. Typexemplet som då nämns är kontracykliska kapitalbuffertar, men även andra verktyg som till exempel extra kapitalkrav för systemviktiga banker och likviditetskvoter diskuteras. Andra menar att merparten av de verktyg som kan bli aktuella är sådana som mikrotillsynsmyndigheterna förfogar över idag. Samma verktyg kan då alltså komma att användas i både mikro- och makrotillsynen. Med detta synsätt blir syftet med åtgärden avgörande för hur den kategoriseras.

Diskussionen om makrotillsyn som politikområde är ännu färsk. Utvecklingen av nya verktyg och analysen av verktygens effektivitet kan därför förväntas pågå under många år framöver. Rimligtvis bör verktygslådan kunna anpassas efter de lärdomar som dras såväl nationellt som internationellt.

26 Det återstår givetvis ännu mycket arbete för att utveckla sådana indikatorer.

Den struktur som valts för makrotillsynskommittén i Storbritannien, *Financial Policy Committee (*FPC) i Bank of England, erbjuder en lösning på ovanstående problem. FPC kan både **besluta** om hur och när vissa verktyg som klassats som makrotillsynsverktyg ska användas, och ge **rekommendationer** om andra verktyg. För att FPC ska få lägga till ett instrument i lådan av makrotillsynsverktyg krävs godkännande av *HM Treasury*. På detta sätt skapas flexibilitet, samtidigt som beslutsordningen bidrar till legitimiteten.

Slutligen kan ansvarsutkrävandet underlättas genom att man ställer krav på långtgående transparens. Man skulle kunna tänka sig ungefär samma former för redovisning av makrotillsynen som för penningpolitiken. Viktiga delar skulle kunna vara regelbundna rapporter som förklarar bakgrunden till makrotillsynsbeslut och redovisar bedömningen av riskerna för det finansiella systemet, publicerade mötesprotokoll (sannolikt med viss eftersläpning) och deltagande i utfrågningar i finansutskottet.

6.3 IMPLIKATIONER FÖR SVERIGES INTERNATIONELLA INFLYTANDE

Det kommer att bedrivas ett omfattande internationellt utvecklingsarbete inom makrotillsynsområdet under de närmaste åren, inte minst inom *Internationella valutafonden*, IMF, i Washington, där Riksbanken deltar och *Bank for International Settlements* (BIS) i Basel, där både Riksbanken och Finansinspektionen deltar.

Området fick också en mycket viktig europeisk dimension när *Europeiska systemrisknämnden* (ESRB) etablerades i Frankfurt i januari 2011. Detta organ har i uppdrag att utfärda varningar och rekommendationer om korrigerande åtgärder om det identifierar hot mot stabiliteten i det finansiella systemet i EU. Till rekommendationerna är en *"comply or explain"*-mekanism kopplad. Den innebär att mottagaren av en rekommendation förväntas följa den eller, i annat fall, förklara varför man inte följer den. För att få ett bra ramverk för makrotillsyn på plats i Europa krävs också att man på nationell nivå utarbetar bra och starka ramverk för makrotillsyn. Det är på denna nivå som makrotillsynsbesluten ska fattas och som verktygen ska finnas (se även avsnitt 5.5).

Ett annat europeiskt organ av relevans för makrotillsynen är *Europeiska bankmyndigheten* (EBA) som till exempel ansvarar för stresstester på europeisk nivå, i samarbete med ESRB. Vidare bedriver *Europeiska centralbanken* (ECB) och de nationella centralbankerna i EU ett omfattande utvecklingsarbete kring makrotillsyn genom ett gemensamt forskningsnätverk.

Att kunna delta aktivt i det internationella samarbetet om makrotillsynsfrågor är särskilt angeläget för ett land som Sverige, som har en långtgående integration över gränserna av finansiell verksamhet. Det viktigaste internationella samarbetsorganet för makrotillsynsfrågor för svenskt vidkommande är ESRB, eftersom det ger oss möjlighet att påverka vilka varningar och rekommendationer som utfärdas i Europa. Dessa kan ju gälla även Sverige.

ESRB är också det naturliga forumet i EU när man behöver etablera principer för hur nya makrotillsynsverktyg med gränsöverskridande effekter ska användas, exempelvis de kontra-

cykliska kapitalbuffertarna.[27] Eftersom en banks buffertnivå blir beroende av buffertnivåerna i de länder där den är verksam, finns goda skäl att försöka harmonisera principerna för hur de nationella buffertnivåerna sätts.

I ESRB-arbetet är det centralbankerna som har det största inflytandet. Det är centralbankscheferna som har rösträtt i styrelsen även om tillsynscheferna också deltar i arbetet. I den så kallade styrkommittén, som övervakar ESRB:s löpande arbete och förbereder styrelsens beslut, ingår några centralbankschefer (däribland för närvarande riksbankschefen), cheferna/ordförandena för ett antal europeiska organ och ett fåtal akademiker. ESRB har också en rådgivande teknisk kommitté som sammansättningsmässigt speglar styrelsen, men på lägre nivå. Riksbankschefen är för närvarande dess ordförande. Denna kommitté har också fått en central roll.

ESRB är ett tämligen nybildat organ, men det bedriver redan omfattande arbete för att identifiera och analysera risker som kan påverka stabiliteten i det finansiella systemet i EU. Efter styrelsemötena har ESRB:s ordförande eller vice ordförande hållit presskonferenser och redovisat ESRB:s syn på de viktigaste hoten mot stabiliteten i det finansiella systemet i EU. Hittills har ESRB också utfärdat tre offentliga rekommendationer; om utlåning i utländsk valuta, om finansierings- och likviditetsrisk i amerikanska dollar samt om nationella mandat för makrotillsyn (se även avsnitt 5.5).

Vidare har ESRB hunnit arbeta med flera andra frågor av intresse för Sverige. ESRB har exempelvis granskat den framväxande EU-lagstiftningen för banker, infrastruktur och försäkring. I detta arbete har ESRB anammat linjen att lagstiftningen bör ge utrymme för nationella myndigheter att fastställa strängare regler än de som beslutats på EU-nivå, till exempel avseende kapitalkrav för banker.

