

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 2011-639-STA

2011-11-30

Direktionens remissyttrande om rapporten Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005-2010 (2010/11:RFR5)

Sammanfattning

Direktionen välkomnar utredningen och noterar att utvärderarnas sammanfattande omdöme om Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet under åren 2005–2010 är övervägande positivt. Direktionen välkomnar också att utvärderingen behandlar såväl penningpolitiken som arbetet med finansiell stabilitet. När det gäller finansiell stabilitet delar direktionen utvärderarnas uppfattning att det finns brister i det institutionella ramverket och lagstiftningen. Direktionen konstaterar dock att merparten av dessa är under utredning i Finanskriskommittén samt att finansutskottet avser att göra en översyn av riksbankslagen efter det att kommittén har lagt fram sina förslag. När det gäller penningpolitiken instämmer direktionen i utvärderingens syn på vikten av att kommunicera osäkerhet om den framtida ekonomiska utvecklingen på ett tydligt sätt men avvisar förslaget att basera prognosen för reporäntan på längre sikt på marknadens förväntningar istället för direktionens egen bedömning. Direktionen instämmer heller inte i att tillkännagivandet av räntebeslutet bör tidigareläggas och att syftet med det penningpolitiska mötet behöver utredas.

1 Inledning

Riksbanken har beretts möjlighet att lämna synpunkter på rapporten Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010 (2010/11:RFR5). Riksbanken lämnar två separata remissyttranden. Detta remissyttrande avser de frågor som faller inom direktionens verksamhetsområde. Riksbankens fullmäktige avger samtidigt ett remissyttrande rörande de frågor som hör till fullmäktiges verksamhetsområde.

Direktionens yttrande omfattar vissa inledande allmänna synpunkter samt kommentarer till rekommendationerna i det avslutande kapitlet och några av de frågor rapportens författare tar upp i tidigare kapitel. Yttrandet är disponerat på följande sätt. I avsnitt 2 ges några mer allmänna synpunkter på utvärderingen. I avsnitt 3 återges och motiveras direktionens ställningstaganden till

rekommendationerna som berör finansiell stabilitet och i avsnitt 4 rekommendationerna som gäller penningpolitiken.

2 Allmänna synpunkter

Direktionen välkomnar utvärderingen och noterar att utvärderarnas sammanfattande omdöme om Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet under åren 2005–2010 är övervägande positivt, i synnerhet med tanke på den globala finansiella kris som inträffade 2007–2008. Direktionen välkomnar också att utvärderingen behandlar såväl penningpolitiken som arbetet med finansiell stabilitet.

3 Rekommendationer om finansiell stabilitet

3.1 Institutionellt ramverk och gränsdragningsfrågor

Utvärderarna rekommenderar att relevanta svenska myndigheter ska inrätta en beredningsgrupp som utarbetar förslag till hur lagstiftningen måste ändras för att förtydliga Riksbankens, Finansinspektionens, Riksgäldens och Finansdepartementets ansvar och befogenheter när det gäller att hantera och förebygga kriser. (s. 99)

Eftersom regeringen har tillsatt Finanskriskommittén som har i uppdrag att utarbeta förslag för hur lagstiftningen bör ändras i dessa avseenden anser direktionen att det inte finns behov av att inrätta en särskild beredningsgrupp.

Direktionen och fullmäktige har tidigare i en gemensam framställning till riksdagen pekat på behovet av ett ändamålsenligt institutionellt ramverk för att förebygga och hantera finansiella kriser. I denna framställning lyfte Riksbanken några områden där gränsdragningen är otydlig.

Ett område rör så kallad makrotillsyn som i princip handlar om att begränsa risker för det finansiella systemet som helhet. Det saknas idag ett institutionellt ramverk för hur makrotillsyn ska bedrivas. Riksbanken anser sig ha ett brett ansvar för finansiell stabilitet med fokus på systemnivån. Men Riksbanken har inga tvingande verktyg med vilka systemriskerna kan begränsas. Finansinspektionen har å andra sidan genom sitt uppdrag att bedriva mikrotillsyn och konsumentskydd verktyg som skulle kunna användas i makrotillsynen. Även om Finansinspektionens instruktion ger myndigheten i uppdrag att arbeta för ett stabilt och väl fungerande finansiellt system så finns det inget uttalat lagstöd för att använda dessa verktyg för makrotillsynsändamål. I krisens kölvatten har det dessutom utvecklats nya specifika makrotillsynsverktyg, som exempelvis kontracykliska kapitalbuffertar. Det behövs därför ett ramverk som fördelar ansvar, befogenheter och resurser på ett sätt som möjliggör ett effektivt beslutsfattande och genomförande av makrotillsynen. Direktionen återkommer i avsnitt 3.2 till denna fråga.

