



Finansutskottet
Riksdagen
100 12 STOCKHOLM

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

DNR: 2016-00100

ER REF: Dnr 1168-2015/16

Direktionens remissyttrande om rapporten Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015 (2015/16:RFR6)

2016-04-12

ESTABLISHED 1668

Riksbankens direktion konstaterar att utvärderarna lämnar övervägande positiva omdömen om Riksbankens arbete med penningpolitik och finansiell stabilitet. Direktionen anser att flera av utvärderarnas rekommendationer bör beaktas i ett kommande utredningsarbete.

Direktionen menar, liksom utvärderarna, att det är viktigt att verksamhetsområdet finansiell stabilitet ses över i en kommande översyn av riksbankslagen och att Riksbankens roll när det gäller att värna finansiell stabilitet förtydligas. Direktionen anser också att Riksbankens roll i det förebyggande arbetet med att minska risker och sårbarheter i det finansiella systemet, inklusive makrotillsynen, bör förstärkas. När det gäller det nuvarande svenska ramverket för makrotillsyn, delar direktionen utvärderarnas bedömning att detta har brister på viktiga punkter och bör revideras. Direktionen anser att makrotillsynsramverket bör utredas på nytt i samband med översynen av riksbankslagen. Direktionen framhåller att den struktur som väljs måste präglas av god beslutskraft och tydlig ansvarsfördelning. Det kommer dock sannolikt att ta flera år innan en sådan utredning är genomförd och förslagen införs i lag. Samtidigt är det brådskande att motverka de svenska hushållens höga och växande skuldsättning. Direktionen instämmer därför också i utvärderarnas rekommendation att, utan vidare dröjsmål, ge Finansinspektionen rättsliga befogenheter och verktyg för att kunna motverka uppkomna risker.

Utvärderarna lyfter fram flera penningpolitiska frågor som förtjänar ytterligare analys och diskussion. En viktig fråga är exempelvis hur detaljerat målet för penningpolitiken ska formuleras i lagen. Direktionen tar i dagsläget inte ställning till förslaget att byta målvariabel, men konstaterar att det finns flera fördelar med att byta målvariabel från KPI till KPIF eller HIKP och välkomnar en fortsatt diskussion om denna fråga.

Direktionen välkomnar utvärderarnas bidrag till diskussionen om den flexibla inflationsmålspolitiken. Direktionen instämmer i att penningpolitiken liksom tidigare ska fokusera på att uppnå inflationsmålet och därutöver även främja hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Denna flexibla inflationsmålspolitik, där hänsyn till realekonomin och risker förknippade med det finansiella systemet kan vägas in i de penningpolitiska besluten, ryms i Riksbankens nuvarande mandat. Direktionen instämmer också i att en väl avvägd penningpolitik i vissa lägen kan vara sådan att det förväntas ta mer än två år för inflationen att nå tillbaka till målet. Det är därför viktigt att penningpolitiken

■ *motiveras på ett tydligt sätt, såväl för riksdagens finansutskott som för allmänheten i stort. Riksbanken gör så idag och ambitionen är att fortsatt göra detta på ett öppet och begripligt sätt oavsett hur lång tid inflationen beräknas avvika från inflationsmålet.*

Direktionen håller med om vikten av att grundläggande antaganden om omvärldsutvecklingen förklaras så att utgångspunkten för Riksbankens prognoser framgår på ett tydligt sätt.

Direktionen menar också att det är naturligt att analysera orsaker till, och implikationer av, skillnader mellan reporäntebanan och marknadens förväntade reporäntebana vid vissa tillfällen men att det inte nödvändigtvis behöver ske rutinmässigt.

Direktionen ser inte att ansvaret för valutapolitiken behöver klargöras. Ansvaret framgår redan av lagen om valutapolitik och i riksbankslagen.

Direktionen instämmer i att ambitionen bör vara att det penningpolitiska protokollet ska redogöra för de olika ståndpunkter som har förts fram under mötet. Detta kan anses vara uppfyllt idag då protokollen fullt ut återger det som sägs på de penningpolitiska mötena. Direktionen är öppen för att komplettera det penningpolitiska protokollet med mer information av den typ som utvärderarna efterfrågar, det vill säga med information från beredningsmöten inför de penningpolitiska mötena.

Inledning

Riksbanken lämnar två separata yttranden om rapporten Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015 (2015/16:RFR6). Detta remissyttrande avser de frågor som faller inom direktionens verksamhetsområde, men ger inte anspråk på att täcka alla slutsatser och rekommendationer i utvärderingen. Riksbankens fullmäktige avger samtidigt ett remissyttrande rörande de frågor som hör till fullmäktiges verksamhetsområde.

Direktionens yttrande inleds med några allmänna synpunkter. De två följande avsnitten presenterar och motiverar direktionens ställningstaganden till rekommendationerna. Yttrandet följer utvärderingens indelning av rekommendationerna i de som främst rör penningpolitik (avsnitt 2) och finansiell stabilitet (avsnitt 3). Eftersom de flesta av rekommendationerna innehåller flera förslag är upplägget att var och en av rekommendationerna följs av flera ställningstaganden och motiven till dessa. I de fall argumenten för direktionens ställningstaganden är desamma för flera olika rekommendationer diskuteras de rekommendationerna tillsammans. I ett fjärde och avslutande avsnitt ger direktionen några övergripande synpunkter på inriktningen på den kommande översyn av riksbankslagen som finansutskottet aviserade i samband med publiceringen av utvärderingen.

1. Allmänna synpunkter

Direktionen välkomnar att utvärderarnas sammanfattande omdömen om Riksbankens penningpolitik under åren 2010–2015 är övervägande positiva. Direktionen delar utvärderarnas uppfattning att den existerande inflationsmålsregimen och den legala ramen med en oberoende centralbank har fungerat väl. Det är en viktig utgångspunkt när en lagöversyn aktualiseras. Riksbankens fullmäktige och direktionen beslutade redan i februari 2010 om en gemensam framställning till riksdagen om vissa

- utredningsbehov¹. I några fall har ett utredningsarbete genomförts, men flera förslag har inte följts upp genom fortsatt lagberedning.

2. Rekommendationer om penningpolitiken

2.1 Målet för penningpolitiken

Rekommendation 1

Utvärderarna rekommenderar att Riksdagen bör, på finansministerns rekommendation, både definiera och siffrsätta inflationsmålet, samt ge mandat till Riksbankens direktion att uppnå detta mål. I dagens läge rekommenderar utvärderarna ett mål på 2 procent mätt i KPIF. Målet bör, enligt utvärderarna, ses över vart tionde år, såvida inte riksdagen lagstiftar om en ändring av målet före nästa tillfälle när målet ska ses över.

Direktionen tar inte ställning till rekommendationen att riksdagen bör definiera, siffrsätta och regelbundet se över inflationsmålet men noterar ett par aspekter på detta som kan vara relevanta för finansutskottets behandling.