6.4 SLUTLEDNINGAR

Vi har visat att det finns potentiella målkonflikter mellan makrotillsyn och politikområdena penningpolitik, mikrotillsyn och finanspolitik. I alla tre fallen är det naturliga förhållningssättet att ansvariga för de olika politikområdena får ta makrotillsynen för given och vice versa.

Analysen pekar vidare på att Riksbanken bör ha en viktig roll i makrotillsynen. För det första ligger det analytiska perspektivet i makrotillsynen nära perspektiven i både den penningpolitiska analysen och den finansiella stabilitetsanalys som redan bedrivs. För det andra deltar Riksbanken aktivt i de internationella organ där merparten av utvecklingsarbetet kring makrotillsynen kommer att bedrivas under de närmaste åren. ESRB har här en särställning. För det tredje talar även vikten av att beslut kan fattas oberoende av den politiska sfären för att Riksbanken bör ha en central roll.

Samtidigt bör Finansinspektionen ha en viktig roll i makrotillsynen. Det främsta skälet är att Finansinspektionen idag har merparten av de verktyg som kan bli aktuella att använda i makrotillsynen. Dessutom gör Finansinspektionen en viss övergripande analys av den finan-

27 Detta makrotillsynsverktyg har Baselkommittén fattat beslut om att successivt införa på nationell nivå under perioden 2016–2019.

siella stabiliteten och har ett operativt kunnande samt praktisk erfarenhet av reglering och implementering av tillsynsåtgärder.

En rimlig slutsats är således att såväl Riksbanken som Finansinspektionen bör ha centrala roller i makrotillsynen.

I ett *krishanteringsskede* skulle även Finansdepartementet ha en tydlig roll eftersom åtgärder som kan belasta statsbudgeten då kan bli aktuella. Likaså skulle Riksgäldskontoret i egenskap av stödmyndighet ha en viktig uppgift. Som nämnts, finns det sedan 2008 ett stabilitetsråd för finansiell krishantering etablerat genom en överenskommelse mellan Riksbanken, Finansinspektionen, Finansdepartementet och Riksgäldskontoret. Dessa fyra myndigheter träffas åtminstone två gånger per år för att diskutera beredskapen för finansiell krishantering.

I det löpande *förebyggande* arbete som ett makrotillsynsorgan är tänkt att utföra, är det dock svårt att se en tydlig roll för vare sig Finansdepartementet eller Riksgäldskontoret. Tvärtom kan det finnas anledning att hålla det politiska systemet på armlängds avstånd från beslut kring makrotillsynen och Riksgäldskontoret har ingen uppenbar roll i detta arbete.

Utöver myndigheter skulle ett antal oberoende medlemmar, exempelvis akademiker och personer med branscherfarenhet – dock ej aktiva branschrepresentanter – kunna bidra med kompletterande perspektiv och infallsvinklar.

Sammanfattningsvis verkar en rimlig utgångspunkt för den fortsatta diskussionen vara att makrotillsynen utövas av ett organ där både Riksbanken och Finansinspektionen har framträdande roller, framöver kallat *makrotillsynsråd* (Rådet). (Vi kommer i avsnitt 8 att belysa alternativa organisationsmodeller.) Dessutom kan det vara berättigat att involvera oberoende ledamöter. Däremot är det svårt att hitta starka motiv för aktivt deltagande av Finansdepartementet och Riksgäldskontoret.

7. Överväganden vid val av institutionell modell

Nästa fråga är hur ett sådant makrotillsynsråd lämpligen bör utformas. Det är angeläget att hitta den struktur som skapar de bästa förutsättningarna för att såväl identifiera hot mot stabiliteten i det finansiella systemet som motverka dessa. Strukturen bör också vara så kostnadseffektiv som möjligt för samhället. För att finna den strukturen behöver vi först diskutera Rådets verktyg, mandat och former för beslutsfattande, samt resonera om de legala förutsättningarna för Rådets verksamhet och finansiering.

A. Vilka verktyg ska Rådet ha?

Som tidigare påpekats kommer vissa "renodlade" makrotillsynsverktyg att införas under de närmaste åren. *Baselkommittén för banktillsyn* inom BIS har exempelvis fattat beslut om att införa kontracykliska kapitalbuffertar och särskilda kapitalpåslag för globalt systemviktiga banker, så kallade SIFIs. Det kommer högst sannolikt att utvecklas ytterligare makrotillsynsverktyg efter hand eftersom det bedrivs mycket forsknings- och utvecklingsarbete inom detta nya politikområde.

Många av de redan existerande verktyg som skulle kunna användas i makrotillsynssyfte finns i Finansinspektionens verktygslåda. Det gäller exempelvis kapitaltäckningskrav, riskvikter, likviditetsbuffertar, bolånetak etcetera.

Potentiellt skulle också Riksbanken kunna ges verktyg som kan användas i makrotillsynssyfte. Exempelvis har möjligheten att använda kassakrav i syfte att främja den finansiella stabiliteten diskuterats.

Även andra organ, som till exempel Konkurrensverket eller Konsumentverket har verktyg som skulle kunna användas för att minska hoten mot den finansiella stabiliteten.

B. Vilken beslutskraft ska Rådet ha – och hur påverkas möjligheterna att utkräva ansvar?

En grundläggande fråga är hur långt Rådets mandat ska sträcka sig. Ska det kunna besluta om konkreta makrotillsynsåtgärder, det vill säga ge bindande instruktioner om dessa, ge icke-bindande rekommendationer, eller endast vara en diskussionsklubb?

Eftersom det finns en tendens till passivitet inom makrotillsynen är det angeläget att skapa strukturer som underlättar beslutsfattandet. Det skulle tala för att Rådet ska ha egen beslutsmakt med rätt att ge bindande instruktioner. Om det finns ett råd med beslutskraft visar detta också tydligt att makrotillsyn är ett eget politikområde, som har ett ansvarigt organ med egna verktyg. De verktyg som Rådet skulle kunna ge bindande instruktioner om är de *"renodlade" makrotillsynsverktyg* som diskuterats ovan. Dessa verktyg bör också tydligt preciseras i lag.

