



Penning- och valutapolitik 2000:3

PENNING- OCH VALUTAPOLITIK

utges av Sveriges riksbank och utkommer med fyra nummer per år.

ANSVARIG UTGIVARE: URBAN BÄCKSTRÖM

REDAKTION: STAFFAN VIOTTI OCH INFORMATIONSAVDELNINGEN

Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm,

Telefon 08-787 00 00.

De synpunkter som framförs i signerad artikel representerar artikel-
författarens egen uppfattning och kan inte tas som uttryck för
Riksbankens syn i berörda frågor.

Prenumeration på samt lösnummer av tidskriften kan beställas från

Information Riksbanken, 103 37 Stockholm.

Telefon 08-787 01 00. Telefax 08-787 05 26.

Publikationen utkommer även i en engelsk version, Sveriges Riksbank Economic Review.



341 123
Trycksak

Innehåll

■ Hantering av bankkriser – förslag till nytt regelverk	5
Staffan Viotti	
<i>Ett antal finansiella kriser i omvärlden har visat att den svenska bankkrisen i början av 1990-talet inte var en isolerad företeelse som kan läggas till handlingarna utan eftertanke. Erfarenheterna av den svenska bankkrisen och dess hantering måste bearbetas noggrant för att ge underlag för ett effektivt och väl fungerande regelverk på det finansiella området framöver.</i>	
■ Banklagskommitténs huvud- och slutbetänkande	23
Här publiceras sammanfattningskapiteln till den statliga Banklagskommitténs huvud- respektive slutbetänkande. Banklagskommitténs uppdrag var att arbeta fram nya regelverk som dels skulle bidra till att minska risken för framtida bankkriser, dels skulle göra tydligare hur en bankkris skall hanteras om den ändå skulle inträffa.	
■ Att besegra inflationen – en introduktion till Sargents analys	50
Ulf Söderström och Anders Vredin	
<i>Under 1980- och 1990-talen föll inflationen och har nu kommit ned till nivåer som var vanliga före 1960. Innebär denna utveckling att centralbanker världen över har lärt sig att kontrollera inflationen, eller är dagens situation med låg och stabil inflation ett resultat av en serie gynnsamma men tillfälliga faktorer?</i>	
■ The conquest of American inflation: A summary	58
Thomas J. Sargent and Ulf Söderström	
<i>The essay compares two different interpretations of postwar U.S. inflation. Although the first story is more popular among modern macroeconomists, it suffers from contradictions and loose ends. The second story captures important features of policy making at the Federal Reserve and is more successful than the first in explaining the rise and fall of American inflation.</i>	
■ Notiser	92
■ Kalendarium	96



■	Riksbanken yttrar sig	98
■	Tabeller	101
■	Tidigare utgivna specialartiklar	110

Hantering av bankkriser – förslag till nytt regelverk

AV STAFFAN VIOTTI

Rådgivare till riksbankschefen och adjungerad professor på Handelshögskolan i Stockholm

Den svenska bankkrisen i början av 1990-talet var en omvälvande händelse. Vad som under årtionden uppfattats som en självklarhet, nämligen att det svenska banksystemet var stabilt nog för att klara alla former av störningar, visade sig plötsligt vara en illusion. En massiv räddningsinsats från statsmakternas sida blev nödvändig för att se till att det svenska finansiella systemet, speciellt betalningssystemet, inte kollapsade. Dessa räddningsaktioner visade sig vara framgångsrika. Den akuta finansiella krisen var tämligen snabbt överstånden och synes inte ha fått alltför stora återverkningar på den reala ekonomin. Sedan dess har det svenska banksystemet fungerat väl. Ett antal uppmärksammade finansiella kriser i omvärlden har emellertid visat att den svenska bankkrisen inte kan ses som en isolerad företeelse som kan läggas till handlingarna utan eftertanke. I stället måste erfarenheterna av den svenska bankkrisen och dess hantering bearbetas noggrant för att ge underlag för ett effektivt och väl fungerande regelverk på det finansiella området framöver.

Banklagskommittén presenterar åtgärder för krishantering

Det är också detta synsätt som återspeglas i direktiven till den statliga utredning – Banklagskommittén – som tillsattes 1995 och som nu lagt fram sitt slutbetänkande *Offentlig administration av banker i kris*, SOU 2000:66. Detta betänkande kompletterar utredningens huvudbetänkande *Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag*,

Författaren vill tacka Sonja Daltung, Lars Hörngren, Torgny Hästad, Göran Lind, Gustaf Sjöberg och Anders Vredin för värdefulla synpunkter.

I Banklagskommitténs slutbetänkande föreslås regelverk som skall gälla för det fall en kris faktiskt är på väg att inträffa eller redan har inträffat.

alltså fråga om *krisförebyggande* åtgärder och regelsystem. Här rör det sig om förändringar och modernisering av ett redan tidigare omfattande regelverk. I slutbetänkandet föreslås regelverk som skall gälla för det fall en kris faktiskt är på väg att inträffa eller redan har inträffat. Här rör det sig om regelsystem och åtgärder som blir aktuella vid *hantering och lösande av bankkriser*. Idag saknas i stort sett regelverk. Så har till helt nyligen varit fallet också i resten av världen, men under det senaste årtiondet har problematiken kring bankkriser börjat uppmärksammas på allvar och också i ett fåtal länder, som USA, lett till nya regelverk.¹

Syftet med denna uppsats är att ge en presentation av det förslag till bankkris-
hantering som Banklagskommittén lagt fram och av den analys som förslaget byg-
ger på. Förslagen i huvudbetänkandet kommer endast att beröras kortfattat och i
den mån det krävs för att sätta in krishanteringsförslaget i sitt vidare sammanhang.²

Banklagskommittén har i sitt arbete sökt utnyttja de erfarenheter som gjordes under den svenska bankkrisen.

Banklagskommittén har i sitt arbete sökt utnyttja de erfarenheter, negativa såväl som positiva, som gjordes under den svenska bankkrisen. Liksom i övriga delar av kommitténs arbete har det varit en utgångspunkt att se till att det regelverk som föreslås inriktas på att uppfylla tydligt formulerade mål, med så små negativa konsekvenser som möjligt för finansiella företags möjligheter att effektivt verka under konkurrens, alltså enligt marknadsekonomiska principer.