Huvudmotivet till att man från politiskt håll har valt att delegera ansvaret för utformningen av penningpolitiken till en självständig Riksbank med ett klart angivet prisstabilitetsmål är att det ger penningpolitiken ett långsiktigt perspektiv som skapar förutsättningar för att målet för politiken ska vara trovärdigt. För att uppnå detta har Riksbanken bland annat fått ett institutionellt oberoende som innebär att ingen ska kunna ge instruktioner till Riksbanken i penningpolitiska frågor, annat än genom utformningen av det lagstadgade målet för penningpolitiken.

Hur detaljerat målet för penningpolitiken ska formuleras i lag är inte självklart och frågan diskuterades i de utredningar som ledde fram till förändringen av riksbankslagen 1999 då det nuvarande målet om prisstabilitet lagfästes. I Regeringens proposition 1997/98:40, Riksbankens ställning, var slutsatsen att det inte fanns skäl att i lag alltför detaljerat precisera målet eftersom en precisering av exempelvis nivån för tillåten prisökningstakt eller storleken på ett eventuellt toleransintervall skulle bli alltför inflexibel och inte ge Riksbanken tillräckligt utrymme att anpassa målet till nya omständigheter.

Det finns exempel på länder där inflationsmålet specificeras av centralbankens huvudman. Jämförelser mellan länder försvåras dock av att de institutionella förhållandena vad gäller centralbankens ställning kan skilja sig åt. Man behöver bland annat beakta att Sverige inte har ett formellt undantag från Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt (EUF-fördraget) och de regler om centralbankens självständighet som ingår där.

Direktionen tar i dagsläget inte ställning till förslaget att byta målvariabel, men konstaterar att det finns flera fördelar med att byta målvariabel från KPI till KPIF eller HIKP och välkomnar en fortsatt diskussion om denna fråga.

Internationellt och i Sverige pågår en diskussion om nivån på inflationsmålet där det både förekommer argument för ett högre och ett lägre mål. I ljuset av den debatten noterar direktionen att utvärderarna inte rekommenderar en ändring av nivån på inflationsmålet utan menar att det även i fortsättningen bör vara 2 procent. Utvärderarna tar däremot explicit ställning mot vissa andra förslag om förändringar av

¹ Framställning om vissa utredningsbehov med anledning av finanskrisen, 2009/10:RB4.

inflationens målsättningen som också förekommer i debatten. De anser exempelvis inte att det är rimligt att utvidga centralbankens mål till att omfatta siffrans satta mål för sysselsättningen och produktionen och rekommenderar heller inte att målet för penningpolitiken fastställs i termer av nominell BNP. Direktionen instämmer i detta.

Utvärderarna rekommenderar däremot ett byte av det prisindex som inflationsmålet uttrycks i, från KPI till KPIF. Direktionen noterar att frågan om ett byte av målvariabel varit aktuell länge. Exempelvis diskuterades frågan i de två tidigare externa utvärderingarna av penningpolitiken.² Rekommendationen i den första utvärderingen var att målet bör definieras i termer av ett prisindex som inte direkt påverkas av kostnader för boende i egna hem. I den följande utvärderingen var rekommendationen att inte byta målindex.

Utvärderarnas huvudsakliga argument för ett byte av målvariabel till KPIF är att KPIF i praktiken konsekvent använts istället för KPI i direktionsens penningpolitiska överväganden under utvärderingsperioden. Som direktionen påpekat i de penningpolitiska rapporterna under perioden ger inflationsmålet som inte inkluderar de direkta effekterna av ändrade räntor, som KPIF eller HIKP, en bättre bild av inflationstrycket i perioder med stora ränteförändringar.

Den direkta effekten på KPI-inflationen av ränteförändringar är en aspekt som komplicerat kommunikationen av penningpolitiken ända sedan inflationsmålet infördes. Vad som bör påverka valet av målvariabel är dock en större fråga som har diskuterats mycket i forskningen och bland centralbanker. Slutsatsen är att det inte finns några självklara svar. En genomgång av argumenten för och emot olika tänkbara inflationsmål, ur både ett teoretiskt och praktiskt perspektiv, finns i en ekonomisk kommentar som publiceras i samband med detta remissyttrande.³

Rekommendation 2

Utvärderarna rekommenderar att det i det uppdrag som riksdagen ska ålägga Riksbanken bör fastställas att Riksbankens penningpolitiska mål ska vara att upprätthålla prisstabilitet, så som detta definieras genom inflationsmålet, med hänsyn tagen till den långsiktiga hållbarheten hos banan för produktionens nivå och sammansättning, samt dess implikationer för inflationen. Om det enligt direktionsens uppfattning är lämpligt att under en tid avvika från att uppnå inflationsmålet cirka två år framåt i tiden ska Riksbanken redogöra för sina skäl och försvara dem inför riksdagens finansutskott.

Direktionen instämmer i stort i rekommendationen att penningpolitiken ska fokusera på att uppnå inflationsmålet och därutöver även ta hänsyn till den realekonomiska utvecklingen.

Riksbankens strategi är, och har sedan länge varit, att bedriva en flexibel inflationsmålspolitik, vilket innebär att penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet samtidigt som den stödjer målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta gör

² Giavazzi, F. och Mishkin, F. (2006), "En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995–2005", 2006/07:RFR1 och Goodhart, C. och Rochet, J.-C. (2011), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010", 2010/11:RFR5.

³ Apel, M., Armelius, H. och Claussen, C.-A. (2016), "Prisindex för inflationsmålet", *Ekonomisk kommentar* nr 2, Sveriges riksbank.

■ Riksbanken genom att, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, även sträva efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.

Utvärderarna menar att penningpolitiken ska ta hänsyn till den långsiktiga hållbarheten hos banan för produktionens nivå och sammansättning, samt dess implikationer för inflationen. Som tidigare nämnts rekommenderar de däremot inte att målet för centralbanken ska omfatta siffersatta mål för exempelvis produktionen. Direktionen instämmer i den rekommendationen.

Flexibiliteten i penningpolitiken handlar i praktiken om centralbankens bedömning av hur snabbt det är lämpligt att försöka få tillbaka inflationen på målet. Hur snabbt centralbanken siktar på att få tillbaka inflationen på målet kan och bör enligt utvärderarna också inkludera hänsyn till obalanser – finansiella och andra – som kan orsaka stora svängningar i produktion och sysselsättning i ett senare skede. Direktionen instämmer i detta.

Tidvis använde Riksbanken flexibiliteten i penningpolitiken under utvärderingsperioden för att i någon mån motverka risker kopplade till hushållens skuldsättning. Det tog sig bland annat uttryck i att sänkningar av reporäntan skedde i något långsammare takt, jämfört med vad som hade varit fallet om man inte tagit hänsyn till de riskerna. Det innebar i sin tur att inflationen enligt prognoserna skulle komma tillbaka till målet i något långsammare takt än annars. Att Riksbanken använde flexibiliteten i penningpolitiken på detta sätt har debatterats mycket, där en av frågorna har varit om en sådan flexibilitet ryms inom Riksbankens mandat. Direktionen menar liksom utvärderarna att den gör det och välkomnar utvärderarnas bidrag till diskussionen.