Ett annat område där gränsdragningen är otydlig rör Riksbankens respektive stödmyndighetens möjligheter att ge likviditetsstöd och vilken ansvarsfördelning det implicerar. Den grundläggande uppdelningen är att Riksbanken kan ge likviditetsstöd till institut som står under Finansinspektionens tillsyn och är

illikvida men inte uppenbart insolventa. Om institutet har uppenbara solvensproblem så är det istället stödmyndigheten som bör ge likviditetstöd.

Det finns goda skäl, som utvärderarna också framhåller, för en sådan uppdelning av ansvar för att ge likviditetsstöd. Riksbanken kan som Sveriges centralbank snabbt skapa kronor i tillräcklig omfattning. Av detta skäl är Riksbanken den myndighet som har ansvar för likviditetsförsörjningen och därmed även ett ansvar för att ge likviditetsstöd. Riksbanken kan hantera likviditetsbrister med olika verktyg. Det kan handla om generella åtgärder som att ändra villkoren för utlåningen i RIX eller om individuella åtgärder som särskilt likviditetsstöd. Bedömningen av vad som är lämpligast handlar i det specifika fallet om tillgång till säkerheter och behovet av att hindra spridningseffekter exempelvis genom generella förtroendeförluster. Oavsett vilket verktyg som används så krävs det en samordning med penningpolitiken. Detta eftersom likviditetsstöd innebär ett tillskott av likviditet vilket påverkar genomförandet av penningpolitiken.

Men om det gäller likviditetsstöd, eller annat stöd, till ett institut med solvensproblem så tar staten i större utsträckning på sig kreditrisk. Det innebär även att staten kan komma att använda budgetmedel i ett mer långsiktigt engagemang. Därför bör denna typ av stöd samordnas av regeringen eller stödmyndigheten som agerar på regeringens delegation.

Även om denna uppdelning är tydlig på ett övergripande plan så finns det oklarheter som behöver hanteras i lagstiftningen. Vad händer exempelvis om ett institut bedöms ha långsiktig överlevnadsförmåga, det vill säga bedöms vara solvent, när Riksbanken ger likviditetsstöd, men därefter blir insolvent? Vad sker om stödmyndigheten i en sådan situation inte delar Riksbankens bedömning att företaget är systemviktigt? Oklarhet kring dessa frågor innebär en extra osäkerhet utöver den risk som Riksbanken bär vid särskilt likviditetsstöd. Denna osäkerhet kan undvikas med ökad tydlighet.

Ett tredje område med otydlig ansvarsfördelning rör den mellan Riksbanken och Riksgälden avseende Riksbankens upplåning till valutareserven. Riksbanken kan behöva tillföra likviditet i någon annan valuta än kronor för att värna den finansiella stabiliteten i Sverige. Eftersom Riksbanken inte själv kan skapa till exempel dollar eller euro så är Riksbankens valutareserv ett betydelsefullt instrument för att snabbt kunna tillföra likviditet i annan valuta. Det är idag inte tydligt var gränserna för Riksbankens upplåningsrätt går samt Riksgäldens skyldighet att biträda Riksbankens upplåning till valutareserven. Direktionen konstaterar dock att regeringen har tillsatt en särskild utredning (Kommittédirektiv 2011:89) som bland annat ska analysera denna fråga.

3.2 Rekommendationer rörande makrotillsyn

Utvärderarna rekommenderar att ett av två alternativ väljs. Det första alternativet är att myndigheterna delar ansvaret för makrotillsynen och att en systemrisknämnd inrättas för att samordna myndigheternas agerande. Det andra alternativet är att Riksbanken tilldelas hela ansvaret och alla verktyg för makrotillsynen samt att det inom banken inrättas en stabilitetskommitté som är fristående från den penningpolitiska kommittén. Förutom riksbanksföreträdare

■ *ska Stabilitetskommittén bestå av högt uppsatta företrädare för de andra myndigheterna som ansvarar för andra aspekter av den finansiella stabiliteten. (s. 99)*

Direktionen avstår från att ta ställning till rekommendationen eftersom detta är en fråga som utreds av Finanskriskommittén.

Direktionen vill dock i detta sammanhang framhålla några principiella aspekter som är viktiga att beakta vid upprättandet av en institutionell struktur för makrotillsyn.

Historiska erfarenheter – från den senaste krisen liksom från återkommande "bubblor" på olika tillgångsmarknader – har tydligt visat på svårigheterna för berörda myndigheter att fatta nödvändiga beslut inom vad som idag skulle definieras som makrotillsyn. De viktigaste skälen till detta är:

- *Ansvar och befogenheter rörande makrotillsyn har inte varit tydligt definierade*, vilket delvis bör förstås mot bakgrund av att det är först under de senare åren som makrotillsyn har börjat växa fram som ett politikområde.
- *Beslutsfattande rörande makrotillsynsåtgärder är sårbart för påtryckningar*. Makrotillsynsåtgärder innebär ofta ökade kostnader för finansiella aktörer och/eller försämrad eller fördyrad kreditillgång för privatpersoner eller företag. Detta kan leda till minskad tillväxt på kort sikt om till exempel en marknad i kraftig uppgång kyls av. Beslut om makrotillsynsåtgärder är därför sällan populära. När dessutom nyttan med dem – att undvika en finansiell kris – ofta kommer att vara omtvistad och svår att mäta, så är beslutsfattandet sårbart för påtryckningar.