De renodlade makrotillsynsverktygen kommer, åtminstone under de närmaste åren, att vara ganska få. Det finns därför skäl att diskutera om inte ett beslutsfattande råd också bör ha möjlighet att påverka användningen av *andra verktyg* i den utsträckning de är användbara inom makrotillsynen. Detta gäller framför allt de verktyg som finns hos Finansinspektionen. Om Rådet skulle få direkt beslutsmakt även över dessa verktyg skulle dock gränsen mellan Rådets och Finansinspektionens mandat och ansvar bli otydlig. Samtidigt vore det olyckligt om Rådet inte skulle ha möjlighet att påverka användningen av dem, om de är effektiva för att minska systemriskerna. Ett sätt att balansera dessa olika överväganden vore att ge Rådet mandat att *rekommendera* olika myndigheter, exempelvis Finansinspektionen, att använda sina verktyg i makrotillsynssyfte. Till rekommendationerna skulle en *"comply or explain"*-mekanism kunna kopplas.

Ett annat – och motsatt – alternativ vore att skapa ett råd som endast utgör en diskussionsklubb. Det skulle förvisso minska problemet med att tänkbara verktyg finns inom flera olika myndigheters domäner, eftersom varje aktör då får agera inom ramen för sitt eget mandat med sina egna verktyg. En sådan struktur riskerar dock samtidigt att skapa en oklar ansvarsfördelning, och i värsta fall ett olyckligt spel mellan inblandade aktörer. Det kan exempelvis resultera i att ingen agerar, med hänvisning till att den andra parten kan göra det mer effektivt, eller i att parterna gör olika bedömningar och genom att använda sina verktyg motverkar varandras åtgärder. Ett ytterligare problem med ett delat ansvar är att det inte skapas något organ där de "renodlade" makrotillsynsverktyg som kommer att

införas under de närmaste åren, i enlighet med beslut i *Baselkommittén för banktillsyn*, naturligen kan placeras.

En mellanvariant vore att ha ett råd som endast ger rekommendationer, eventuellt kopplade till en *"comply or explain"*-mekanism. Detta skulle göra makrotillsynen som nytt politikområde tydligare än vad diskussionsklubben gör, men ett råd som saknar beslutsmakt över egna verktyg får mindre tyngd än ett beslutsfattande råd. Med ett rekommenderande råd och en eller flera ansvariga myndigheter blir det också mer komplicerat att utkräva ansvar.

C. Hur ska röstregler och röstfördelning se ut?

Om Rådet ska ha en bra beslutsförmåga så bör det fatta beslut genom enkel eller möjligen kvalificerad majoritet. Även om konsensus eftersträvas bör det alltså inte vara en förutsättning för beslut. Om det finns oro för att Rådet ska komma att agera alltför lättvindigt kan kvalificerad majoritet vara lämplig, vilket ESRB kräver för att anta rekommendationer och publicera varningar och rekommendationer (medan det endast krävs enkel majoritet för att anta varningar). De historiska erfarenheterna pekar dock snarare på återkommande svårigheter med att ta dessa obekväma beslut, vilket talar för att välja enkel majoritet och underlätta beslutsfattandet så mycket som möjligt.

Hur ska då rösterna i Rådet fördelas? Om man vill ta fasta på behovet av beslutskraft bör man lämpligen inte fördela rösterna 50/50 mellan Riksbanken och Finansinspektionen. I så fall måste någon av parterna ha utslagsröst. Givet de avvägningar som diskuterats ovan så skulle en viss övervikt för Riksbanken vara att föredra, vilket till exempel skulle kunna åstadkommas genom att man gör riksbankschefen till ordförande och ger honom/henne utslagsröst.

Om det bara är två parter i Rådet så skulle dock detta innebära att Riksbanken alltid skulle dra det längsta strået i beslutssituationerna, om riksbanksrepresentanterna är eniga. Detta innebär att Finansinspektionens inflytande skulle riskera att bli väl begränsat.

Ett alternativ vore att även involvera några oberoende experter i Rådet och förslagsvis ge de tre deltagande grupperna 1/3 av rösterna vardera. Detta skulle skapa en bättre balans genom att varken Riksbanken eller Finansinspektionen skulle ha egen majoritet. De oberoende experterna skulle i så fall ha särskild kunskap om finansmarknaderna, men inte på något sätt vara eller ses som branschföreträdare. De skulle till exempel kunna utses av de övriga representanterna i makrotillsynsrådet, vilka sannolikt har en god överblick över vilka personer som skulle kunna vara lämpliga. Om Rådet skulle vara en myndighet under riksdagen skulle man också – i syfte att förstärka legitimiteten – kunna tänka sig att finansutskottet utsåg dem. Ett sätt att både dra nytta av den kunskap som finns hos övriga rådsexperter och förstärka legitimiteten vore att ha en process där de oberoende experterna utsågs av finansutskottet efter att först ha blivit nominerade av medlemmarna i Rådet.

Som nämnts tidigare måste man också (oavsett konstruktionen av Rådet) ta ställning till om Finansdepartementet (och eventuellt Riksgäldskontoret) bör delta i det, med eller utan rösträtt. Det som talar för att Finansdepartementet ska delta är det faktum att regeringen

bereder besluten om vissa av de verktyg som skulle kunna bli aktuella (till exempel regler om skatteavdrag). Mot att Finansdepartementet ska delta talar de vinster med oberoende som diskuterats ovan. Var man landar i denna avvägning beror på vilken vikt man tillmäter respektive aspekt. I den internationella litteraturen lyfts oberoendet ofta fram som centralt. Detta skulle tala för att varken Finansdepartementet eller Riksgäldskontoret deltar, åtminstone inte med rösträtt.

D. Vilka legala strukturer är möjliga för Rådet?

Det är också väsentligt att kartlägga vad som är legalt möjligt och lämpligt i förhållande till svensk förvaltningstradition.