Direktionen vill dock betona att möjligheten att utnyttja flexibiliteten förutsätter att trovärdigheten för inflationsmålet inte är hotad. Riksbanken utnyttjade flexibiliteten under en period. Men omständigheterna förändrades – perioden med en inflation under målet blev allt längre och långsiktiga inflationsförväntningar sjönk längre under målet samtidigt som penningpolitiken i omvärlden blev allt mer expansiv. Det blev därför nödvändigt för Riksbanken att säkerställa förtroendet för inflationsmålet. Det är skälet till att penningpolitiken den senaste tiden fokuserat tydligare på inflationen och inflationsmålet.

Direktionen instämmer i att en väl avvägd penningpolitik i vissa lägen kan vara sådan att det enligt Riksbankens bedömning kommer att ta mer än två år för inflationen att nå tillbaka till målet.

Direktionen noterar att det i princip inte finns något i Riksbankens nuvarande strategi som hindrar att penningpolitiken är sådan att det kan ta mer än två år för inflationen att nå tillbaka till målet enligt Riksbankens prognos. Det är dock värt att notera att omständigheterna ska vara speciella för att inflationen inte ska kunna vara tillbaka på målet inom Riksbankens prognosperiod, givet att penningpolitiken inte begränsas av andra faktorer. Exempel på sådana omständigheter är stora störningar som påverkar ekonomin under lång tid eller förändringar av samband i ekonomin som bedöms påverka penningpolitikens verkningsgrad under en längre tid.

Riksbankens bedömning av en välavvägd penningpolitik och hur lång tid inflationen väntas avvika från målet beror bland annat på hur stor avvikelsen från målet är och hur realekonomin påverkas. Men, som betonades ovan, en viktig förutsättning är också att förtroendet för inflationsmålet inte hotas. Det finns därför inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om

den avviker från målet. I allmänhet har strävan varit att räntan och räntebanan anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.

Direktionen instämmer i vikten av att penningpolitiken motiveras på ett tydligt sätt såväl för riksdagens finansutskott som för allmänheten i stort. Riksbankens ambition är att göra detta på ett öppet och begripligt sätt oavsett hur lång tid inflationen beräknas avvika från inflationsmålet.

Riksbanken strävar efter att ha en öppen och tydlig kommunikation. Denna ambition är oberoende av den aktuella ekonomiska situationen. Om Riksbanken skulle göra bedömningen att en väl avvägd penningpolitik är sådan att inflationsmålet inte kommer att uppnås under prognosperioden kommer omständigheterna och motiven till detta att motiveras noga och redogöras för i de sedvanliga diskussionerna med finansutskottet. Hur Riksbanken kommunicerar i en sådan situation skiljer sig således inte från hur kommunikationen sker normalt.

2.2 Riksbankens prognoser

Rekommendation 3

Utvärderarna rekommenderar att Riksbanken bör ompröva sina metoder för att ta fram prognoser för både världsekonomin och räntorna i omvärlden, så att direktionen kan fokusera på de stora frågorna i samband med prognoserna. De antaganden som görs om tillväxten och räntorna i omvärlden bör förklaras mer ingående i den penningpolitiska rapporten.

Direktionen menar att den omprövning som utvärderarna rekommenderar redan sker löpande som en del i prognosarbetet. Riksbanken utvärderar löpande sina prognoser och ser hela tiden över prognosmetoderna, inklusive metoderna för att ta fram prognoser för världsekonomin och räntorna i omvärlden.

Rekommendationen bygger på de huvudsakliga problem med Riksbankens omvärldsprognoser som utvärderarna identifierar 2011–2013. De menar att för stor vikt lades vid omotiverat ljusa prognoser gjorda av internationella organisationer och att prognoserna för räntorna i omvärlden låg över den bana för ränteutvecklingen som terminspriserna tydde på.

Riksbankens prognoser för styrräntorna i omvärlden utgår från information från marknadsräntor, kommunikation från centralbanker i andra länder och resultat från olika modeller. Prognoserna påverkas också av bedömningar från både Riksbankens tjänstemän och direktionen. Under det gångna året resulterade detta i prognoser för ränteutvecklingen i omvärlden som låg relativt nära den utveckling av omvärldsrentorna som marknadsprissättningen indikerade. Under större delen av utvärderingsperioden låg däremot Riksbankens prognoser över den bana för ränteutvecklingen som marknadsprissättningen indikerade, framför allt på lång sikt. Det är inte ovanligt att prognoserna på längre sikt kan skilja sig åt, bland annat eftersom osäkerheten om de ekonomiska utsikterna långt fram i tiden är stor.

Utvärderarna menar att centralbanker i sina prognoser för omvärlden tenderar att lägga för stor vikt vid prognoser som görs av motparter i andra länder och av internationella organisationer. Med facit i hand kan man också konstatera att dessa prognosmakare generellt sett överskattade den globala konjunkturutvecklingen efter finanskrisen. Men det gäller även andra prognosmakare. Prognosutvärderingar visar att centralbanker och internationella organisationer inte nödvändigtvis hade en

■ systematiskt ljusare bild av de ekonomiska utsikterna än den bild som gavs av prognoserna hos andra ekonomiska bedömare.⁴

Direktionen håller med om vikten av att grundläggande antaganden om omvärldsutvecklingen förklaras så att utgångspunkten för Riksbankens prognoser framgår på ett tydligt sätt.

Rekommendation 4

Utvärderarna rekommenderar att Riksbanken bör genomföra och offentliggöra 1) en utvärdering av sina erfarenheter av publiceringen av en framtida reporäntebana och 2) en analys av de stora avvikelserna mellan marknadens förväntningar på reporäntan och Riksbankens publicerade prognoser under den period som omfattas av denna utvärdering.

Direktionen instämmer i rekommendationen.

Efter nästan 10 år med publicerad reporäntebana kan det vara lämpligt med en utvärdering av erfarenheterna. Det finns också internationell forskning på detta område som en sådan utvärdering kan bygga på.

Utvärderarna fokuserar på räntebanan som verktyg för att påverka marknadsräntorna och drar slutsatsen att erfarenheterna inte varit odelat positiva i det avseendet. Riksbanken har dock hela tiden varit tydlig med att det inte är det enda, kanske inte ens det främsta, skälet till att publicera en egen räntebana. Ett viktigt skäl var nackdelarna med antaganden om reporäntans utveckling som Riksbanken använt tidigare. Antagandet att reporäntan skulle vara konstant under prognosperioden var för det mesta ett orealistiskt antagande som gjorde det svårt att göra bra prognoser. Antagandet att reporäntan skulle följa den bana som marknadsprissättningen indikerade var visserligen mer realistiskt, men speglade inte nödvändigtvis de överväganden som låg till grund för penningpolitiken. Med en egen ränteprognos är det enklare att förklara resonemangen bakom de penningpolitiska besluten. Ett viktigt skäl till att publicera en egen räntebana var Riksbankens ambitioner att vara öppen och transparent för att bland annat underlätta utvärderingar och diskussioner av penningpolitiken.