Mot denna bakgrund anser direktionen att en handlingskraftig institutionell struktur för makrotillsyn bör utmärkas av:

- *Beslutskraft*. Detta förutsätter ett tydligt mandat samt effektiva och tydligt definierade verktyg. Eftersom makrotillsynen är ett politikområde under framväxt, behöver lagstiftningen även innehålla former för att på ett strukturerat sätt kunna komplettera de tillgängliga verktygen med nya verktyg.
- *Oberoende*. Det organ som ges ansvar för makrotillsyn behöver stå fritt från påtryckningar, såväl från politiskt håll som från branschen. I detta skiljer sig makrotillsynen, som handlar om att förebygga systemkriser, från hanteringen av kriser när de inträffar. I den senare situationen behöver regeringen ha en central roll eftersom åtgärder i krishanteringen kan komma att belasta statsbudgeten. Det finns således skäl till att ha olika strukturer för makrotillsyn och krishantering.
- *Ansvarsutkrävande*. Om makrotillsynsorganet får ett betydande oberoende skapar detta också ett behov av tydliga former för ansvarsutkrävande. Inte minst är detta viktigt för att kunna ställa krav på makrotillsynsorganet att agera. En förutsättning för ett effektivt ansvarsutkrävande är att mandat och verktyg definieras tydligt. Men möjligheterna att

utkräva ansvar kan även inkludera krav på att makrotillsynsorganet ska agera, eller offentligt förklara varför man avstår från att agera, när vissa förutbestämda nivåer för nyckelvariabler passerar. Andra former för ansvarsutkrävande kan vara krav på långtgående transparens och rapportering till till exempel riksdagen.

- *Analyskapacitet.* Det krävs även en betydande 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 robust finansiering av makrotillsynsorganet.

Makrotillsyn kommer även i hög grad att påverka och påverkas av andra närliggande politikområden, främst penningpolitik och mikrotillsyn, och det behöver därför också finnas former för informationsutbyte mellan de som ansvarar för dessa politikområden och det organ som ansvarar för makrotillsynen. Behovet av eventuell samordning och informationsutbyte beror på situationen eller vilket verktyg som används. När det gäller penningpolitik så behöver Riksbanken särskilt beakta de makrotillsynsåtgärder som mer direkt påverkar kreditutbudet, exempelvis beslut rörande så kallade kontracykliska kapitalkrav.

Oavsett vilken modell för makrotillsyn som väljs så anser direktionen att den måste inkludera en central roll för Riksbanken. Riksbankens ansvar för penningpolitik, likviditetsförsörjning och betalningssystem innebär att Riksbanken kontinuerligt behöver analysera hot mot den finansiella stabiliteten och ingripa mot dem vid behov. Det är i stor utsträckning samma analyskapacitet som behövs för makrotillsynen. Från ett samhällsekonomiskt effektivitetsperspektiv är det därför rimligt att använda den analyskapacitet som redan byggts upp inom Riksbanken också i makrotillsynen.

Förutom dessa generella aspekter vill direktionen betona vikten av att ett makrotillsynsorgan kan agera effektivt internationellt, framför allt inom ramen för den Europeiska systemrisknämnden, ESRB. Genom att ge Riksbanken en central roll tillvaratas även de möjligheter som Riksbanken har att verka internationellt, exempelvis är det Riksbanken som i egenskap av centralbank har rösträtt i ESRB.

Utvärderarna rekommenderar även att rätten att besluta om begränsningar av belåningsgraden överförs från Finansinspektionen till Riksbanken (s. 39) samt att myndigheterna involverade i stabilitetsarbete – Riksbanken, Finansinspektionen, Riksgälden och Finansdepartementet – överväger att inrätta en stabilitetskommitté (s. 40).

Direktionen avstår från att ta ställning till rekommendationerna eftersom båda dessa frågor ligger inom Finanskris-kommitténs uppdrag.

3.3 Rekommendationer om riksbankslagen

Utvärderarna rekommenderar att riksbankslagen modifieras på följande sätt:

- *Det måste närmare anges exakt vilket mandat Riksbanken har när det gäller att "främja finansiell stabilitet".*

- *Det måste närmare anges vilka verktyg Riksbanken ska ha för detta ändamål, t.ex. varierande kassakrav och kontroll av valutaswappar.*
- *Det måste närmare anges hur Riksbankens interna styrningsstruktur ska se ut när det gäller verksamhet som rör finansiell stabilitet och hur ansvar och uppgifter ska delas med andra myndigheter som också ansvarar för vissa aspekter av den finansiella stabiliteten, i synnerhet Finansinspektionen, Riksgälden och Finansdepartementet. (s. 100)*

Direktionen delar uppfattningen att det finns behov av att modifiera riksbankslagen. Detta har Riksbanken tidigare pekat på i en framställning till riksdagen. Direktionen konstaterar också att dessa frågor utreds av Finanskriskommittén samt att finansutskottet avser att göra en översyn av riksbankslagen efter det att nämnda kommitté har lämnat sina förslag. När det gäller de specifika modifieringar som utvärderarna föreslår instämmer direktionen i flertalet av dessa, men inte i alla.