Den svenska bankkrisen i retrospektiv

Låt oss därför börja med en kort rekapitulation av huvuddragen i den svenska bankkrisen och dess hantering.³ Under andra hälften av 1980-talet genomfördes

¹ Visserligen har i Sverige, liksom i ett stort antal andra länder, statliga insättningsgarantisystem inrättats under det senaste decenniet. Dessa har emellertid i huvudsak ett konsumentskyddssyfte. Det är den gängse uppfattningen att de inte är tillfyllest för att hantera systemkriser. Centralbankernas klassiska 'lender of last resort'-funktion har heller aldrig syftat till att hantera bankkriser. Syftet kan snarare sägas ha varit att förebygga bankkriser genom att se till att likviditeten i banksystemet kan upprätthållas.

² För en mera ingående genomgång och analys av Banklagskommitténs huvudbetänkande se till exempel Lind & Molin (1999).

³ Det finns ett antal utmärkta genomgångar av den svenska bankkrisen, se till exempel Ingves & Lind (1996), Bäckström (1998) samt övriga bidrag till Ekonomisk Debatts temanummer om den svenska bankkrisen (Ekonomisk Debatt 1998, nr 1). Se även Andersson & Viotti (1999).



en snabb avreglering av den svenska banksektorn. Efter att tidigare ha varit hänvisade till att öka sin utlåning inom av statsmakterna fastlagda och tämligen snäva ramar, stod det nu bankerna fritt att själva bestämma sin utlåningstillväxt. En överhettad ekonomi gav

de svenska bankerna tillfälle till en snabb expansion av utlåningen både i kronor och i utländsk valuta som dollar och D-mark. Resultatet blev bland annat kraftiga prisökningar på fastigheter och andra tillgångar, vilket i sin tur ledde till en spekulationsartad fastighetsprisbubbla. I denna process ställdes etablerad, konservativt försiktig bankmannakultur mot en ny säljinriktad jakt på marknadsandelar. I takt med den snabba ökningen av framför allt fastighetspriserna kom den senare att dominera och leda till en kreditgivning med bristfällig riskbedömning och riskkontroll. Fastighetsprisbubblan punkterades sedan plötsligt i början av 1990-talet av en realräntechock som var resultat av dels en internationellt genererad realränteuppgång, ofta tolkad som orsakad av Tysklands återförening, dels felslagna förväntningar om fortsatt varu- och tillgångsinflation i Sverige.

Efter en snabb utslagning av finansbolagen, kom bankerna att alltmer dras in i krisen via en snabb ökning av antalet nödlidande krediter. Efter tillfälliga räddningsoperationer i samband med akuta problem i Nordbanken och Första Sparbanken under 1991, utvecklades krisen under 1992 till att omfatta hela banksektorn. Riskerna för en total kollaps av det svenska banksystemet, med allvarliga konsekvenser för betalningssystem och kreditförsörjning, bedömdes i början av hösten 1992 som så stora att drastiska åtgärder från statsmakternas sida uppfattades som nödvändiga. I det bankkrispaket som presenterades i september 1992 formulerades riktlinjerna för den svenska bankkrisanteringen. De viktigast punkterna var följande.

För det första utfärdades en generell statlig garanti som garanterade återbetalning av alla fordringar på den svenska banksektorn och stora delar av den övriga finanssektorn. En sådan garanti ansågs nödvändig för att förhindra ett panikartat tillbakadragande av de svenska bankernas lån på den internationella interbankmarknaden.

En överhettad ekonomi ledde till en spekulationsartad fastighetsprisbubbla som sedan punkterades i början av 1990-talet av en realräntechock.

Efter tillfälliga räddningsoperationer under 1991 utvecklades krisen under 1992 till att omfatta hela banksektorn. I september 1992 formulerades riktlinjerna för krisanteringen.

För det första utfärdades en generell statlig garanti för återbetalning av alla fordringar på den svenska banksektorn.

För det andra sattes en bankakut upp i form av en ny statlig myndighet, som skulle ge stöd åt banker med problem.

ligt, vilket innebar att stödsökande banker måste underkasta sig en total granskning och genomlysning av sin verksamhet. Statliga kapitaltillskott skulle, om de blev nödvändiga, ges på så affärsmässiga villkor som möjligt. Vidare klagjordes att den statliga garantin *inte* gällde bankernas aktieägare.

För det tredje betonades betydelsen av att bankkrishantering skedde under största möjliga öppenhet.

För det tredje betonades betydelsen av att bankkrishantering skedde under största möjliga öppenhet. Detta var viktigt för att trovärdighet vad gäller det svenska banksystemets fortbestånd skulle kunna upprätthållas i internationella finanskretsar, men också för att hålla svenska folket informerat om processen.

Den svenska strategin för bankkrishantering fungerade väl och används idag som något av ett skolexempel i den internationella debatten.

Med facit i hand kan man konstatera att den svenska strategin för bankkrishantering fungerade väl och idag används som något av ett skolexempel i den internationella debatten. Bankstödsnämndens sätt att lägga upp sin verksamhet med en brett förankrad styrelse, en liten effektiv stab och anlitan av de mest välrenommerade internationella konsultfirmorna för analysen av de stödsökande bankerna har studerats nog. Så har också varit fallet med de så kallade 'bad banks' som bildades genom att problemkrediter flyttades från bankerna till speciella 'asset management'-företag. I och med att den svenska bankkrisens akuta fas kan sägas ha varit överstämmanden redan hösten 1993 är det lätt att dra slutsatsen att krishantering fungerade så effektivt att man borde kunna lita på att så kommer att ske även i framtida kris-situationer. Det skulle med detta synsätt inte finnas behov av något specifikt regelverk för krishantering.