Diskussionen om penningpolitikens utveckling på medellång och längre sikt underlättas med en räntebana då det blir lättare att förmedla Riksbankens bild av den framtida utvecklingen och beskriva hur ekonomin i dagsläget förhåller sig till vad som kan betraktas som ett normalläge. Riksbanken har haft god användning av räntebanan på det sättet. Direktionen håller dock med utvärderarna om att en publicerad räntebana inte är helt oproblematisk och de risker som utvärderarna identifierar är viktiga att undvika. Utvärderarna rekommenderar ändå inte att Riksbanken ska överge räntebanan. Direktionen noterar också att många av de personer utvärderarna talat med har varit positiva till räntebanan, även de som varit kritiska till den penningpolitik som förts.

⁴ Se till exempel Independent Evaluation Office (2014), "IMF Forecasts. Process, Quality, and Country Perspectives", IMF; Alessi, L. med flera (2014), "Central Bank Macroeconomic Forecasting During the Global Financial Crisis: The European Central Bank and Federal Reserve Bank of New York Experiences", *Journal of Business & Economic Statistics*, 32:4, s.483-500, och Sveriges riksbank (2015), *Redogörelse för penningpolitiken 2015*.

■ När det gäller analyser av orsaker till, och implikationer av, skillnader mellan Riksbankens och marknadens räntebanor finns en rad problem som bör uppmärksammas. Ett grundproblem är att det inte finns något entydigt sätt att mäta marknadens förväntningar om reporäntan. Ett annat problem är att det är svårt att veta varför prissättningen, som implicit anger marknadens förväntningar, ändras över tiden. Det gör i sin tur att det är svårt att binda samman förväntningarna om reporäntan med marknadens prognos för den ekonomiska utvecklingen.

Rekommendation 5

Utvärderarna rekommenderar att Riksbanken rutinmässigt bör presentera en analys i sina penningpolitiska rapporter av varför det enligt Riksbankens uppfattning finns en skillnad mellan dess publicerade reporäntebana och marknadens förväntade reporäntebana, samt vilka implikationer Riksbanken tror att denna skillnad har för utformningen av penningpolitiken.

Direktionen menar att det är naturligt att analysera orsaker till, och implikationer av, skillnader mellan reporäntebanan och marknadens förväntade reporäntebana vid vissa tillfällen men att det inte nödvändigtvis behöver ske rutinmässigt.

Utvärderarna identifierar den tidvis stora skillnaden mellan Riksbankens reporäntebana och den räntebana som framgick av priserna på de finansiella marknaderna som ett allvarligt problem under utvärderingsperioden. En slutsats de drar är att varken prognoser eller politik uteslutande bör baseras på prognoser i en modell som utgår från att räntebanan uppfattas som fullständigt trovärdig och de menar att det måste finnas utrymme för bedömningar av räntebanans och inflationsmålets trovärdighet.

Direktionen instämmer i detta och vill betona att trovärdigheten för inflationsmålet har stor betydelse för de penningpolitiska avvägningarna. Men det är ingen ny insikt. Att de penningpolitiska rapporterna under utvärderingsperioden presenterade en del resultat från ekonomiska modeller som utgår från att inflationsmålet är trovärdigt ska inte tolkas som att trovärdigheten togs för given i de penningpolitiska avvägningarna.

Svårigheten som Riksbanken ställts inför, och som alla centralbanker med ett inflationsmål ställs inför i en liknande situation, är hur man ska inkludera risker kopplade till trovärdigheten i de penningpolitiska avvägningarna och kommunicera dessa utan att det i sig påverkar förväntningarna och ytterligare försämrar förtroendet. Som Riksbanken också är ett exempel på kan man dock komma till en gräns där det helt enkelt blir nödvändigt att explicit diskutera trovärdigheten för att motivera den penningpolitik som bedrivs. De sjunkande långsiktiga inflationsförväntningarna fick allt större tyngd i de penningpolitiska avvägningarna från hösten 2013 och riskerna kopplade till förlorad trovärdighet diskuterades i en fördjupning i den penningpolitiska rapporten i juli 2015. Rapporten i februari 2016 innehöll scenarier där trovärdigheten för inflationsmålet minskar.

2.3 Ansvaret för valutapolitiken

Rekommendation 6

Utvärderarna rekommenderar att riksbankslagen bör ändras för att göra klart att valet av växelkursregim är en fråga för regeringen och att uppdraget att uppnå inflationsmålet gäller med förbehåll för att regeringen beslutar att växelkursen bör flyta fritt.

■ **Direktionen ser inte att ansvaret för valutapolitiken i det här avseendet behöver klargöras på det sätt som utvärderarna föreslår. Ansvaret framgår redan av Lagen om valutapolitik i kombination med riksbankslagen.**

Enligt 2§ i Lag (1998:1404) om valutapolitik ska regeringen besluta om det system som ska gälla för att fastställa kronans värde i förhållande till utländska valutor (växelkurssystem). Enligt riksbankslagen 7 kap. 1§ ska Riksbanken besluta om tillämpningen av det växelkurssystem som regeringen beslutat om.

Av 3§ och 4§ i Lagen om valutapolitik framgår också att Riksbanken får hemställa hos regeringen att regeringen skall fatta beslut om växelkurssystem och att en sådan hemställan ska behandlas skyndsamt. Regeringen ska innan den beslutar om växelkurssystem också samråda med Riksbanken.

2.4 De penningpolitiska protokollen

Rekommendation 12

Utvärderarna rekommenderar att ambitionen bör vara att det penningpolitiska protokollet ska redogöra för de olika ståndpunkter som har förts fram under mötet och inte för respektive ledamots formella presentationer. De enskilda ledamöterna bör förmedla mer utförliga analyser till allmänheten genom tal.

Direktionen instämmer i att ambitionen bör vara att det penningpolitiska protokollet ska redogöra för de olika ståndpunkter som har förts fram under mötet. Detta kan anses vara uppfyllt idag då protokollen fullt ut återger det som sägs på de penningpolitiska mötena. Det är viktigt för att möjliggöra granskningar av direktionens arbete.

Utvärderarna tar upp att protokollen från de penningpolitiska mötena under en stor del av utvärderingsperioden var mycket långa och främst behandlade ståndpunkterna hos ledamöter med en avvikande mening från majoriteteten, medan majoritetens ståndpunkt beskrevs i de penningpolitiska rapporterna. De menar också att protokollen inte längre skildrade ett givande och ett tagande av olika ståndpunkter eller vad diskussionen utmynnade i.