Direktionen instämmer i att riksbankslagen behöver modifieras så att Riksbankens mandat att "främja finansiell stabilitet" anges tydligare. I anslutning till det bör det även säkerställas att riksbankslagen uttryckligen anger Riksbankens roll i makrotillsynen. Inom ramen för detta arbete finns det också skäl att överväga om det bör införas en tydligare definition av begreppet finansiell stabilitet i lagstiftningen.

Direktionen instämmer vidare i princip i att det närmare behöver anges vilka verktyg Riksbanken ska ha för att främja det finansiella systemets stabilitet. En översyn av detta bör beakta att risker för den finansiella stabiliteten kan uppstå i olika delar av det finansiella systemet samt att detta system även förändras över tid. Det är därför inte möjligt att på förhand exakt ange vilka verktyg som bäst kan begränsa riskuppbyggnaden i alla situationer. Därför är det nödvändigt att lagstiftningen också medger en viss flexibilitet när det gäller vilka verktyg som kan användas i detta arbete.

Med den roll som Riksbanken har idag anser direktionen inte att det finns något behov av att i riksbankslagen införa regler om den interna styrningsstrukturen rörande frågor om finansiell stabilitet. Detta kan givetvis ändras beroende på hur Finanskriskommitténs förslag ser ut och vilka förändringar av Riksbankens ansvar och befogenheter som det kan leda till.

Utvärderarna rekommenderar även att riksbankslagen revideras för att utvidga och förtydliga under vilka omständigheter Riksbanken får ge nödkrediter. (s. 33)

Direktionen instämmer i att det behöver utredas huruvida kravet att det finansiella företaget ska stå under Finansinspektionens tillsyn för att kunna erhålla s.k. nödkrediter (särskilt likviditetsstöd) förhindrar Riksbanken från att avvärja ett systemhot genom att ge sådana krediter till andra institut. Internationaliseringen innebär att finansiella företag kan vara systemviktiga i Sverige men stå under tillsyn i ett annat land. Det finns till exempel idag clearingorganisationer som är deltagare i Riksbankens centrala betalningssystem RIX och som kan utnyttja intradagskrediter som följer med ett sådant deltagande, men som inte kan beviljas särskilt likviditetsstöd eftersom de inte står under svensk tillsyn. Detta exempel ska endast ses som en illustration av de problem som kan upp-

■ stå på grund av att lagstiftningen i en värld med allt djupare finansiell integration ställer krav på att ett företag ska stå under den svenska Finansinspektionens tillsyn för att komma ifråga för särskilt likviditetsstöd.

Direktionen instämmer däremot inte i utredningens rekommendation att förtydliga riksbankslagen när det gäller under vilka omständigheter som Riksbanken får ge särskilt likviditetsstöd, eller så kallade nödkrediter. Det finns tre skäl för detta:

- i) *Lagen har visat sig fungera väl när den prövats i praktiken.* Riksbanken gav under 2008 särskilt likviditetsstöd till två institut, Kaupthing Bank Sverige AB och Carnegie Investment Bank AB och i båda fallen fungerade lagen som avsett.
- ii) *Riksbanken är i agerande och kommunikation tydlig med under vilka omständigheter som den beviljar särskilt likviditetsstöd.* Riksbankens två centrala bedömningskriterier vid beslut om likviditetsstöd är att institutet ska vara systemviktigt samt att det inte ska vara uppenbart insolvent. Bedömningen av systemviktighet handlar om att bedöma om stöd är nödvändigt för att undvika störningar i det finansiella systemet som kan leda till stora samhällsekonomiska kostnader. Bedömningen av företagets insolvens handlar om att Riksbanken inte ska ge stöd till ett finansiellt institut som saknar långsiktig överlevnadsförmåga, eller som det uttrycks i Prop. 1997/98:164 till ett institut som uppenbarligen är insolvent. Båda dessa kriterier kan härledas från det grundläggande syftet med likviditetsstöd som är att undvika samhällsekonomiska kostnader genom att hjälpa ett i övrigt livskraftigt företag ur tillfälliga likviditetsbekymmer.

Det kan dock påpekas att valet av ordet "insolvens" kan behöva förtydligas eller ändras eftersom detta ord har något skiftande innebörd beroende på sammanhang. Ibland avses företagets bristande soliditet, det vill säga vanligtvis att företaget har ett negativt eget kapital eller att kapitalet understiger en viss föreskriven nivå. I andra sammanhang avses företagets oförmåga att på sikt rätteligen betala sina skulder.