Det finns enligt myndighetsförordningen tre myndighetsformer för regeringsmyndigheter:

- Myndigheter som leds av en myndighetschef (**enrådighetsmyndigheter**), som inför regeringen ensam bär ansvaret för myndighetens verksamhet. En sådan enrådighetsmyndighet väljs i de fall det finns behov av en mer direkt styrning av myndigheten och där politiska beslut måste genomföras utan fördröjning.
- Myndigheter som leds av en styrelse (**styrelsemyndigheter**), där styrelsen har ansvar medan det dagliga arbetet sköts av en generaldirektör eller motsvarande. Finansinspektionen är exempel på en styrelsemyndighet. Kännetecknande för en styrelsemyndighet är att verksamheten är omfattande, vilket ökar behovet av att ha en stark ledning. Andra skäl att välja denna ledningsform kan vara att verksamheten bedrivs under affärsliknande förhållanden, innebär omfattande finansiellt ansvar eller innebär forskningsintensiv och kunskapsproducerande verksamhet.
- Myndigheter där en nämnd bestämmer, det vill säga kollektivt beslutsfattande (**nämndmyndigheter**). En nämndmyndighet kännetecknas av att den har ett avgränsat och begränsat ansvarsområde, en liten organisation och att ärendena kräver en kollektiv beslutsform. Uppgifterna är ofta reglerade i lag.

Myndighetsförordningen gäller förvaltningsmyndigheter under regeringen. För myndigheter under riksdagen gäller inte myndighetsförordningen, men det vanligaste är att myndigheter under riksdagen är nämndmyndigheter.

Om flera olika myndigheter ska vara representerade och påverka på lika villkor borde nämndformen passa bäst.

E. Hur påverkar grundlagsbestämmelser och EU-regler valet av institutionell struktur?

Förutom vissa bestämmelser i regeringsformen finns det framför allt tre regler i EU-fördraget som kan ha betydelse för valet av institutionell struktur för makrotillsynen, eftersom de påverkar förutsättningarna för Riksbankens deltagande. Det är instruktionsförbudet, kravet på finansiellt oberoende och förbudet mot så kallad *monetär finansiering*.

(i) *EU-fördragets instruktionsförbud*

Enligt regeringsformen 9 kap. 13 § har Riksbanken ansvar för penningpolitiken. Ingen myndighet får bestämma hur Riksbanken ska besluta i frågor som rör penningpolitik.

Detta instruktionsförbud har sin grund i artikel 130 i EU-fördraget, där det framgår att en nationell centralbank (eller medlem av dess beslutande organ) varken får begära eller ta emot instruktioner från andra organ, bland annat regeringen. Medlemsstaternas regeringar förbinder sig att respektera denna princip och att inte försöka påverka centralbankernas beslutande organ när de fullgör sina uppgifter.

Instruktionsförbudet omfattar enligt EU-fördraget såväl alla penningpolitiska beslut som andra centralbanksuppgifter angivna i artikel 127, däribland att hålla och förvalta valutareserven och att främja ett väl fungerande betalningssystem.

Den intressanta frågan för valet av institutionell form för makrotillsynen är hur brett man ska tolka den sistnämnda uppgiften, nämligen främjandet av ett väl fungerande betalningssystem. Det är inte troligt att man bland EU-länder i stort hade den finansiella stabiliteten i åtanke då Maastricht-fördraget skrevs. En rimligare bedömning är att EU-fördraget avsåg betalningssystemet i snäv mening, det vill säga den centrala infrastruktur för betalningar som behövs för att bedriva penningpolitiken effektivt.

Det är också svårt att föreställa sig att man skulle ha avsett att ge centralbanken ett exklusivt ansvar för den finansiella stabiliteten. En rimligare tolkning är att EU-fördragets instruktionsförbud för Riksbankens del gäller penningpolitiken och RIX-systemet, men knappast makrotillsynsåtgärder i största allmänhet.

(ii) *Andra instruktionsförbud i regeringsformen*

Utöver de särskilda instruktionsförbuden i regeringsformen 9 kap. 13 §, se ovan, finns i 12 kap. 2 § även ett principiellt förbud för en myndighet att bestämma hur en förvaltningsmyndighet i ett särskilt fall ska besluta i ett ärende som rör myndighetsutövning mot en enskild eller som rör tillämpning av lag. Bestämmelsen är tänkt att skydda rättssäkerheten och sätter delvis gränserna framför allt för regeringens och enskilda ministrars inflytande över regeringens myndigheter. Bestämmelsen borde dock inte hindra att man i lag fördelar ansvaret mellan en beslutande och en verkställande myndighet. Frågan om myndigheternas självständighet i förhållande till varandra måste dock beaktas noga i lagstiftningsarbetet.

(iii) *Kravet på finansiellt oberoende*

Samma artiklar (127 och 139) i EU-fördraget som fastställer instruktionsförbudet medför underförstått också ett krav på att centralbankerna ska vara finansiellt oberoende. Det innebär att en centralbank ska ha tillräckliga finansiella resurser att självständigt utföra sitt uppdrag och klara sina åtaganden.

Riksbankens finansiella oberoende var för några år sedan föremål för en utredning.[28] I väntan på vidare behandling i regeringskansliet är dock frågan om hur EU-fördragets

28 SOU 2007:51.

(implicita) krav på finansiellt oberoende ska tolkas ännu inte slutligt avgjord. Den i det här sammanhanget intressanta frågan är i vilken utsträckning kravet påverkar möjligheterna att välja olika finansieringslösningar för ett makrotillsynsorgan. Finansieringsfrågan utvecklas vidare i avsnitt F.

(iv) *Förbud mot monetär finansiering*

Enligt Maastrichtfördraget är det inte tillåtet för en centralbank att delta i en emission eller på annat sätt direkt förvärva skuldebrev från den egna staten eller på annat sätt ge den egna staten kredit. Detta är förbudet mot monetär finansiering, Art 123(1) i EU-fördraget. Man får alltså annorlunda uttryckt inte blåsa upp det egna landets balansräkning med egen sedelpress. Undantaget är kredit som ges under dagen för att säkerställa att betalningssystemet fungerar.

Bakgrunden till förbudet är att om en centralbank finansierar statens budgetunderskott så står det i konflikt med centralbankens primära uppgift att bevara prisstabiliteten.