Direktionen noterar utvärderarnas kritik och håller med om att längden på protokollen normalt bör försöka hållas nere för att underlätta läsbarheten. Enligt Riksbankens kommunikationspolicy bör ledamöterna i direktionen på de penningpolitiska mötena uttrycka sig kortfattat, tydligt och med fokus på sina egen avvägningar. I dagsläget är protokollen också kortare än under den period utvärderarna fokuserar på.

Längd och innehåll i protokollen styrs dock inte bara av läsbarhetskrav. Hur protokollen ser ut är ett resultat av de hänsyn som tas till alla de olika krav som ställs på dem. Protokollen är ett viktigt verktyg för ansvarsutkrävande av ledamöterna vilket gör det olämpligt att på förhand begränsa ledamöternas motiveringar till de penningpolitiska ställningstagandena och sätta upp regler som begränsar innehållet och längden på protokollen.

Protokollen spelar dessutom en viktig roll för ledamöternas möjligheter att enas kring räntebeslut och penningpolitiska rapporter. Det är möjligt att skapa majoriteter och undvika reservationer eftersom eventuella nyansskillnader i synen på penningpolitiken och prognoserna kan kommuniceras i protokollen. I de fall ledamöter ändå reserverar sig mot ett beslut är det naturligt att motiven till detta får relativt stort utrymme i protokollen, givet att den penningpolitiska rapporten speglar majoritetens syn.

Utvärderarna menar att protokollen bör redogöra för de olika ståndpunkter som har förts fram under det penningpolitiska mötet. Direktionen vill i det sammanhanget förtydliga att Riksbankens penningpolitiska protokoll fullt ut återger det som sägs på de penningpolitiska mötena. Det är också värt att nämna att protokollen från Riksbankens penningpolitiska möten är speciella i ett internationellt perspektiv då de publiceras kort efter det penningpolitiska mötet och innehåller en detaljerad redogörelse för ställningstagandet hos varje ledamot tydligt identifierad samt motiven till ställningstagandet och de argument som framfördes på mötet.

Rekommendation 13

Utvärderarna rekommenderar att Riksbanken bör komplettera det nuvarande penningpolitiska protokollet med protokoll från möten där huvudscenariot beslutas – det vill säga från det första eller andra stora penningpolitiska beredningsgruppsmötet och även från direktionsens prognosmöte. Samtliga protokoll kan sedan offentliggöras två veckor efter det penningpolitiska mötet.

Direktionen är öppen för att komplettera det penningpolitiska protokollet med mer information av den typ som utvärderarna efterfrågar. Direktionen instämmer däremot inte i att det nuvarande penningpolitiska protokollet bör kompletteras med protokoll från tidigare möten där direktionen diskuterar prognoserna.

Det penningpolitiska mötet är slutpunkten på en prognos- och beslutsprocess där direktionsledamöternas respektive ståndpunkter om penningpolitiken mognar fram i takt med att beslutsunderlaget byggs på och kompletteras med prognoser och analyser.

Under den processen finns beredningsmöten där direktionsledamöter diskuterar olika analyser med tjänstemännen på avdelningen för penningpolitik och med varandra. För ledamöterna är sådana möten nödvändiga för att de ska kunna bilda sig en uppfattning om en väl avvägd penningpolitik. Det innebär inte att besluten om penningpolitiken i praktiken fattas på dessa beredningsmöten. Alla prognoser, inklusive räntebanan, kan direktionen ändra fram till, och framförallt på, det penningpolitiska mötet, vilket är det möte där beslutet om prognosen och beskrivningen i den penningpolitiska rapporten, "huvudscenariot", formellt fattas.

Som direktionen förstår rekommendationen är syftet att mer information ska göras tillgänglig om hur enskilda direktionsledamöter resonerat sig fram till sin syn på lämplig penningpolitik. Utvärderarnas slutsats är att protokollen i dagsläget inte riktigt fyller sitt syfte att säkerställa att varje enskild ledamot ansvarar för sina bidrag till överläggningarna om penningpolitiken.

Även om direktionen inte delar den slutsatsen är direktionen öppen för att publicera mer information av den typ utvärderarna efterfrågar, det vill säga med information från beredningsmöten inför de penningpolitiska mötena. Att göra detta genom att protokollföra berednings- och prognosmöten skulle dock vara förenat med stora svårigheter och göra prognosprocessen onödigt formaliserad. Direktionen ska däremot se över om, och i så fall hur, innehållet i det penningpolitiska protokollet skulle kunna kompletteras med information från de diskussioner som direktionen fört tidigare under prognosprocessen.

2.5 Övriga slutsatser i utvärderingen

En av utvärderarnas slutsatser, baserat på de diskussioner som fördes under delar av utvärderingsperioden, är att direktionen hade en mycket stark tilltro till de prognoser

■ som togs fram med hjälp av modeller konstruerade av Riksbankens tjänstemän. På den punkten förefaller det som om utvärderarna inte riktigt fått en rättvisande bild av prognosprocessen. Då liksom nu används modellprognoserna endast som utgångspunkt för diskussionen, men den slutliga prognosen bygger i hög grad på bedömningar från både direktionen och Riksbankens tjänstemän. Direktionen är väl införstådd med modellernas antaganden och begränsningar och hänsyn till dessa tas när den slutliga prognosen tas fram.

Direktionen noterar också utvärderarnas kritik av samtalsklimatet inom direktionen under delar av utvärderingsperioden. Det är givetvis viktigt att diskussionen hela tiden förs i ett resonabelt tonläge och att eventuella åsiktsskillnader respekteras. Direktionen vill framhålla att det nuvarande samtalsklimatet till fullo präglas av den inställningen. De senaste åren har diskussionerna varit givande och samtalsklimatet gott, trots att det funnits olika uppfattningar som ibland även resulterat i reservationer mot de beslut som fattats.

3. Rekommendationer om finansiell stabilitet

3.1 Riksbankens roll i arbetet med att värna finansiell stabilitet

Rekommendation 9

Riksbankslagen bör, enligt utvärderarna, ändras för att förtydliga Riksbankens roll när det gäller att värna finansiell stabilitet. Utvärderarna framhåller att Riksbankens uppdrag även bör omfatta finansiell stabilitet och att Riksbanken måste ha vissa formella befogenheter för att kunna uppnå sitt mål.

Direktionen instämmer med utvärderarnas rekommendation. Riksbanken har också tidigare, till exempel i en framställning till riksdagen 2010, påpekat behovet av ett förtydligande på detta område. Direktionen anser vidare att Riksbankens roll i arbetet med att förebygga och minska risker och sårbarheter i det finansiella systemet, inklusive makrotillsynen, bör förstärkas.

Enligt riksbankslagen ska Riksbanken "främja ett säkert och effektivt betalningsväsende". Det framgår dock inte tydligt i riksbankslagen eller i förarbetena till lagen vad som ingår i denna uppgift. Ett säkert och effektivt betalningsväsende kräver ett stabilt finansiellt system så att bland annat betalningar och kreditförsörjning kan fungera väl. Liksom andra centralbanker måste Riksbanken kunna hantera finansiella kriser och andra allvarliga störningar i det finansiella systemet för att betalningsväsendet ska vara säkert och effektivt. Begreppet att "främja ett säkert och effektivt betalningsväsende" har således en vid innebörd och handlar i praktiken om ett ansvar för att främja stabiliteten i det finansiella systemet.