- iii) *Begreppet "synnerliga skäl" ger nödvändig flexibilitet.* Det kan föreligga synnerliga skäl av flera orsaker varav systemviktighet är en sådan orsak. Bedömningen av systemviktighet är ett centralt bedömningskriterium i alla situationer då särskilt likviditetsstöd kan vara aktuellt. Men det går inte att på förhand förutse alla situationer då ett särskilt likviditetsstöd uppfyller sitt grundläggande syfte, det vill säga att minimera de samhällsekonomiska kostnaderna när ett institut drabbas av tillfällig likviditetsbrist. När det gäller i första hand mindre institut så beror de samhällsekonomiska kostnaderna av en betalningsinställelse på den omgivande situationen, till exempel om det råder en krissituation eller inte. Därför finns det goda skäl för lagstiftningen att inte utesluta möjligheten för Riksbanken att ge stöd på annan grund än systemviktighet.

3.4 Rekommendationer om hantering av institut i kris

Utvärderarna rekommenderar att relevanta svenska myndigheter bör inrätta en beredningsgrupp för att gå vidare med att utarbeta nödvändig lagstiftning kring en särskild avvecklingsordning som kan ha inslag av livstestamenten och bail-in. (s. 29)

Direktionen instämmer i att det finns behov av att utarbeta lagstiftning kring dessa frågor, men konstaterar att också detta ingår i Finanskriskommitténs uppdrag.

Direktionen delar utvärderarnas uppfattning att såväl livstestamenten som så kallad bail-in (det vill säga nedskrivning eller konvertering av skulder) är intressanta verktyg för att hantera en bank i kris och samtidigt i det längsta undvika ett statligt övertagande. En fördel med bail-in är att inte bara bankens aktieägare utan även dess fordringsägare tvingas bära förluster i samband med en bankrekonstruktion. Därigenom stärks fordringsägarnas incitament att övervaka och korrekt prissätta bankernas risker. Samtidigt återstår flera principiella och praktiska frågeställningar att utreda kring bail-in. Dessutom visar erfarenheter, exempelvis från Danmark, att det är förenat med betydande svårigheter och kostnader för en liten öppen ekonomi att på egen hand införa möjligheter till bail-in. Ett införande behöver därför harmoniseras på global nivå, eller i vart fall europeisk nivå, för att begränsa nackdelarna.

Direktionen vill emellertid betona att bail-in och livstestamenten inte undanröjer behovet av ett statligt övertagande i särskilda systemhotande situationer. Det bör då finnas i förväg fastställda regler för detta.

Utvärderarna rekommenderar att Finansinspektionen och Riksbanken gemensamt upprättar livstestamenten för alla systemviktiga finansiella institut, inklusive de fyra storbankerna. (s. 28)

Direktionen avstår från att yttra sig om rekommendationen med hänsyn till att det fortfarande är oklart om utformningen av det internationella regelverket rörande livstestamenten.

3.5 Övriga rekommendationer

Utvärderarna rekommenderar att Riksbanken följer arbetet med att ta fram makromodeller, i vilka bank- och finanssektorerna utgör ett grundläggande inslag, samt de nyligen utvecklade modellerna för finansiell stabilitet i hela systemet. (s. 99)

Direktionen instämmer i rekommendationen. Riksbanken följer redan med i utvecklingen och deltar i internationellt utvecklingsarbete. Riksbanken har också under hösten 2011 utvecklat en makromodell med banker och bankkapital. Direktionen har vidare under hösten 2011 ändrat uppdraget till Riksbankens forskningsenhet så att den nu har ett tydligare ansvar att även stödja arbetet med finansiell stabilitet. Forskningsenheten kommer även tillföras personalresurser som en följd av detta. Man bör dock ha i åtanke att det inte är tekniskt enkelt att utveckla praktiskt tillämpbara modeller för analys av finansiell stabilitet och penningpolitik.

■ *Utvärderarna rekommenderar att Riksbanken regelbundet genomför stress-tester utifrån ett scenario där kapitalmarknaderna upphör att fungera och Federal Reserve och ECB inte erbjuder valutaswappar i US-dollar och euro. (s. 100)*

Direktionen instämmer i rekommendationen. Riksbanken publicerade som första centralbank i världen stresstester av storbankernas likviditet i rapporten Finansiell Stabilitet 2010:2. Riksbanken har under hösten 2011 utvecklat dessa tester till att även omfatta scenarier liknande de som utvärderarna föreslår.