Behov av regelverk

Detta är emellertid enligt min – och Banklagskommitténs – mening en felsyn av flera skäl. Det är viktigt att förstå dessa skäl för att förstå den problemanalys som varit utgångspunkt för Banklagskommitténs arbete både i huvudbetänkandet och, framför allt, i slutbetänkandet. Det råder ingen tvekan om att den allmänna upp-



läggningen av den svenska bankkrishanteringen, liksom dess genomförande, improviserades fram utan några tydliga förebilder och utan stöd i något regelverk. En förutsättning för att den improviserade krishanteringen skulle fungera var att krispaketet i alla dess delar uppfattades som trovärdigt. Det var absolut nödvändigt att den generella statliga garantin uppfattades som trovärdig från och med dess avisering i september 1992. Med den beredning som ett sådant ärende kräver kunde emellertid inte det formella riksdagsbeslutet fattas förrän i december 1992. Minsta tvivel från de internationella investerarnas sida angående detta formella beslut hade lett till finansieringsproblem för de svenska bankerna och kanske utlöst den betalningssystemkris som det gällde att undvika. På grund av den allmänna krisstämning som rådde i den svenska ekonomin var den politiska enigheten rörande behoven av långtgående åtgärder för att rädda det svenska banksystemet så stor att några tveksamheter aldrig uppstod. En sådan politisk enighet kan emellertid inte tas för självklar i en framtida krissituation. Krismedvetandet i det svenska politiska systemet var ovanligt utbrett när bankkrisen inträffade. Ekonomin befann sig i fritt fall på nästan alla fronter och inte minst de massiva insatserna för att stödja den svenska kronan – Riksbanken höjde dagslåneräntan upp till 500 procent – gav spektakulära bevis på lägets allvar. Kanske man måste gå tillbaka till beredskapsåren under andra världskriget för att finna en liknande enighet om vilka politiska insatser som krävdes.

Det är inte självklart att en bankkris inträffar i ett läge där en negativ makroekonomisk utveckling under en tid byggt upp ett allmänt krismedvetande i det politiska systemet. I flera av de länder som drabbades av den asiatiska finanskrisen 1997 kom krisen tämligen plötsligt utan att de sedvanliga makroekonomiska indikatorerna givit några tydliga indikationer på detta.

Dessutom måste beslut i samband med att en bankkris hotar att bli akut fattas mycket snabbt. Med den explosionsartade utvecklingen av handeln med värdepapper, derivat och valutor har bankerna kommit att bli alltmer involverade i ett komplext och omfattande system för hantering av stora betalningar.

De motpartsexponeringar som uppstår vid vissa tidpunkter är av väldigt omfattning och mycket svåra att fullständigt överblicka, speciellt på systemnivå. Om förtroendet för en eller flera stora banker plötsligt viker, leder detta sannolikt tämligen omgående till problem med finansieringen på interbankmarknaden med

**Den svenska bankkrishanteringen
improviserades fram utan några
tydliga förebilder och utan stöd i
något regelverk.**

**Med den explosionsartade
utvecklingen av handeln med
värdepapper, derivat och valutor har
bankerna kommit att bli alltmer
involverade i ett omfattande system
för hantering av stora betalningar.**

svåröverblickbara konsekvenser för hela banksystemet.⁴ Det kan i ett sådant läge vara fråga om timmar innan landets betalningssystem lamslås, om inga åtgärder hunnit vidtas för att återupprätta förtroendet för banksystemet.

Det bör finnas ett regelverk som dels tydliggör vilka myndigheter som skall involveras vid en annalkande bankkras, dels ger anvisningar om hur krishanteringen skall bedrivas.

Att på mycket kort tid improvisera fram en effektiv krishantering är inte lätt. Även om hanteringen av den svenska bankkrisen framstår som framgångsrik i stort, var den inte utan problem. Framför allt innebar avsaknaden av regelverk att det var svårt att få ägare

och långivare att bära bankens förluster. Slutsatsen blir att det vore fel att förlita sig på att en bankkrishantering kan improviseras fram med kort varsel och med politisk enighet när en kris uppstår i framtiden. Det bör istället finnas ett regelverk på plats som tydliggör vilka myndigheter som skall involveras vid en annalkande bankkras⁵ och vilka befogenheter och uppgifter dessa har. Regelverket bör också ge anvisningar om hur krishanteringen skall bedrivas och stöd för att utkräva ansvar av ägare och långivare till banker med finansiella problem.

Vilka problem bör regelverket beakta?

Bankerna har en strategiskt viktig roll i betalningssystemet och kreditförsörjningen och anses därför vara speciellt skyddsvärda.

Efter att sålunda konstaterat behovet av ett explicit regelverk för bankkrishantering uppkommer frågan vilka problem som speciellt behöver uppmärksammas vid utarbetandet av ett sådant regelverk. Bankerna har en

strategiskt viktig roll i betalningssystemet och kreditförsörjningen och anses därför vara speciellt skyddsvärda. Det har inneburit att fortlevnaden för, från systemstabilitetssynpunkt, särskilt viktiga banker har bedömts så väsentlig att det helt enkelt skulle vara omöjligt att låta dem gå omkull. I den internationella debatten talar man om att vissa banker är 'too big to fail' och att de därför kan räkna med att få generösa statliga stöd i krissituationer. Utan något särskilt regelverk för att hantera denna problematik uppkommer så kallade 'moral hazard'-problem i och med att risktagandet i bankerna på olika sätt påverkas av dessa underförstådda statliga garantier.

⁴ Det problem med uttagsanstormningar mot bankerna, 'bank runs', som diskuteras i läroböckerna uppkommer här fast i något annorlunda skepnad. Det är inte den vanlige inlåningskunden som åstadkommer bankpaniken i första hand, eftersom denne idag vanligtvis har en, om än begränsad, inlåningsförsäkring. Det är istället de stora interbankaktörerna, som ger varandra korta lån, oftast utan formella säkerheter, som kan orsaka anstormningsproblem.

⁵ Under den svenska bankkrisen togs krishanteringen över av Bankstödsnämnden på initiativ från Finansdepartementet. Riksbanken och Finansinspektionen hade tämligen perifera roller under större delen av krisen.