Sverige omfattas av förbudet i och med EU-medlemskapet 1995 och har infört det i riksbankslagens 8 kap. 1 §: "Riksbanken får inte bevilja kredit till eller förvärva skuldförbindelse direkt från staten". Som en följd beslutade också Riksbanken att övergå till att köpa statspapper på andrahandsmarknaden istället för som dittills direkt från Riksgäldskontoret. I förarbetena skriver regeringen att "Ett avskaffande av alla möjligheter till monetär finansiering av offentliga budgetunderskott bidrar till att öka penningpolitikens trovärdighet och därmed möjligheterna att uppnå varaktigt låg och stabil prisutveckling samt låga räntor".

Ett annat sätt att ge den egna staten kredit kan vara att utföra, det vill säga bekosta, statens uppgifter och den vägen finansiera budgeten med sedelpressen. Om Riksbanken till exempel skulle ge likviditetsstöd till en uppenbart insolvent bank har Riksbanken utfört en uppgift som inte är en centralbanksuppgift – utan statens – och därmed gjort sig skyldig till monetär finansiering.

Man kan tänka sig olika modeller för att finansiera ett makrotillsynsorgans verksamhet. Den intressanta frågan är om förbudet mot monetär finansiering på något sätt inskränker Riksbankens möjligheter att finansiera någon del av verksamheten, exempelvis ett sekretariat. Detta utvecklas vidare i avsnitt F nedan.

F. Hur ska Rådets arbete beredas och finansieras?

Det förefaller varken samhällsekonomiskt önskvärt eller effektivt att bygga upp ett nytt organ med stora egna analysresurser. Den kunskap och erfarenhet som krävs finns redan att tillgå hos främst Riksbanken och Finansinspektionen. I ett litet land som Sverige är dessutom tillgången till den kvalificerade analyskapacitet som behövs begränsad. Organet bör därför utnyttja Riksbankens och Finansinspektionens resurser.

Eftersom makrotillsynens analytiska fokus ligger nära Riksbankens är det rimligt att Riksbanken svarar för merparten av det analytiska förberedelsearbetet inför beslut, rekommendationer och råd. Detta skulle tala för att ett sekretariat för Rådet upprättas inom Riksbanken.

Arbetet med att kontrollera efterlevnaden av de åtgärder som beslutats, vilket är betydligt mindre resurskrävande än förberedelsearbetet, ligger däremot mest naturligt under Finansinspektionen, åtminstone ifråga om kontracykliska kapitalbuffertar och extra kapitalpåslag för SIFIs.

Finansieringen av de analysresurser från Riksbanken och Finansinspektionen som Rådet behöver kan ske på flera olika sätt. En möjlighet är att Riksbanken och Finansinspektionen själva bekostar det arbete som respektive organisation bidrar med i makrotillsynen. En annan variant är att Riksbanken betalar för Rådets hela verksamhet. En tredje möjlighet är att Rådet får egen finansiering, förslagsvis via avgifter från den finansiella sektorn, och betalar Riksbanken och Finansinspektionen för de resurser som de bidrar med.

Det *första* alternativet – att Riksbanken och Finansinspektionen själva bekostar de resurser de bidrar till Rådet med – förefaller vara en enkel och smidig lösning. Det borde vara oproblematiskt att i lag ge Riksbanken ansvar för att finansiera ett sekretariat och det analytiska förberedelsearbetet åt Rådet. Så länge Rådet utför uppgifter som ligger inom ramen för sådan verksamhet som centralbanker kan förväntas bedriva är det inte fråga om monetär finansiering.

I ljuset av att Finansinspektionen, som en myndighet under regeringen, kan bli föremål för framtida politiska omprioriteringar, kan det finnas en viss osäkerhet kring Finansinspektionens möjligheter att stabilt bidra till makrotillsynen under lång tid framöver. När krisen börjar falla i glömska kan det bli svårare för Finansinspektionen att få de resurser som behövs för makrotillsynen än i tider när dessa frågor står högt på den politiska dagordningen.

Ett *andra* alternativ är därför att Riksbanken bekostar också den analys och uppföljning av makrotillsynsbeslut som sker inom Finansinspektionen.

Att en nationell centralbank ställer resurser till förfogande för en tillsynsmyndighet har av ECB ansetts vara förenligt med reglerna om monetär finansiering. Förutsättningen är dock att finansieringen ligger inom centralbankens lagstadgade uppdrag eller att centralbanken bidrar till, eller har inflytande över, tillsynsmyndighetens beslut.

Dessa båda finansieringslösningar fungerar således om Riksbanken är ansvarig för makrotillsynen eller om det inrättas ett makrotillsynsråd under riksdagen. I båda fallen krävs dock att Riksbanken har ett lagstadgat uppdrag som innebär en aktiv roll i makrotillsynen. Om däremot Finansinspektionen skulle ansvara för makrotillsynen är det varken lämpligt eller möjligt för Riksbanken att finansiera verksamheten, då detta troligen skulle klassas som monetär finansiering. Makrotillsynen skulle då i stället omfattas av regeringens budget.

Det *tredje* alternativet – att Rådet avgiftsfinansierar sin verksamhet – skulle innebära att Riksbanken och Finansinspektionen får ersättning från Rådet för de kostnader de har för att bidra till dess verksamhet. De avgifter som i så fall skulle finansiera verksamheten bör betalas in av instituten i den finansiella sektorn enligt någon formel som behöver preciseras. En fördel med en sådan lösning är att finansieringen av Rådet blir transparent. Lösningen medför också att kostnaderna för makrotillsynen belastar den finansiella sektorn, vilket från ett samhällsekonomiskt perspektiv verkar rimligt. Som jämförelse kan nämnas att Finansinspektionens verksamhet nästan helt är avgiftsfinansierad.

8. Alternativa modeller

I ljuset av de resonemang som förts presenterar vi två möjliga modeller som bygger på rådsidén. Alternativet vore att antingen Riksbanken eller Finansinspektionen självständigt ansvarar för makrotillsynen eller att Riksbanken ger rekommendationer till Finansinspektionen om användande av verktyg. Sammantaget redovisas i detta avsnitt fem tänkbara institutionella modeller.