4 Rekommendationer om penningpolitik

Riksbanken bedriver vad som brukar kallas en flexibel inflationsmålspolitik, det vill säga förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet strävar Riksbanken efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor.¹ Direktionen konstaterar att utvärderarna instämmer i att detta är en lämplig principiell utgångspunkt för en centralbank med ett inflationsmål. Utvärderarnas sammanfattande omdöme är att Riksbanken haft en framskjuten position när det gäller den yrkesmässiga kompetensen för dess primära och grundläggande uppgift att bedriva en flexibel inflationsmålspolitik. De har ett antal rekommendationer som gäller Riksbankens penningpolitiska strategi och beslutsprocess och hur dessa kan förändras. Direktionen kommenterar dessa rekommendationer nedan.

4.1 Rekommendationer om inflationsmåten

Utvärderarna rekommenderar att Riksbanken tills vidare behåller de nuvarande definitionerna av KPI (och målet på 2 procent) och KPIF. De rekommenderar också att Riksbanken fortsätter att använda KPI som sitt mål för analyser på medellång sikt och KPIF för att bedöma den mer kortsiktiga utvecklingen mot uppnåendet av det flexibla inflationsmålet. (sid. 100)

Direktionen instämmer i rekommendationerna. Riksbankens inflationsmål är definierat som att förändringen i konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent per år. Det huvudsakliga skälet till att inflationsmålet är definierat i termer av KPI är att det är ett brett prisindex som representerar vanliga inköp och som är välkänt för allmänheten. KPI-statistiken har dessutom god kvalitet, revideras normalt inte och publiceras kort efter månadens slut.

Även om inflationsmålet är formulerat i termer av KPI analyserar Riksbanken också regelmässigt mått på så kallad underliggande inflation, det vill säga inflationsmått där prisutvecklingen på vissa varor eller tjänster rensats bort. Ett mått på underliggande inflation som Riksbanken lyft fram under senare tid är KPIF (KPI med fast ränta). Då Riksbanken ändrar reporäntan har det en direkt effekt på KPI-inflationen via hushållens räntekostnader för egna hem, som är en komponent i KPI. I KPIF-måttet hålls bostadsräntorna konstanta, vilket innebär att det inte påverkas direkt av Riksbankens förändringar av reporäntan. Det kan därför användas för att indikera hur Riksbankens egna förändringar av reporäntan på sikt kommer att påverka KPI-inflationen.

¹ Riksbankens penningpolitiska strategi beskrivs i skriften Penningpolitiken i Sverige.

De förändringar av reporäntan som genomförts sedan hösten 2008 och som i den senaste penningpolitiska rapporten förutses de kommande åren innebär att KPI- och KPIF-inflationen kommer att skilja sig åt under en lång period. De bägge måtten kommer dock att sammanfalla när väl effekterna av ränteförändringarna har ebbat ut och räntekostnaderna stabiliserats. Om penningpolitiken utformas så att KPIF hamnar nära 2 procent så kommer KPI också att göra det på sikt. KPIF kan på så vis ses som en indikator på hur KPI kommer att utvecklas på längre sikt. Så länge prognoserna för KPI och KPIF skiljer sig åt under hela prognosperioden, och detta i första hand beror på Riksbankens egen penningpolitik, är det naturligt att lyfta fram KPIF som ett mått på underliggande inflation. Det innebär inte att definitionen av inflationsmålet har ändrats.

Vilket inflationsmått som är mest lämpligt för ett inflationsmål är dock en omdebatterad fråga. Mot den bakgrunden är det viktigt att regelbundet pröva om KPI-inflationen alltså är den bästa preciseringen av inflationsmålet, något Riksbanken också gjort vid ett antal tillfällen sedan inflationsmålet annonserades 1993.²

4.2 Rekommendationer om räntebanan

Utvärderarna rekommenderar att Riksbanken ger uttryck för lite mer självtvivel när man presenterar sina styrräntebanor genom att antingen i högre grad framhålla osäkerheten i sådana prognoser eller genom att de mer långsiktiga prognoserna baseras på någon typ av formel som införlivar marknadens avkastningskurva. (sid. 100)

Direktionen instämmer i utvärderingens syn på vikten av att kommunicera osäkerhet om den framtida utvecklingen på ett tydligt sätt och vid behov är direktionen öppen för att göra ytterligare ansträngningar på det området.

Att den framtida ekonomiska utvecklingen kringgärdas av ett stort mått av osäkerhet var Riksbanken mån om att illustrera och kommunicera redan då prognoser började inkluderas i inflationsrapporterna 1997. I nuvarande penningpolitiska rapporter och uppföljningar är diagram med osäkerhetsintervall för reporänta, inflation och BNP bland de första diagram som visas och osäkerheten betonas även i beskrivningen av huvudscenariots prognoser. I de penningpolitiska rapporterna redovisas alternativa scenarier vars syfte bland annat är att belysa osäkerheten om den framtida utvecklingen. Direktionen betonar dessutom regelmässigt att den räntebana som publiceras är en prognos, inte ett löfte. Direktionens uppfattning är att denna kommunikation också gett resultat och att det i dagsläget finns en stor förståelse bland såväl marknadsaktörer som allmänheten att utvecklingen på längre sikt är osäker.