Under den svenska bankkrisen utfärdades en statlig bankgaranti. Det faktum att den annonserades och uppfattades som trovärdig av marknadsaktörerna i ett kritiskt skede var av avgörande betydelse vid krishanteringen. Med tanke på bankers speciella

känslighet för plötsliga, stora likviditetspåfrestningar, är det svårt att föreställa sig en krishantering utan någon form av statliga garantier. Men om det allmänt uppfattas att en garanti av den generella karaktär, som var fallet under den svenska bankkrisen, kommer att gälla även vid framtida bankkriser uppstår klassiska moral hazard-problem. Eftersom garantin gällde alla bankernas fordringsägare skulle detta innebära att både banker och deras långgivare skulle bete sig som om all långgivning till banker vore i stort sett befriad från kreditrisk. Detta skulle, på samma sätt som inlåningsförsäkring på alltför fördelaktiga villkor, leda till att bankerna till alltför låga kostnader kunde finansiera riskfylld verksamhet. I slutändan skulle staten och därmed skattebetalarna behöva betala ett för högt pris för dessa garantier. Det är sällan moral hazard-problem i en marknadsekonomi kan lösas helt utan kostnader. Men det är oftast möjligt att väsentligt minska dem. En viktig uppgift vid byggandet av regelverk för bankkrishantering bör således vara att så långt möjligt hantera detta moral hazard-problem.

Ett väsentligt problem som det visade sig att Bankstödsnämnden behövde brottas med rör möjligheten för bankernas ägare och ledning att utöva utpressning mot krishanteraren i syfte att skaffa sig fördelar som de inte borde få. Även detta problem hänger i grunden samman med att banker är speciellt skyddsvärda och ofta bedöms vara too big to fail. Moral hazard-problem uppstår av liknade skäl som ovan. Mera konkret kan problemet sägas hänga samman med det faktum att det generella regelverk som finns för företag i finansiell kris, nämligen konkurs- och rekonstruktionslagstiftningar, av flera anledningar inte är väl anpassat för banker. Den sist nämnda är över huvud taget inte tillämplig på banker. För att förstå detta är några reflektioner kring obeståndslagstiftningen och dess syfte på sin plats.

DEN ALLMÄNNA OBESTÅNDSLAGSTIFTNINGEN

Även om det finns stora skillnader vad gäller den juridisk-tekniska utformningen är grundtanken bakom obeståndslagstiftningen tämligen likartad i marknadsekonomierna. Ett särskilt regelverk för obeståndshantering behövs av flera skäl. Ett

En viktig uppgift vid byggandet av regelverk för bankkrishantering bör vara att så långt möjligt hantera detta klassiska moral hazard-problem.

Ett väsentligt problem hänger i grunden samman med att banker är speciellt skyddsvärda och ofta bedöms vara too big to fail.

**Grundtanken bakom
obeståndslagstiftningen är tämligen
likartad i marknadsekonomierna.**

företag som bedöms ha sådana problem att det riskerar att inte kunna betala sina fordringsägare i tid skulle lätt kunna utsättas för ett sådant tryck från sina fordringsägare att snabbt betala sina skulder att farhågorna blir självförverkligande. Företaget skulle kunna tvingas lägga ned sin verksamhet, trots att denna på sikt hade kunnat vara lönsam. För fordringsägarna vore det naturligt att ta det säkra före det osäkra och kräva betalning medan det ännu finns något att hämta i företaget. Utan något regelverk för obeståndshantering skulle fordringsägarna på blotta misstanken om problem i företaget kunna förledas till huggsexa vad gäller företagens tillgångar.

**Det finns samhällsekonomiska skäl
att skapa ett regelverk som ser till att
problemföretag kan hanteras under
ordnade former.**

Även idag problemfria företag skulle få sin finansiering fördyrad, eftersom finansierarna inser att risken finns för huggsexor i framtida situationer vid vilka det är svårt att a priori bedöma hur man kan hävda sin rätt som fordringsägare. Det finns således samhällsekonomiska skäl att skapa ett regelverk som ser till att problemföretag kan hanteras under ordnade former. En standardisering av förfarandet vid obestånd minskar riskerna för långivarna och bringar därmed ned lånekostnaderna för företag. En sådan standardisering bör också minska risken för realekonomisk kapitalförstöring förorsakad av panikartade utförsäljningar av ett företags tillgångar.

**När konkursbeslut fattats övertar en
särskild konkursförvaltare rätten att
fatta beslut i företaget.**

Enligt den svenska konkurslagstiftningen kan en borgenär eller företagets ägare begära företaget i konkurs. Konkursbeslutet som fattas av domstol skall grundas på förutsättningen att företaget inte kan eller bedöms inom en nära framtid inte kunna rätteligen betala sina skulder och att denna oförmåga inte är tillfällig. När konkursbeslut fattats övertar en särskild konkursförvaltare rätten att fatta beslut i företaget. Syftet med konkursförvaltningen är att på ett för borgenärerna så fördelaktigt och rättvist sätt som möjligt sälja företagets tillgångar och omvandla dem till kontanter som delas ut till borgenärerna efter den prioriteringsordning som gäller. Det som eventuellt återstår delas ut till aktieägarna sedan företaget likviderats.

Grundprinciperna för konkursinstitutet är således ganska enkla. Det finns naturligtvis i den praktiska konkurshantering en otal komplikationer, som det inte finns någon anledning att gå in på här. Några påpekanden bör dock göras. Trots att en konkurs skall leda till att borgenärerna betalas kontant, så finns det inget hinder mot att företaget fortsätter att ekonomiskt fungera som 'going concern'. Om konkursförvaltaren gör bedömningen att det lönar sig bättre att sälja


företaget som going concern än att sälja ut tillgångarna i delar så bör detta ske. Konkurslagstiftningen innehåller också bestämmelser som syftar till att underlätta för konkursförvaltaren att driva vidare företag som bedöms vara ekonomiskt livskraftiga. Så kan till exempel lån tas upp efter konkursbeslutet i den mån konkursförvaltaren anser att detta är till gagn för företaget och därmed för borgenärerna. Dessa lån, så kallade massafordringar, ges prioritet framför övriga fordringar i konkursboet för att möjliggöra en, för företagets vidare drift, nödvändig upplåning. På liknande sätt kan tidigare lån betalas, trots att grundprincipen är att företagets balansräkning skall frysas vid tiden för konkursbeslutet. En förutsättning är dock att betalningen är till förmån för alla borgenärer, vilket ofta är svårt att visa. En konkursförvaltare är därför normalt sett försiktig med att betala gamla lån. För att underlätta fortlevnad av livskraftiga företag infördes tämligen nyligen lagen om företagsrekonstruktion som ett komplement till konkursinstitutet. Rekonstruktion kan enligt detta regelverk ske utan att fordringsägarna betalas kontant och utan att företagsledningen ersätts av en förvaltare.