Ett viktigt skäl till att främjande av finansiell stabilitet är en central uppgift för Riksbanken är centralbankens unika möjlighet att tillföra likviditet till det finansiella systemet och vid behov stödja de finansiella marknadernas funktionsförmåga.

Riksbanken fungerar som bankernas bank när betalningar görs i svenska kronor, på samma sätt som centralbanker gör i andra länder. Riksbankens system för betalningar mellan banker och en del andra finansiella institut, RIX-systemet, är navet i det svenska betalningssystemet. Det är också genom detta system som penningpolitiken genomförs i praktiken. Riksbanken kan även, via utformningen av villkoren för de olika

likviditetsfaciliteter som Riksbanken tillhandahåller, påverka risktagandet och likviditetsbuffertarna hos de finansiella instituten.

En viktig aspekt av Riksbankens likviditetsförsörjande uppgift är ansvaret att i en finansiell kris agera som "lender of last resort", det vill säga att vid behov ge lån till långsiktigt livskraftiga institut med likviditetsproblem. På det sättet kan Riksbanken avvärja eller åtminstone mildra effekterna av en kris genom att se till att det finns likvida medel när ingen annan vill eller kan låna ut.

För att kunna uppfylla sitt uppdrag måste Riksbanken kontinuerligt ha god överblick över banker och andra finansiella institut, liksom inblick i finansmarknadens funktionssätt. Riksbanken analyserar därför löpande det finansiella systemet, med fokus på att identifiera sårbarheter och risker samt orsakerna till dem. Denna analys, i kombination med Riksbankens analys av den makroekonomiska utvecklingen och modeller för att bedöma denna, ger Riksbanken goda förutsättningar att också identifiera lämpliga åtgärder för att hantera sårbarheterna och riskerna i det finansiella systemet.

I likhet med andra centralbanker, kommunicerar Riksbanken sina riskbedömningar och rekommendationer om åtgärder. Exempelvis har Riksbanken i snart 20 års tid givit ut rapporten Finansiell stabilitet två gånger per år. Den information och kunskap som Riksbanken inhämtar under det löpande arbetet med finansiell stabilitet innebär också ökad effektivitet och minskade finansiella risker för staten när centralbanken agerar "lender of last resort". Arbetet med att förebygga finansiella kriser delar Riksbanken med regeringen och andra myndigheter, framför allt Finansinspektionen och Riksgäldskontoret. Riksbanken samarbetar också med andra myndigheter i Sverige och internationellt för att försöka påverka utformningen av finansiella regelverk så att de bidrar till ett stabilt och effektivt finansiellt system.

Ett annat viktigt skäl till att främjande av finansiell stabilitet är en central uppgift för Riksbanken är den nära relation och det ömsesidiga beroende som finns mellan den finansiella stabiliteten och penningpolitiken. Under vissa förutsättningar kan inflationsmålpolitiken bidra till att underlätta arbetet med att upprätthålla finansiell stabilitet. På motsvarande sätt är finansiell stabilitet en förutsättning för att penningpolitiken ska kunna bedrivas på ett ändamålsenligt sätt, eftersom penningpolitiken påverkar realekonomin och inflationen via det finansiella systemet.

Relationen mellan finansiell stabilitet och penningpolitik lyfts även fram av utvärderarna. De påtalar att det av finansiella stabilitetsskäl under perioder kan vara lämpligt för Riksbanken att låta penningpolitiken avvika från den vanliga inriktningen som är att uppnå inflationsmålet på två års sikt (se också diskussionen om flexibiliteten i penningpolitiken i avsnitt 2.1). De framhåller att detta är ett viktigt skäl för Riksbanken att spela en aktiv roll i diskussionerna om politiken för att nå finansiell stabilitet. Direktionen delar utvärderarnas bedömning att denna typ av avvägningar kan behöva göras i penningpolitiken, och att Riksbanken, även av detta skäl, löpande måste analysera stabiliteten i det finansiella systemet.

Sammanfattningsvis anser direktionen, liksom utvärderarna, att det vore lämpligt att riksbankslagen förtydligas så att Riksbankens ansvar för finansiell stabilitet uttryckligen framgår.

När Riksbankens ansvar för finansiell stabilitet ses över och förtydligas är det viktigt att också se över Riksbankens roll på detta område eftersom det bör finnas en balans mellan ansvar och befogenheter. Utvärderarna är inte så tydliga i sin rekommendation

■ på denna punkt utan påpekar endast att Riksbanken måste ha "vissa formella befogenheter för att kunna uppnå sitt mål".

Som redan beskrivits har Riksbanken vissa befogenheter som relaterar till finansiell stabilitet, dels i en krissituation, dels via utformningen av villkoren för likviditetstillförsel. Direktionen anser dock att Riksbankens roll i det förebyggande arbetet med att minska risker och sårbarheter i det finansiella systemet, inklusive makrotillsynen, bör förstärkas så att det uppnås en bättre balans mellan ansvar och befogenheter. Hur detta skulle kunna göras diskuteras i avsnitt 3.2.3 nedan.

Ur ett samhällsekonomiskt effektivitetsperspektiv vore det också lämpligt att använda den systemriskkompetens som finns inom Sverige så effektivt som möjligt. Riksbankens kunskande, erfarenhet och resurser inom detta område kan utnyttjas på ett bättre sätt än vad som görs idag. Att identifiera systemriskar är, som beskrivits ovan, inget nytt för Riksbanken, utan en central del av Riksbankens och andra centralbankers analys, och nära förknippat med likviditetsförsörjningen som centralbanker ansvarar för. Verktyg för att motverka en alltför snabb kredit tillväxt i ekonomin fanns också i centralbankernas bruk före den stora vågen av avregleringar under 1980-talet.

3.2 En makrotillsynskommitté med Riksbanken och Finansinspektionen – och en översyn av denna struktur år 2020

Rekommendation 8

Utvärderarna rekommenderar att det inrättas en gemensam kommitté för makrotillsyn, bestående av Riksbanken och Finansinspektionen, som träffas en gång per kvartal för att diskutera användandet av de viktigaste makrotillsynsverktygen. Kommittén ska ha rätt att utfärda rekommendationer till riksdagen om huruvida den uppsättning verktyg som har delegerats till Finansinspektionen bör utökas eller minskas. Kommittén föreslås vidare vara den primära källan till rapporter om den finansiella stabiliteten och utfrågas i finansutskottet minst en gång per år.

Rekommendation 10

Utvärderarna rekommenderar också att ansvarsfördelningen mellan Riksbanken och Finansinspektionen när det gäller makrotillsynen granskas av en mindre grupp experter år 2020.