Det tar tid innan förändringar av reporäntan får full effekt på ekonomin och penningpolitiken vägleds därför av prognoser för inflation och realekonomi. De prognoserna måste baseras på ett antagande om reporäntans utveckling. Riksbanken har prövat både antagandet att räntan är konstant under prognos-

² Se till exempel L. Heikensten och A. Vredin, "The Art of Targeting Inflation", *Penning- och Valutapolitik*, 4/2002, Sveriges riksbank och B. Wickman-Parak, Riksbankens inflationsmål. KPI, andra inflationsmått och utfasning av KPIX, tal, 2008-06-09.

perioden och att räntan kommer att följa marknadsförväntningarna enligt terminspris-sättningen. Sedan 2007 har dock direktionen valt att basera prognoserna på sin egen bedömning av reporäntans utveckling. Denna bedömning är osäker, precis som prognoserna för ekonomin i övrigt, men räntebanan fyller samtidigt en viktig pedagogisk funktion. Den illustrerar den ränteutveckling direktionen vid beslutstillfället ser som mest välavvägd givet den då tillgängliga informationen. En egen räntebana har därför stora fördelar som kommunikationsinstrument.

Utvärderarna menar att ett sätt för Riksbanken att uttrycka lite mer självttvivel i presentationen av räntebanan skulle kunna vara att basera prognoserna på längre sikt på någon typ av formel som införlivar marknadens förväntningar om reporäntans utveckling. Riksbanken har tidigare provat att basera prognoserna på marknadsförväntningarna men bestämt sig för att gå ifrån detta. Direktionens uppfattning är att mått på marknadsförväntningar innehåller viktig information som det är nödvändigt att på olika sätt förhålla sig till i prognosprocessen men att det finns nackdelar med att basera prognoserna i ett huvudscenari på dessa förväntningar.

Om prognoserna baseras på marknadsförväntningar kan direktionen bara indirekt uttrycka sin syn på den framtida ränteutvecklingen via omdömen om marknadsförväntningarna. Kommunikationen blir då mindre tydlig jämfört med att publicera en egen prognos för reporäntan. Marknadsförväntningarna kan dessutom variera kraftigt över tiden och förändras snabbt vilket kan göra det oklart för marknadsaktörer vilka förväntningar direktionen förhållit sig till i sin kommunikation. Ett dilemma är också att det inte finns något entydigt sätt att mäta marknadens förväntningar om reporäntan. Till detta kommer de svårigheter utvärderarna själva tar upp och som bottnar i att de prognoser för inflation och realekonomi som Riksbanken gör på grundval av marknadens förväntade ränteutveckling inte alls behöver stämma överens med de prognoser för inflation och realekonomi marknaden gör givet den ränteutvecklingen.

Direktionen instämmer sammanfattningsvis inte i förslaget att basera prognosen för reporäntan på längre sikt på någon typ av formel som införlivar marknadens förväntningar istället för Riksbankens egen förväntade utveckling.

4.3 Rekommendationer om den interna prognos- och beslutsprocessen

Utvärderarna rekommenderar att tillkännagivandet av den nuvarande nivån på reporäntan och den tänkta framtida räntebanan ska ske efter det direktionens möte som hålls ett par dagar efter det andra penningpolitiska beredningsmötet (benämnt Stor-PBG2 i den interna processen). Utvärderarna rekommenderar att tillkännagivandet i normala fall bör åtföljas av ett kort uttalande om huvudargumenten till beslutet och röstningens utfall. Den penningpolitiska rapporten/ uppföljningen skulle därefter offentliggöras enligt samma tidtabell som nu. (sid. 76–77)

Direktionen instämmer inte i rekommendationen att tidigarelägga tillkännagivandet av räntebeslutet.

Riksbankens nuvarande prognos- och beslutsprocess är utformad för att direktionen ska kunna fatta beslut om räntenivå och räntebana på det penningpolitiska mötet och att ett fullständigt analysunderlag med motiveringar till beslutet ska kunna publiceras dagen efter det penningpolitiska mötet samtidigt som tillkännagivandet av beslutet sker. Beslutet är resultatet av en process där direktionsledamöternas respektive ståndpunkter mognar fram i takt med att beslutsunderlaget byggs på och kompletteras med prognoser och analyser.

Under processens gång finns det tillfällen för direktionsledamöter att på beredningsmöten ha synpunkter på och diskutera tänkbara räntebanor och andra prognoser med tjänstemännen på avdelningen för penningpolitik och med varandra. Det är ett nödvändigt steg i arbetet med att bilda sig en uppfattning om vilken räntebana en ledamot föredrar. Det innebär inte att ledamoten bundit sig till en viss räntebana och att räntebeslutet således i praktiken är fattat ett par dagar efter det beredningsmöte utvärderarna hänvisar till. Direktionen har möjlighet att ändra räntebanan och alla andra prognoser fram till, och framförallt på, det penningpolitiska mötet, vilket är det möte då beslutet formellt fattas. Hur enskilda ledamöter kommer att argumentera visar sig heller inte förrän på själva mötet.