Konkurslagstiftningen innehåller också bestämmelser som syftar till att underlätta för konkursförvaltaren att driva vidare företag som bedöms vara ekonomiskt livskraftiga.

DET ALLMÄNNA OBESTÅNDSREGELVERKET OCH BANKERNA

Lagen om företagsrekonstruktion omfattar som sagt inte banker, men det gör däremot konkurslagstiftningen. Trots detta försattes ingen bank i konkurs under den svenska bankkrisen. Man gjorde från statsmakternas sida bedömningen att konkursinstitutet inte var lämpligt för banker i krissituationer, där många banker har problem samtidigt, eftersom konsekvenserna för banksystemet kunde antas vara vittgående. Den viktigaste anledningen är att de systemstabilitetsproblem som är de problem som absolut måste hanteras omgående inte kan hanteras inom ramen för konkursinstitutet. Konkursförvaltarens uppdrag är att se till borgenärernas bästa. I den mån det krävs åtgärder för att värna om systemstabiliteten som strider mot borgenärernas intressen är således förvaltaren förhindrad att vidta dessa. En konkursförvaltare kan knappast heller antas ha de insikter i hur banker fungerar i systemhänseende för att snabbt kunna fatta de beslut som krävs för upprätthållande av stabiliteten i banksystemet. Vissa inslag i det allmänna konkursförfarandet är också svåra att tillämpa på en bank. Frysning av företagets tillgångar och stopp för utbetalningar från och med tidpunkten för konkursen skulle kunna få allvarli-

Under den svenska bankkrisen försattes ingen bank i konkurs eftersom konsekvenserna för banksystemet kunde antas vara vittgående.



ga konsekvenser om det tillämpades på banker. En banks skuldsida utgör ju framför allt en aktiv del av dess affärsmässiga verksamhet. Inlåningen och interbankfinansieringen återspeglar bland annat bankernas centrala roll i betalningssystemet. Att plötsligt frysa betalningen av dessa skulder i en eller flera stora banker kan få överblickbara konsekvenser för banksystemet.

I företag som av någon anledning hamnat i finansiella svårigheter sker ofta förhandlingar mellan långivare och företagsledning för att om möjligt lösa de finansiella problemen. Det kan ju visa sig att båda parter snabbt kan komma överens om att företagets ekonomiska framtid är god och att de akuta problemen bör lösas med någon form av förändring av företagets finansieringsstruktur. I en sådan förhandlingsprocess fungerar konkursen som ett slags riktning. Även i de fall där problemen löses förhandlingsvägen genom så kallade privata ackord eller andra betalningseftergifter spelar det faktum att konkursmöjligheten finns en roll. Om inte konkurs funnes där som ett trovärdigt hot skulle förhandlingsprocessen riskera att bli mera utdragen, om den inte helt kollapsar.

Under den svenska bankkrisen uppfattades knappast konkurs som ett trovärdigt hot av de banker som ansökt om stöd hos Bankstödsnämnden.

Under den svenska bankkrisen uppfattades knappast konkurs som ett trovärdigt hot av de banker som ansökt om stöd hos Bankstödsnämnden. Av de skäl som just anförts skulle en bankkonkurs i stort sett ha inneburit att Bankstödsnämnden förlorade kontrol-

len över den vidare hanteringen av banken i fråga. Detta hade i sin tur konsekvenser för trovärdigheten hos det enda tunga vapen som statsmakterna hade gentemot banker i kris, nämligen indragning av oktrojen. Enligt kapitaltäckningsreglerna skall ett permanent underskridande av det åttaprocentiga kapitaltäckningskravet i princip medföra oktrojindragning. En sådan åtgärd skulle emellertid omedelbart leda till konkurs och var därför inte heller ett trovärdigt hot.

Under bankkrisen infördes en ny, temporär lag som innebar att Bankstödsnämnden kunde ta över beslutsfattandet om kapitaltäckningen underskred 2 procent.

Utan någon trovärdig slutpunkt för förhandlingarna mellan Bankstödsnämnden och bankens ägare och företagsledning kunde de senare fördröja processen i syfte att skaffa sig förmåner som de inte skulle ha kunnat erhålla vid en konkurs. För att kunna hantera detta problem infördes under bankkrisen en ny

lag som i princip innebar att Bankstödsnämnden kunde ta över beslutsfattandet genom statlig tvångsinlösen om kapitaltäckningen underskred 2 procent. Denna lag var dock endast temporär och gäller inte idag.

Banklagskommitténs förslag

Analysen av hanteringen av den svenska bankkrisen ovan bör ha visat att det finns behov av ett explicit regelverk för hantering av eventuella framtida bankkriser. Dels vore det för riskfyllt att förlita sig på att beslut i krissituationer kan improviseras fram med samma framgång som under 1990-talets kris, dels måste försök göras att reducera de moral hazard-problem långivare respektive aktieägare/bankledningarna kan tänkas ge upphov till. Banklagskommitténs förslag till lösning av dessa problem har två huvudkomponenter. För det första föreslås en särskild ordning för rekonstruktion och avveckling av banker, kallad offentlig administration. För det andra föreslår kommittén inrättandet av en särskild myndighet, Krishanteringsmyndigheten, vars främsta, men inte enda, uppgift är att handha banker under offentlig administration.

Vi skall i det följande närmare diskutera båda dessa förslag. Märk väl att när hänsyftningar görs till den så kallade Krishanteringsmyndigheten i avsnittet om offentlig administration har inte ställning tagits till vilken status denna exakt skall ges.

OFFENTLIG ADMINISTRATION – ETT REGELVERK

Offentlig administration är ett regelverk som är konstruerat speciellt för att ta hand om banker i kris. Det har inte bedömts vara möjligt att inom ramen för befintliga obeståndsrregelverk lösa de problem som diskuterats ovan. Förutsättningarna för att en bank skall sättas under offentlig administration är antingen att banken inte kan eller inte förväntas kunna fullgöra sina förpliktelser och att denna oförmåga inte kan bedömas som tillfällig, eller att det föreligger grund för återkallande av bankens oktroj. Det första kriteriet är således i princip detsamma som vid konkurs. Beslut om offentlig administration fattas av domstol efter ansökan från Krishanteringsmyndigheten. Så länge banken är under offentlig administration kan den inte försättas i konkurs.