A. Egen beslutsfattande myndighet (råd) under riksdagen

B. Egen rekommenderande myndighet (råd) under riksdagen

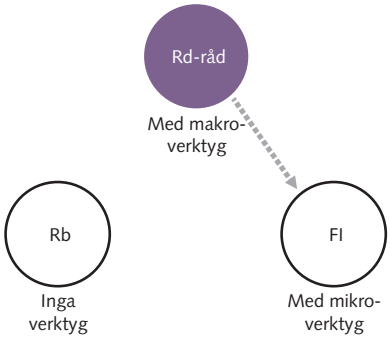
C. Riksbanken ger rekommendationer och Finansinspektionen ansvarar för verktygen

D. Riksbanken ansvarar för makrotillsynen

E. Finansinspektionen ansvarar för makrotillsynen

I det följande diskuteras de viktigaste för- och nackdelarna med de olika modellerna.

A. Egen beslutsfattande myndighet (råd) under riksdagen



Det här alternativet innebär att ett makrotillsynsråd (Rådet), med företrädare från Riksbanken, Finansinspektionen och oberoende experter, etableras som en egen myndighet under riksdagen. Det får befogenhet att besluta om användningen av "renodlade" makrotillsynsverktyg, i dagsläget i första hand de så kallade kontracykliska kapitalbuffertarna. Väl så viktigt är att Rådet får möjlighet att, i makrotillsynssyfte, ge rekommendationer om de verktyg som idag finns i Finansinspektionens eller andra myndigheters verktygslådor. Till rekommendationerna bör lämpligtvis en *"comply or explain"*-mekanism kopplas.

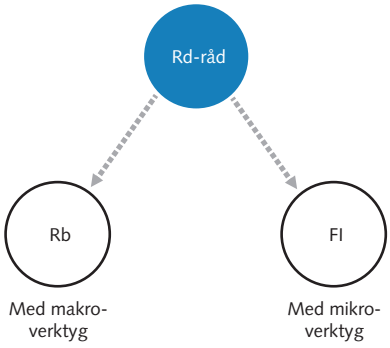
Denna lösning har många fördelar. En viktig sådan är att det blir tydligt att makrotillsynen är ett nytt politikområde, med en särskilt ansvarig myndighet. Att ansvaret är tydligt är mycket viktigt för att det ska bli möjligt att utkräva ansvar. Lösningen innebär vidare att Riksbankens och Finansinspektionens olika typer av kunnande tas till vara i besluten om makrotillsynen. Placeringen på "neutral mark" skapar en balans mellan Riksbankens och

Finansinspektionens inflytande i arbetet. Vidare fattas besluten om makrotillsynsåtgärder under stort oberoende från det politiska systemet. Med denna struktur får Rådet goda förutsättningar att lära från internationella organ som bedriver forskning och utveckling om makrotillsyn. Dessutom innebär denna lösning att Rådet lättare kan påverka beslut på makrotillsynsområdet inom både EU (via ESRB) och internationella organ (som BIS och IMF) som kan vara av stor betydelse för Sverige.

Upplägget har många likheter med den struktur som skapats för *Financial Policy Committee* (FPC) i Bank of England.

Med denna lösning samlas således alla "renodlade" makrotillsynsverktyg hos Rådet. Som beskrivits tidigare är dessa verktyg i dagsläget få, men fler kommer sannolikt att utvecklas i takt med att nya kunskaper och erfarenheter vinns inom detta politikområde. Rådet bör därför även kunna utöka verktygslådan för makrotillsynsverktyg, genom att göra en framställan till riksdagen.

B. Egen rekommenderande myndighet (råd) under riksdagen



I det här alternativet etablerar vi en myndighet under riksdagen, med samma sammansättning som i föregående fall, som kan ge rekommendationer till både Riksbanken och Finansinspektionen (och även till andra myndigheter), men inte fatta beslut om användningen av några verktyg. Även i det här fallet föreställer vi oss att det till rekommendationerna kopplas en *"comply or explain"*-mekanism.

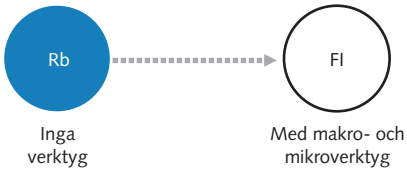
Att låta en myndighet under riksdagen ge rekommendationer om hur Riksbanken ska använda sina makrotillsynsverktyg är konstitutionellt möjligt, så länge dessa verktyg inte omfattas av instruktionsförbudet. Som tidigare analys pekat på, så bör renodlade makrotillsynsverktyg inte skapa några problem med instruktionsförbudet.

Ett rekommenderande råd har dock ett antal nackdelar i förhållande till ett beslutsfattande råd. Rådet blir svagare och mindre tydligt som företrädare för ett nytt politikområde när det inte har några egna verktyg för att genomdriva de åtgärder det önskar se. Beslutsfattandet på makrotillsynsområdet blir sannolikt trögare och det är större risk att de åtgärder Rådet ser som nödvändiga inte kommer att genomföras. Vidare blir det svårare att utkräva

ansvar och makrotillsynen blir också mindre transparent när det inte finns *ett* ansvarigt organ.

Strukturen delar dock även flera av fördelarna med föregående struktur. Såväl Riksbankens som Finansinspektionens gemensamma kompetens används (om än endast i rekommendationer och inte i beslut). Rådet är placerat på "neutral mark". Oberoendet av politiskt inflytande blir här möjligen ännu något starkare, eftersom Riksbanken i slutändan beslutar om sina egna makrotillsynsverktyg. Slutligen bör förutsättningarna för effektivitet i det internationella samarbetet vara ungefär desamma.

C. Riksbanken ger rekommendationer och Finansinspektionen ansvarar för verktygen



En tredje lösning vore att ge Riksbanken möjlighet att ge rekommendationer om makrotillsynsåtgärder, kopplade till en *"comply or explain"*-mekanism, i stället för att, som i föregående fall, ha ett Råd som gör detta. Ansvaret för beslut om makrotillsynsverktygen placeras hos Finansinspektionen.

Denna struktur har samma nackdelar som den föregående med otydligheten kring ansvaret för makrotillsynen, trögheten i beslutsfattandet och problemen med ansvarsutkrävande. En annan svaghet är att Riksbankens och Finansinspektionens kunnande inte kommer samman i besluten, vilket är olyckligt eftersom tidigare analys pekat på värdet av ett sådant samarbete.