Prognos- och beslutsprocessen är utformad för att kunna hantera att räntebanan ändras på det penningpolitiska mötet. Det finns alltså beredskap för att en penningpolitisk rapport ska kunna skrivas om efter ett penningpolitiskt möte och ändå publiceras dagen efter. Detta behöver i själva verket inte innebära någon större dramatik. Huvudscenariots prognoser presenteras i specifika avsnitt, vilket gör det relativt lätt att identifiera de textavsnitt som behöver skrivas om. Prognosprocessen behöver inte heller starta om från början. Med de metoder Riksbanken har i sitt prognosarbete är det fullt möjligt att på kort tid modifiera huvudscenariot i enlighet med en annan räntebana och förändra prognoserna på ett konsistent sätt.

För direktionen är det viktigt att kunna presentera ett fullständigt analysunderlag i samband med att räntebeslutet tillkännages. Utvärderarnas rekommendation skulle innebära att direktionen inte samtidigt som beslutet om räntan blir känt kan ge en heltäckande bild av bakgrunden till beslutet. Om de penningpolitiska rapporterna/uppföljningarna inte publiceras samma dag som tillkännagivandet av räntebeslutet utan med en eftersläpning så kommer analyserna och prognoserna dessutom att vara mindre aktuella vilket riskerar att leda till att rapporterna/uppföljningarna blir mindre relevanta som underlag för den penningpolitiska debatten.

Direktionen delar däremot utvärderarnas syn att processen medför risker som det är nödvändigt att vara observant på, exempelvis risken för läckor. Även om räntebeslutet inte fastställs förrän på det penningpolitiska mötet har ett antal medarbetare som bidrar till att ta fram direktionsledmöternas beslutsunderlag under processens gång kännedom om information som får betraktas som marknadskänslig. Direktionen är medveten om riskerna förknippade med detta och ett antal åtgärder har vidtagits för att minska riskerna för att sådan information sprids utanför Riksbanken. Samtidigt vill direktionen betona att den

■ nuvarande processen som utgår från medarbetarnas höga moral och ansvarskänsla har fungerat mycket väl. Enligt direktionens mening skulle utvärderarnas rekommendation dessutom inte minska risken för läckor eftersom den endast skulle innebära en förskjutning i tiden av nuvarande beslutsprocess.

Utvärderarna rekommenderar vidare att Riksbankens direktion diskuterar syftet med det penningpolitiska mötet och om dess namn, funktion och ansvarsområde bör ändras. (sid. 100)

Direktionen instämmer inte i rekommendationen. Utvärderarna menar att det i Riksbankens nuvarande process finns en risk att den penningpolitiska diskussionen påverkas negativt av att ledamöterna intar sina ståndpunkter under processen och sedan utförligt redovisar och förklarar dessa på de penningpolitiska mötena. Direktionen vill till att börja med betona att ett av syftena med den nuvarande processen och valet att basera prognoserna på en egen räntebana är att underlätta en konstruktiv och informativ penningpolitisk diskussion. En viktig del i det är att beslutsunderlaget som ledamöterna använder i sina penningpolitiska överväganden underlättar en sådan diskussion. För närvarande pågår också ett större projekt med syfte att se över och vidareutveckla detta underlag.

Samtidigt vill direktionen betona att vägen fram till ett räntebeslut är just en process som leder fram till det penningpolitiska mötet. Det är därför ofrånkomligt och även nödvändigt att de enskilda ledamöterna bildar sig en uppfattning om vilken penningpolitik de föredrar innan det penningpolitiska mötet. Riksbankens process skiljer sig sannolikt inte så mycket från andra centralbanker på den punkten. Det viktiga är att ledamöter har frihet att ändra uppfattning under diskussionen på det penningpolitiska mötet och att de där kan föreslå och rösta på vilken penningpolitik de vill.

Både för allmänhetens förståelse för penningpolitiken och för uppdragsgivarens utvärdering och ansvarsutkrävande är det viktigt att skälen för räntebesluten och grunderna för direktionsledamöternas respektive ställningstaganden framgår tydligt. Ansvarsutkrävandet underlättas dessutom av att det i protokollen från de penningpolitiska mötena anges vilken ledamot som gjort vilket inlägg. Att ledamöterna utförligt redogör för sina ståndpunkter på de penningpolitiska mötena måste därför även ses mot denna bakgrund.

På direktionens vägnar:

Svante Öberg

Sigvard Ahlzén

I beslutet har deltagit: Svante Öberg (ordförande), Karolina Ekholm och Barbro Wickman-Parak.

Föredragande har varit Eva Julin, Erik Lenntorp och Björn Andersson.