När en bank är satt under offentlig administration gäller i princip följande. Krishanteringsmyndigheten övertar kontrollen över bankens rörelse, men inte det formella ägandet. Till skillnad från en konkurs, där det sker en juridisk ombildning, kommer under offentlig administration de normala bolagsorganen att fungera enligt aktiebolagslagens regler. Krishanteringsmyndigheten har dock tillfäl-

Banklagskommitténs förslag har två huvudkomponenter: en särskild ordning för rekonstruktion och avveckling av banker samt inrättandet av en särskild myndighet.

Offentlig administration är ett regelverk som är konstruerat speciellt för att ta hand om banker i kris.

När en bank är satt under offentlig administration övertar Krishanteringsmyndigheten kontrollen över bankens rörelse, men inte det formella ägandet.

bör rekonstrueras och leva vidare i sin ursprungliga juridiska form, skall den smidigt kunna återgå till normal verksamhet. Om så icke är fallet kan banken tillåtas gå i konkurs på vanligt sätt när väl Krishanteringsmyndigheten gör bedömningen att det kan ske utan konsekvenser för stabiliteten i banksystemet.

Införandet av regelverket för offentlig administration bör göra det lättare att komma fram till uppgörelser där bankens ägare står för omstrukturering och rekapitalisering.

Med införandet av regelverket för offentlig administration bör en trovärdig slutpunkt ha åstadkommits för framtida förhandlingsprocesser av det slag som Bankstödsnämnden blev involverad i under bankkrisen. Det bör göra det lättare att komma fram till uppgörelser där bankens ägare står för omstrukturering och rekapitalisering. Krishanteringsmyndigheten skall ha en aktiv roll som samordnare av de förhandlingar som kan tänkas äga rum innan det eventuellt bedöms vara nödvändigt att sätta banken under offentlig administration. Införandet av offentlig administration av banker i krissituationer bör också påverka beteendet i bankerna under normala förhållanden. Det faktum att aktieägarna inte kan räkna med att få ut så mycket för egen del i en krissituation och att långivare kan få göra förluster bör, allt annat lika, leda till bättre riskkontroll och mindre riskexponeringar i bankerna.

Liksom vid en konkurs måste man vid offentlig administration se till att borgenärernas rättigheter inte sätts åt sidan.

Liksom vid en konkurs måste man vid offentlig administration se till att borgenärernas rättigheter inte sätts åt sidan. Det gäller både borgenärernas rättigheter gentemot andra intressenter och borgenärernas inbördes rättigheter. Det är emellertid, som påpekats ovan, betydligt mera problematiskt att frysa balansräkningen i en bank än i icke-finansiella företag. Balansräkningen i en bank är ju på ett helt annat sätt en integrerad del av affärsverksamheten. Krishanteringsmyndigheten bör därför tillåta de betalningar som den anser nödvändiga för att man inte skall riskera att banken förorsakar allvarliga störningar i banksystemet, speciellt betalningssystemet. Inte förrän det bedöms möjligt av systemskäl kan ett generellt betalningsstopp i banken införas. Det bör noteras att borgenärerna skall kompenseras i den mån det fördröjda betalningsstoppet förorsakar dem (ytterligare) förluster.



Hur har då Banklagskommitténs förslag försökt hantera det moral hazard-problem som följer med de förväntningar som en banks långgivare hyser att staten i ett krisläge åter kommer att utfärda en generell garanti? Kommitténs förslag innebär att Krishante-

Krishanteringsmyndigheten skall kunna införa en statlig garanti. Denna skall emellertid endast gälla fordringar som uppkommer efter det att garantin utfärdats.

ringsmyndigheten i samband med ett betalningsstopp för en bank under offentlig administration, efter medgivande av regeringen, skall kunna införa en statlig garanti. Denna skall emellertid endast gälla fordringar som uppkommer efter det att garantin utfärdats.⁶ Med denna begränsning av den statliga garantins omfattning minskar det ovan diskuterade moral hazard-problemet. Detta får vissa konsekvenser för bankernas finansiering. För det första torde kostnaderna för bankernas lång- och medelfristiga finansiering öka i och med att dessa finansiärer inser att de kan komma att få bära förluster. För det andra kan risken att en bank utsätts för plötsligt vikande kortfristig finansiering i samband med rykten om finansiella problem i banken öka. De ökade lång- och medelfristiga finansieringskostnaderna kan visserligen påverka bankernas resultat negativt. Eftersom det är ett resultat av en mer korrekt prissättning av bankernas risktagande kan det dock sägas vara en från samhällsekonomisk synvinkel positiv effekt. När det gäller akuta anstormningsproblem är tanken med kommitténs förslag att det är det pris som man måste betala för minskad moral hazard, men att priset inte skall behöva bli så högt i systemriskhänseende.

För att förstå detta kan vi studera hur ett krisförlopp är tänkt att hanteras med det nya regelverket. Problem eller rykten om problem i en eller flera banker kan uppenbarligen snabbt leda till svårigheter med bankens finansiering på interbankmarknaden. Det kan, som påpekats, i sådana situationer vara fråga om mycket kort tid innan hela betalningssystemet kollapsar, om inte systemstabiliserande åtgärder snabbt sätts in. Riksbanken har en viktig uppgift när det gäller att se till att häva de akuta likviditetsproblemen i bankerna i och med sin roll som 'lender of last resort'. I själva verket kan man säga att det är just i sådana situationer som en centralbank, som verkar i ett väl utvecklat finansiellt system, har anledning att ge så kallade nödkrediter, det vill säga lån till banker utan krav på fullgoda säkerheter.⁷ Kriteriet för dessa nödkrediter brukar standardmässigt formuleras

⁶ Här finns paralleller till konkurslagens hantering av massafordringar, alltså lån som upptagits efter det att konkursen inträffat.