Direktionen delar utvärderarnas bedömning att det nuvarande svenska ramverket för makrotillsyn har brister på viktiga punkter och behöver revideras.⁵

Direktionen anser därför att makrotillsynsramverket bör utredas på nytt i samband med översynen av riksbankslagen. Det finns flera möjliga sätt att organisera makrotillsynen. Direktionen framhåller att det väsentliga är att den struktur som väljs präglas av god beslutskraft och tydlig ansvarsfördelning.

3.2.1 Viktiga aspekter att beakta vid utformningen av ramverket för makrotillsyn

Direktionen understryker vikten av att makrotillsynen karaktäriseras av god beslutskraft och tydlig ansvarsfördelning. Direktionen vill också lyfta fram ett antal principiella aspekter som bör beaktas vid valet av organisatorisk struktur för att makrotillsynen ska

⁵ För en genomgång av Goodfriends och Kings kritik, se sidan 101-103 i utvärderingen.

■ fungera väl. Dessa är desamma som Riksbanken 2013 tog upp i sitt remissvar på Finanskriskommitténs förslag om hur makrotillsynen borde organiseras i Sverige⁶. De viktigaste principiella aspekterna är att makrotillsynsorganet har i) en god och varaktig kapacitet att analysera risker för det finansiella systemet som helhet, ii) förutsättningar att bedriva arbetet resurseffektivt samt iii) möjlighet att interagera med närliggande politikområden, till exempel penningpolitik och mikrotillsyn, både i Sverige och internationellt.

Direktionen vill också lyfta fram vikten av att Sverige kan agera effektivt i det internationella samarbetet på makrotillsynsområdet. I det perspektivet är det centralt att beakta hur detta arbete kommer att organiseras i vår omvärld, framför allt inom EU. Tretton länder har lagt ansvaret på centralbanken, lika många länder har lagt det på ett separat råd och två länder (Sverige och Finland) har lagt det på tillsynsmyndigheten.⁷ Härutöver kan det nämnas att Europeiska centralbanken, ECB, har fått ett mandat som innebär att den i praktiken delar makrotillsynsansvaret med de nationella makrotillsynsmyndigheterna i de länder som deltar i den gemensamma tillsynen (Single Supervisory Mechanism, SSM). ECB har ansvaret för så kallad "top-up" av vissa av de makrotillsynsåtgärder som beslutas på nationell nivå, det vill säga att strama åt verktygen litet mer om man anser att det behövs.

Slutligen finner direktionen det viktigt att beakta avvägningen mellan oberoende och demokratisk kontroll. Såväl Finanskriskommittén som utvärderarna konstaterar att makrotillsynsåtgärder kan vara impopulära hos allmänheten. Detta är ett drag som makrotillsynen delar med penningpolitiken. Det finns därför en risk för att åtgärder som på lång sikt är bra för landets ekonomiska utveckling inte kommer till stånd på grund av att de i ett kortsiktigt perspektiv är politiskt impopulära. Detta beror på att kostnaderna uppstår på kort sikt, medan intäkterna, i form av minskad risk för en finansiell kris, är långsiktiga och svåra att mäta. Detta är ett skäl som ofta lyfts för att makrotillsynen bör ges en hög grad av oberoende.

3.2.2 Brister i det nuvarande svenska ramverket för makrotillsyn

Direktionen menar att erfarenheterna av det svenska ramverket för makrotillsyn så här långt visar att det finns klara brister i beslutskraft. Ett tydligt exempel är de utdragna diskussionerna om införandet av ett bindande amorteringskrav. En orsak till problemet är att målformuleringen för makrotillsynen är otydlig och för snäv. En tydlig och bred målformulering är lämplig också för att Sveriges ramverk ska vara i linje med europeisk standard.⁸ En annan orsak är att det saknas snabba och tydliga förfaranden för tilldelning av nya makrotillsynsverktyg. Att sådana förfaranden införs är angeläget för att kunna hantera uppkomna risker i tid. Det rekommenderas också av EU:s makrotillsynsorgan, Europeiska systemrisknämnden (ESRB).⁹

Direktionen anser att det svenska ramverket även brister i fråga om tydlighet i ansvarsfördelningen för makrotillsynen. Finansinspektionen har av regeringen, via sin

⁶ Riksbankens remissyttrande om betänkandet Att förebygga och hantera finansiella kriser (SOU 2013:6).

⁷ European Systemic Risk Board (ESRB) Recommendation on the macro-prudential mandate of national authorities (ESRB/2011/3): Follow-up Report – Overall assessment (publicerad 2014-06-25).

⁸ Europeiska systemrisknämndens (ESRB) rekommendation av den 22 december 2011 om de nationella myndigheternas mandat för makrotillsyn (ESRB/2011/3).

⁹ Ibid.

instruktion, tilldelats ansvaret att "vidta åtgärder för att motverka finansiella obalanser i syfte att stabilisera kreditmarknaden, men med beaktande av åtgärdernas effekt på den ekonomiska utvecklingen".¹⁰ Ansvarsfördelningen är dock problematisk, vilket belyses av beslutsprocessen för det kommande amorteringskravet. Regeringen överlämnar visserligen till Finansinspektionen att i föreskrifter precisera amorteringskravet, men kräver samtidigt att dessa godkänns av regeringen innan Finansinspektionen fattar beslut om dem. Detta är inte i linje med ESRB:s rekommendation om att makrotillsynsmyndigheten ska vara åtminstone operativt oberoende från politiska organ.¹¹ Vikten av oberoende vid beslut om makrotillsynsåtgärder betonas också av utvärderarna.

Ett ytterligare problem med det svenska makrotillsynsramverket är att det inte lagfästs. Finansinspektionens mandat på makrotillsynsområdet framgår enbart av en förordning, beslutad av regeringen, och stabilitetsrådet är i formell mening en kommitté, tillsatt av regeringen. Detta är olyckligt då makrotillsyn är ett viktigt politikområde och det är centralt att det skapas en långsiktigt hållbar struktur för det, så att makrotillsynsanalysen över tid inte prioriteras ned, när andra uppgifter kräver resurser och erfarenheterna från krisen faller i glömska. Det är därtill rimligt att beslutet om det övergripande makrotillsynsmandatet är fattat på samma nivå som regleringen av makrotillsynsverktygen, det vill säga i detta fall i lag.

I ljuset av dessa erfarenheter anser direktionen att det vore lämpligt att makrotillsynsramverket utreds på nytt. Detta kan med fördel göras i samband med den aviserade översynen av riksbankslagen.

3.2.3 Olika sätt att organisera makrotillsynen

Utvärderarna anser att funktionerna i det nuvarande stabilitetsrådet bör delas upp i de som är relevanta i en omedelbar kris och de som gäller under normala förhållanden. I frågor som rör krishantering ska Finansdepartementet medverka eftersom offentliga medel kan komma att användas. Utvärderarna menar däremot att det, när det inte är kris, är viktigt att besluten om makrotillsynsåtgärder, fattas "fristående från de kortsiktiga politiska påtryckningarna". Utvärderarna varnar för att den nuvarande regimen för makrotillsyn kan leda till långa reaktionstider på framtida farhågor för den finansiella stabiliteten. Mot denna bakgrund, rekommenderar utvärderarna att det inrättas en makrotillsynskommitté bestående av Riksbanken och Finansinspektionen.