Resursmässigt är strukturen också ineffektiv, eftersom den leder till dubbelarbete, i och med att både Riksbanken och Finansinspektionen måste ha separata analysramar för att bedöma vilka makrotillsynsåtgärder som bör vidtas. Vidare blir makrotillsynen mindre oberoende eftersom besluten fattas av en myndighet under regeringen. Förutsättningarna för internationellt samarbete blir sannolikt också sämre, eftersom Finansinspektionen – som fattar besluten om makrotillsynsåtgärder – inte har samma tillgång som Riksbanken till de internationella organ där detta arbete bedrivs.

En fördel med denna lösning är att Finansinspektionen skulle få tillgång till nästan alla verktyg som kan användas i såväl makro- som mikrotillsyn, och därmed ha god möjlighet att avväga vilka instrument som är bäst i en uppkommen situation.

D. Riksbanken ansvarar för makrotillsynen

En fjärde lösning vore att lägga ansvaret för makrotillsynen, inklusive ansvaret för makrotillsynsverktygen, inom Riksbanken. Det skulle innebära att beslut om makrotillsyn skulle tas av direktionen, utan att någon utomstående part deltog i beslutsfattandet. Riksbanken kunde dessutom få möjlighet att ge rekommendationer till Finansinspektionen om användande av deras verktyg i makrotillsynssyfte, återigen kopplat till en *"comply or explain"*-mekanism.

Fördelar med denna lösning är att den skapar tydlighet kring ansvaret och möjliggör ansvarsutkrävande på ett bra sätt, makrotillsynen kan bedrivas oberoende av politiskt inflytande och Sverige får goda förutsättningar att få och ge input i det internationella arbetet kring makrotillsyn. Lösningen gör det också möjligt för direktionen att hantera eventuella målkonflikter mellan penningpolitiken och makrotillsynen och avväga användningen av de olika verktygen på bästa sätt.

Det finns dock också nackdelar med en sådan lösning. Finansinspektionens kunnande tillvaratas inte i makrotillsynsbesluten. Det vore dessutom olyckligt om beslut om makro- och mikrotillsyn togs helt isolerade från varandra.

E. Finansinspektionen ansvarar för makrotillsynen

En femte lösning vore att ansvaret för makrotillsynen helt lades på Finansinspektionen. Denna lösning nämns sällan i internationell litteratur och varken IMF, Goodhart och Rochet eller Finanspolitiska rådet tar upp denna struktur när de diskuterar möjlig ansvarsfördelning för makrotillsynen (se avsnitt 5). Den skulle dock vara teoretiskt möjlig, varför vi ändå diskuterar den här.

Det finns naturliga skäl till att detta förslag inte omnämns så ofta i litteraturen – det har flera nackdelar.

För det första skulle det – i ljuset av att makrotillsynen har betydande beröringspunkter med penningpolitiken – bli problematiskt om Riksbanken inte har någon roll i makrotillsynen. För det andra skulle inte Riksbankens stabilitetsanalys komma till användning direkt i makrotillsynen. För det tredje skulle makrotillsynen bli väsentligt mindre oberoende av den politiska sfären, eftersom Finansinspektionen är en myndighet som lyder under regeringen. För det fjärde skulle Sveriges möjligheter att påverka det internationella utrednings- och policyarbetet om makrotillsyn sannolikt försvagas.

En betydande nackdel med denna lösning är att den inte kan anses vara samhällsekonomiskt effektiv. Merparten av de analysresurser som behövs för makrotillsynen finns inom Riksbanken, men om ansvaret för makrotillsynen skulle ligga inom Finansinspektionen så måste Finansinspektionen också göra förberedelsearbetet. Det skulle innebära ett betydande dubbelarbete, eftersom även Riksbanken måste göra liknande analyser i sitt ordinarie arbete. Till detta kan läggas att kvaliteten i makrotillsynen riskerar att bli lidande då Sverige – som ett litet land – har ganska få personer med den speciella kompetens som behövs för att göra de svåra analytiska bedömningar som makrotillsynen kräver.

Fördelarna med denna lösning är att den skapar en tydlig ansvarsfördelning och att Finansinspektionen skulle få goda möjligheter att avväga vilka instrument som är bäst i en uppkommen situation, eftersom nästan alla verktyg som kan användas i såväl makro- som mikrotillsyn samlas på ett och samma ställe.

9. Slutsatser

Den globala finanskrisen har visat hur nödvändigt det är att reformera den finansiella tillsynen. Den traditionella institutfokuserade mikrotillsynen behöver kompletteras med en systeminriktad makrotillsyn. Både Riksbankens och Finansinspektionens kompetens behöver tas till vara för att en sådan makrotillsyn ska bli effektiv.

I avvaktan på ett beslut om långsiktig organisatorisk lösning för makrotillsynen, upprättade, som tidigare nämnts, Riksbanken och Finansinspektionen i januari 2012 ett samverkansråd för utbyte av information och bedömningar om makrotillsynsfrågor. Samverkansrådet är en bra början. Det har dock snarare karaktären av en diskussionsklubb än ett beslutsfattande organ. På sikt behöver makrotillsynen få en ännu mer utmejslad roll och en tydlig ställning som ett eget politikområde. För att skapa ett ändamålsenligt och långsiktigt effektivt ramverk för makrotillsyn anser vi att följande faktorer är av avgörande betydelse.

- **Beslutskraft:** En god beslutskraft förutsätter ett tydligt mandat liksom effektiva och tydligt definierade verktyg. Eftersom makrotillsynen är ett politikområde under framväxt, behöver lagstiftningen även klargöra hur de nu tillgängliga verktygen framöver ska kunna kompletteras med nya verktyg.
- **Oberoende:** Det organ som får ansvar för makrotillsynen behöver stå fritt från påtryckningar, såväl från politiskt håll som från finansbranschen.
- **Ansvarsutkrävande:** Om makrotillsynsorganet får ett betydande oberoende så måste också ansvar kunna utkrävas för hur det agerat eller underlåtit att agera. En viktig

förutsättning för att kunna utkräva ansvar är att mandat och verktyg definierats tydligt. Mandatet skulle exempelvis kunna inkludera krav på makrotillsynsorganet att agera, eller offentligt förklara varför man avstår från att agera, när vissa förutbestämda nivåer för nyckelvariabler passeras. Ansvarsutkrävandet skulle också underlättas av krav på långtgående transparens och rapportering, exempelvis till riksdagen.