⁷ Den lånefacilitet som Riksbanken och flertalet andra centralbanker löpande erbjuder bankerna har ingenting med likviditetskriser att göra. Det är här fråga om intradagslån som bankerna kan erhålla för att överbrygga tillfälliga underskott i den löpande betalningshanteringen. Riksbanken kräver fullständiga säkerheter för dessa lån, vilket innebär att de sannolikt skulle kunna tillhandahållas av privata aktörer på samma, marknadsmässiga villkor.

ras som att de skall kunna ges till illikvida, men solida banker. Detta är dock, som man länge insett, knappast någon praktiskt tillämpbar definition, främst därför att den tid som står till förfogande innan beslut måste fattas om nödkrediter normalt är så kort att några sådana bedömningar knappast hinner göras. Samtidigt är det klart att centralbanken har givits uppgiften att tillhandahålla likviditet till bankerna men inte att förse dem med riskkapital. Därför är det viktigt att Krishanteringsmyndigheten ges uppgiften att, bland annat genom att sätta problembanker under offentlig administration, så snabbt som möjligt få en bedömning dels av systemriskerna, dels av bankens ställning och möjligheter att åter fungera normalt. Så snart Krishanteringsmyndigheten finner anledning att begära regeringens medgivande att utfärda en statlig garanti för lån upptagna efter det att banken satts i offentlig administration skall Riksbankens nödkrediter kunna ersättas av normal upplåning på exempelvis interbankmarknaden. Eventuella behov av rekapitalisering av problembanker blir en fråga som berör Krishanteringsmyndigheten och därmed skattebetalarna samt eventuella privata kapitaltillskjutare.

KRISHANTERINGENS ORGANISATION OCH ANSVARFÖRDELNING

En av utgångspunkterna för kommitténs arbete har varit att ansvarsfördelningen vid en eventuell framtida bankkris måste klargöras på förhand.

En av utgångspunkterna för kommitténs arbete har varit att ansvarsfördelningen vid en eventuell framtida bankkris måste klargöras på förhand. Att man inte finner det lämpligt att i krissituationer improvisera fram krishanteringskoncept innebär dock inte nöd-

vändigtvis att det måste finnas en organisation på plats under normala, icke-krisartade förhållanden. Borde det inte räcka med att ha ett utarbetat koncept vilande som i en krissituation kunde sättas i funktion? Det finns flera skäl till varför Banklagskommittén anser att så inte är fallet. Ett viktigt skäl är vad som betonats ovan i flera sammanhang, nämligen behovet av snabbt och professionellt agerande från statsmakternas sida i en krissituation. När krisen kommer finns det knappast tid för diskussioner om huruvida det är läge att aktivera krishanteringskonceptet eller inte eller om så är fallet finna lämpliga personer att ta itu med arbetet. Det är vidare som påpekats tänkt att den som är ansvarig för krishanteringen skall kunna spela en viktig roll i förhandlingsspelet innan det bedöms nödvändigt att sätta en problembank under offentlig administration och på så sätt bidra till att man kan undvika att problembanker sätts under offentlig administration. Dessa förhandlingar måste ske under stor sekretess för att ha den minsta chans att lyckas. Beslut om att aktivera en krishanteringsorganisation kan emellertid knappast ske utan att det når offentligheten. Det är därför viktigt att organisationen

finns på plats när en kris är på väg att uppstå och att ett antal nyckelpersoner i krishanteringen har sina roller klara för sig.


Eftersom bankkrisförlopp kan utvecklas snabbt, är det också viktigt att de som skall ansvara för krishanteringen får möjlighet att förbereda sig på olika sätt. Det kan gälla allt från den praktiska hanteringen av media i krissituationer till djupgående scenariebaserade analyser av bankkrisförlopp.

Att det skall finnas en organisation på plats som har ansvar för hanteringen av bankkriser innebär inte med nödvändighet att en *ny myndighet* med detta uppdrag inrättas. Krishanteringsuppdraget skulle ju kunna läggas på någon redan existerande myndighet, som Riksbanken, Finansinspektionen eller Insättningsgarantinämnden. Banklagskommittén har valt att föreslå en ny myndighet för krishanteringen. Det finns anledning att något gå in på hur man kommit fram till denna slutsats och därvid också diskutera hur ansvarsförhållandet gentemot övriga myndigheter på det finansiella området är tänkt att se ut. Det bör emellertid direkt framhållas att de förslag som här diskuteras inte är av samma grundläggande betydelse som kommitténs bedömning att det måste finnas någon slags organisation för krishanteringen på plats även under icke-krisartade förhållanden.

Riksbankens roll har redan berörts. Den har förutom sin uppgift att värna penningvärdet också ett uppdrag att främja ett säkert och effektivt betalningsväsen. En förutsättning för att detta skall kunna uppnås är ett stabilt banksystem. Riksbanken har därmed ett ansvar för att banksystemet kan fullgöra sina samhälls-ekonomiskt viktiga uppgifter vad gäller betalningssystem och kreditförsörjning. De stabilitetsrapporter, som publiceras regelbundet två gånger per år och som innehåller analyser av utvecklingen i banksektorn, speciellt vad gäller riskexponeringen, är ett uttryck för denna Riksbankens översynsuppgift. Det kan tyckas vara naturligt att Riksbanken med den kompetens den ändå måste besitta vad gäller den finansiella stabiliteten också fick i uppdrag att ansvara för bankkrishanteringen. Ett skäl som talar emot en sådan ordning är att det vore mindre välbetänkt att blanda ihop rollerna som likviditetsskapare och krishanterare. Riksbanken borde i krissituationer kunna fokusera på sin uppgift att tillhandahålla nödkrediter för att garantera likviditeten i banksystemet. Det kan också uppfattas som problematiskt att Riksbanken med sin speciella ställning får direkt ansvar för beslut om räddningsoperationer som kan innebära väsentliga kostnader för skattebetalarna.

Banklagskommittén har valt att föreslå en ny myndighet för krishanteringen.

Ett skäl som talar emot att Riksbanken fick i uppdrag att ansvara för bankkrishanteringen är att det vore mindre välbetänkt att blanda ihop rollerna som likviditetsskapare och krishanterare.