Direktionen har svårt att uttala sig om den rekommenderade makrotillsynskommittén, då utvärderarnas beskrivning av den lämnar vissa viktiga frågor obesvarade. En central fråga är hur kommitténs ansvar relaterar till de båda ingående myndigheternas respektive ansvar. Detta är viktigt i ljuset av att kommittén till exempel föreslås få rätt att ge rekommendationer till riksdagen om utformningen av verktygslådan för makrotillsyn samt vara "primär källa" till rapporter om finansiell stabilitet. Direktionen sympatiserar dock med utvärderarnas ambition att separera besluten om verktygslådan, vilka bör ligga hos politikerna, från besluten om konkreta åtgärder, vilka bör ligga på myndighetsnivå.

¹⁰ SFS 2013:1111 Förordning om ändring i förordningen (2009:93) med instruktion för Finansinspektionen.

¹¹ Europeiska systemrisknämndens (ESRB) rekommendation av den 22 december 2011 om de nationella myndigheternas mandat för makrotillsyn (ESRB/2011/3).

■ En annan möjlig lösning än den kommittéstruktur som utvärderarna rekommenderar vore att ge Riksbanken ett uttalat uppdrag att utfärda rekommendationer om makrotillsynsåtgärder till Finansinspektionen, vilka Finansinspektionen antingen ska följa eller offentligt förklara varför den väljer att inte följa ("comply-or-explain"). En sådan ordning liknar den som gäller för ESRB. ESRB kan ge rekommendationer till EU som helhet, dess medlemsländer samt de europeiska och nationella tillsynsmyndigheterna, vilka måste "comply-or-explain".

Ytterligare en möjlig, och väsentligt mer långtgående, lösning vore att slå samman Riksbanken och Finansinspektionen. Det skulle samla de båda myndigheternas kompetens på ett ställe och skapa synergieffekter inom flera områden. I flertalet EU-länder ligger centralbanken och banktillsynen idag också under samma tak, i vissa fall i form av två separata organisationer med delvis gemensam ledning. De samlade effekterna av detta skulle i så fall behöva analyseras noga, inte minst mot bakgrund av att Finansinspektionens uppdrag omfattar olika politikområden, som mikrotillsyn, makrotillsyn, konsumentskydd, med mera. Även frågan om styrningen av olika delar av Riksbankens verksamhet måste i så fall diskuteras grundligt, då det till exempel är svårare att löpande utvärdera måluppfyllelsen för makrotillsyn än för penningpolitik. Det bör också noteras att en sådan förändring är djupgående då den innebär att myndigheter som idag har olika huvudmän slås ihop.

Oavsett vilken organisatorisk lösning som väljs så kommer den att ha sina specifika utmaningar vad gäller styrning och ansvarsutkrävande. Valet av lösning behöver därför analyseras noggrant. Direktionen anser att det viktiga är att den struktur som väljs präglas av god beslutskraft och tydlig ansvarsfördelning.

3.3 Tilldelning av befogenheter och makrotillsynsverktyg till Finansinspektionen

Rekommendation 7

Utvärderarna rekommenderar att regeringen utan vidare dröjsmål ser till att Finansinspektionen får de rättsliga befogenheter och makrotillsynsverktyg som är lämpliga för dess uppdrag att främja finansiell stabilitet.

Direktionen instämmer med utvärderarnas rekommendation att Finansinspektionen – utan vidare dröjsmål – bör ges rättsliga befogenheter och verktyg för att kunna motverka uppkomna risker.

Som framgått ovan, anser direktionen att det behövs en genomgripande översyn av det svenska ramverket för makrotillsyn. Det kommer dock sannolikt att ta flera år innan en sådan utredning är genomförd och förslagen införts i lag. Samtidigt är det brådskande att motverka de svenska hushållens höga och växande skuldsättning. Direktionen välkomnar därför utvärderarnas rekommendation att, utan vidare dröjsmål, ge Finansinspektionen rättsliga befogenheter och verktyg för att kunna motverka uppkomna risker.

Om riksdagen skulle besluta att inte utreda det svenska ramverket för makrotillsyn på nytt så anser direktionen att åtminstone följande förändringar behöver genomföras:

För det första bör Finansinspektionen få ett brett makrotillsynsmandat, med tydligt mål och tillräckliga verktyg. För det andra bör det, när riksbankslagen ses över, uttryckligen föreskrivas att Riksbanken öppet ska redovisa sina analyser och bedömningar om systemriskerna och möjliga åtgärder för att hantera dem. Detta skulle till exempel kunna göras genom att det lagfästs att Riksbanken ska redovisa sin syn på utformningen av

■ makrotillsynen för finansutskottet minst två gånger per år. Det skulle tydliggöra att Riksbanken har en central roll i det förebyggande arbetet för finansiell stabilitet, inklusive makrotillsynen, även om den inte skulle ha den formella beslutsrätten. Detta är viktigt också för att Riksbanken på ett ansvarsfullt sätt ska kunna hantera sin roll som "lender of last resort".

4. En översyn av riksbankslagen

Riksbanken, liksom andra centralbanker, diskuterar idag strategiska vägval på många plan. De strategier och regelverk centralbanker följt de senaste decennierna granskas på bred front. Mandat, roller och styrning diskuteras intensivt. Som nämnts inledningsvis har finansutskottet aviserat att riksbankslagen kommer att bli föremål för en översyn. En lagöversyn är ett bra sätt att utröna om den svenska riksbankslagen är ändamålsenlig för de uppgifter banken står inför i dagsläget. Direktionen menar liksom utvärderarna, att det finns flera områden där lagstiftaren kan förtydliga riksbankslagen, men samtidigt bör den grundmodell som finns idag värnas. Utvärderarna lyfter fram flera penningpolitiska frågor som förtjänar ytterligare analys och diskussion. En viktig fråga är exempelvis hur detaljerat målet för penningpolitiken ska formuleras i lagen. Direktionen vill dock understryka att det enskilt viktigaste i en kommande översyn av riksbankslagen är att få till stånd en ordentlig genomlysning av området finansiell stabilitet. Riksbankens roll när det gäller att värna finansiell stabilitet behöver förtydligas. Det är också uppenbart att den modell som Sverige valt för makrotillsynen inte fungerar väl utan behöver utredas på nytt.

På direktionens vägnar:

Stefan Ingves

Kerstin Haglund

I beslutet har deltagit: Stefan Ingves (ordförande), Kerstin af Jochnick, Martin Flodén, Per Jansson, Henry Ohlsson och Cecilia Skingsley.

Föredragande har varit Björn Andersson, Christina Nordh-Berntsson och Eva Julin.