- **Analyskapacitet:** Det krävs även en stor och varaktig kapacitet att analysera risker för det finansiella systemet som helhet och vad som kan vara lämpliga åtgärder för att förebygga sådana. För att säkerställa denna kapacitet över tid krävs en stabil finansiering av makrotillsynsorganet.
- **Sveriges internationella inflytande:** Ett makrotillsynsorgan behöver också kunna agera effektivt internationellt, framför allt inom ramen för Europeiska systemrisknämnden, ESRB.
- **Ett effektivt användande av samhällets resurser.**

Referenser

Adrian, Tobias and Markus Brunnermeier (2008, revised 2011), "CoVaR", *Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 348,* New York, September 2008, revised 2011.

Adrian, Tobias and Hyun Song Shin (2008), "Liquidity and financial cycles", *BIS Working Papers No. 256*, Bank for International Settlements, Basel, July 2008.

Adrian, Tobias and Hyun Song Shin (2009), "The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation", *Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 382*, New York, July 2009.

Akerlof, George A. and Robert J. Shiller (2009), *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy And Why It Matters for Global Capitalism,* Princetown University Press, 2009.

Bank of England (2009), "The role of macroprudential policy: a discussion paper", London, 2009.

BIS (2011), *Central bank governance and financial stability: A report by a Study Group,* Bank for International Settlements, Basel, May 2011.

Borio, Claudio, 2009, "Implementing the Macroprudential Approach to Financial Regulation and Supervision," *Financial Stability Review 13, The Future of Financial Regulation*, Banque de France, Paris, 2009.

Brainard, William (1967), "Uncertainty and the Effectiveness of Policy", *American Economic Review*, Vol. 57, No. 2, May 1967.

CGFS (2010), *Draft report on Practical approaches to designing and conducting macroprudential policy*, Committee on the Global Financial System, Bank for International Settlements, Basel, 29 October, 2010.

Clement, Piet (2010), "The term 'macroprudential': origins and evolution", *BIS Quarterly Review*, Basel, March 2010.

Dokko, Jane, Brian Doyle, Michael T. Kiley, Jinill Kim, Shane Sherlund, Jae Sim, and Skander van der Heuvel (2009), "Monetary policy and the housing bubble", *Finance and Economics Discussion Series, 2009-49*, Federal Reserve Board.

ESRB (2012), *Recommendation of the European Systemic Risk Board of 22 December 2011 on the macro-prudential mandate of national authorities (ESRB 2011/3)*, Frankfurt 2012.

Finanspolitiska rådet (2011), Svensk finanspolitik 2011.

Geanakoplos, John (2010a), "The Leverage Cycle", *Cowles Foundation Paper No. 1304*, Yale University, 2010.

Geanakoplos, John (2010b),"Managing the Leverage Cycle: A Brief Talk in Milan with Questions and Answers", *Cowles Foundation Paper No. 1306*, Yale University, 2010.

Goodhart, Charles (2011), "The Macro-Prudential Authority: Powers, Scope and Accountability", *mimeo*.

Goodhart, Charles and Jean-Charles Rochet (2011), Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010, *Rapporter från riksdagen 2010/11:RFRS*, Sveriges riksdag, finansutskottet, 2011.

Haldane, Andrew G. (2010), "The $100 Billion Question", *Bank of England*, London, March, 2010.

HM Treasury (2011), *A new approach to financial regulation: building a stronger system*, Cm 8012, London, February 2011.

IMF (2011a), "Sweden: Financial Sector Stability Assessment", *IMF Country Report No. 11/172*, International Monetary Fund, Washington DC, July 2011.

IMF (2011b), "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons From Country Experiences", *Working Paper 11/238,* International Monetary Fund, Washington DC, October 1, 2011.

IMF (2011c), "Towards Effective Macroprudential Policy Frameworks – An Assessment of Stylized Institutional Models", *Working Paper 11/250,* International Monetary Fund, Washington DC, November 1, 2011.

Keynes, J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Palgrave Macmillan, 1936.

Kiyotaki, Nobuhiro and John Moore (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No. 2 (April 1997), pp. 211-248.

Nier, Edward, Jacek Osiński, Luis Jácome and Pamela Madrid (2011), "Institutional Models for Macroprudential Policy", Staff Discussion Note, SDN/11/18, International Monetary Fund, Washington DC, November 1, 2011.

Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, and Hayley Boesky (2010), "Shadow Banking", *Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 458*, New York, July 2010.

Rajan, Raghuram G. (2005), "Has Financial Development made the World Riskier?", *NBER Working Paper No. 11728*.

Riksrevisionen (2011), *Riksrevisionens granskning av myndigheternas insatser för finansiell stabilitet*, RiR 2011:9.

Sargent, Thomas J. (1981), "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *The Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review 531*, Fall 1981.

Shiller, Robert J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000.

Shin, Hyun Song (2010), "Macroprudential Policies Beyond Basel III", Policy Memo, Princeton University, November 2010.

SOU 2007:51, *Riksbankens finansiella oberoende – Betänkande av Utredningen om Riksbankens kapitalstruktur och vinstdisposition*, Stockholm, 2007.

Sveriges riksbank (2010), *Riksbanken och finansiell stabilitet*, Stockholm 2010.

Sveriges riksbank (2012), *Överenskommelse mellan Finansinspektionen och Riksbanken rörande ett samverkansråd för makrotillsyn*, Stockholm 2012.

The Warwick Commission, 2009, *The Warwick Commission on International Financial Reform: In Praise of Unlevel Playing Fields*. The University of Warwick, Coventry, UK, 2009.

Weitzman, Martin L. (1974), "Prices vs. Quantities", *The Review of Economic Studies*, Vol. 41, No. 4 (Oct. 1974), pp. 477–491.

Woolley, Paul (2010), "Why are financial markets so inefficient and exploitative – and a suggested remedy", *The Future of Finance And the Theory That Underpins It*, London School of Economics and Political Science, London, 2010.