Finansinspektionen har ansvar för tillsynen av de svenska bankerna. Denna tillsynsroll är på väg att förändras i snabb takt. Detta återspeglas både i Banklagskommitténs huvudbetänkande och de förslag till reformering av Baselkommitténs rekommendationer avseende bankernas kapitaltäckning, som nyligen framlagts. Med den avancerade riskhanteringen i finanssektorn blir enkla kvantitativa regler alltmera trubbiga. I vilket fall måste de kompletteras med en mera kvalitativ tillsyn baserad på en mångfasetterad analys av bankernas och övriga finansföretags riskexponering och kapitaltäckning.

Ett skäl till varför Finansinspektionen inte bör ha ansvaret för krishanteringen är risken för en intressekonflikt mellan rollen som krishanterare och som tillsynsmyndighet.

Banklagskommittén föreslår i sitt huvudbetänkande att banktillsynen skall baseras på tre portalparagrafer som formulerar krav på bankernas soliditet, riskhantering och riskkontroll respektive genomlysbarhet. Med denna uppläggnings bör Finansinspektionen ha ett tydligare mandat, än vad som är fallet

med nuvarande regelverk, att skärpa sin tillsyn och sina krav gentemot banker som tycks vara på väg att hamna i riskzonen. Det kan vara viktigt att Finansinspektionen får fokusera på denna uppgift i ett krisförlopp och inte behöver ta itu med de ganska annorlunda uppgifter som hanteringen av offentlig administration av banker ger upphov till.⁸ Ett kanske viktigare skäl till varför Finansinspektionen inte bör ha ansvaret för krishanteringen är risken för en intressekonflikt mellan rollen som krishanterare och rollen som tillsynsmyndighet för de banker som *inte* hamnat i kris. Inspektionens roll i krisförloppet bör därför vara att fortsätta att bedriva tillsyn enligt de allmänna riktlinjer som givits.


KRISHANTERINGSMYNDIGHET FÖR INITIATIV OCH SAMORDNING

De bästa förutsättningarna för en bankkrishantering åstadkommes genom en Krishanteringsmyndighet som finns på plats även under icke-krisartade förhållanden.

Banklagskommittén har således gjort bedömningen att de bästa förutsättningarna för en bankkrishantering enligt dessa riktlinjer åstadkommes genom tillskapandet av en Krishanteringsmyndighet som finns på plats även under icke krisartade förhållanden. Ex-

akt hur myndigheten skall vara organiserad går inte kommittén in på i sitt betänkande. En naturlig vägledning ges emellertid i detta fall av Bankstödsnämndens organisation med en brett förankrad styrelse och en liten fast stab. Inspiration kan

⁸ Insättningsgarantinämnden har också en tydligt formulerad uppgift som försäkringsgivare som inte heller bör blandas ihop med själva bankkrishanteringen.



också hämtas från de brittiska erfarenheterna. I samband med de organisationsförändringar som föranleddes av Bank of Englands nya självständiga ställning och bildandet av en övergripande tillsynsorganisation, Financial Services Authority, FSA, formulerades ett 'Memorandum of Understanding'. I detta angavs hur Bank of England, FSA och Treasury (Finansdepartementet) skulle etablera samarbete och samråd för att förebygga och hantera kriser i det finansiella systemet. För detta ändamål har en 'Standing Committee' inrättats i vilken representanter för Bank of England, FSA och Treasury regelbundet möts för att diskutera och analysera frågor av vikt för den finansiella stabiliteten. I verkliga krislägen är det cheferna för de två myndigheterna samt finansministern som leder kommittéarbetet. Under icke-krisbetonade förhållanden sköts verksamheten av tjänstemän med expertkunskaper vad gäller den finansiella stabiliteten, även om cheferna är de högsta ansvariga också i detta fall.

Den svenska Krishanteringsmyndigheten kan enligt Bankkriskommitténs förslag ses som en något mera formaliserad variant av denna brittiska Standing Committee. Krishanteringsmyndigheten får i uppgift att se till att det sker en löpande analys och utvärdering av stabiliteten i banksystemet i samarbete med Riksbanken, Finansinspektionen och eventuellt Finansdepartementet. Myndighetens styrelse som bland annat torde bestå av höga tjänstemän i dessa myndigheter och i Finansdepartementet hålles à jour med de erfarenheter och den information som erhålles via dessa möten. På detta sätt bör Krishanteringsmyndigheten vara rustad att i en begynnande krissituation snabbt ta de initiativ som den enligt sitt uppdrag bör ta. Samtidigt bör det finnas goda förutsättningar för en effektiv samordning av de olika i krishanteringen inblandade myndigheterna.




Referenser

- Andersson, M. och S. Viotti (1999), "Managing and Preventing Financial Crises", *Penning- och valutapolitik* 1999:1.
- Bäckström, U., (1998), "Finansiella kriser – svenska erfarenheter", *Ekonomisk Debatt* 1998, nr 1.
- Ekonomisk Debatt 1998, nr 1. Temanummer om den svenska bankkrisen.
- Ingves, S. och G. Lind (1994), "Hanteringen av bankkrisen – sedd i efterhand", *Penning- och valutapolitik* 1996:1.
- Lind, G. och J. Molin (1999), "Mot nya nationella och internationella bankregler", *Penning- och valutapolitik* 1999:3.
- SOU 1998:160 *Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag*. Huvudbetänkande av Banklagskommittén.
- SOU 2000:66 *Offentlig administration av banker i kris*. Slutbetänkande av Banklagskommittén.

Banklagskommitténs huvud- och slutbetänkande

Penning- och valutapolitik publicerar här sammanfattningskapitlen till den statliga Banklagskommitténs huvud- respektive slutbetänkande. Banklagskommitténs uppdrag var att arbeta fram nya regelverk som dels skulle bidra till att minska risken för framtida bankkriser, dels skulle göra tydligare hur en bankkris skall hanteras om den ändå skulle inträffa. Det arbete som utförts av kommittén är viktigt både vad gäller förslagen till nya regelverk och den underliggande analysen. Riksbanken som tillsammans med Finansinspektionen har ett ansvar för stabiliteten i det svenska finansiella systemet bör ha stor nytta av kommitténs arbete men det är av intresse för alla som följer utvecklingen av banksystemet och den finansiella sektorn i stort. I detta nummer av tidskriften finns också en analys och utvärdering av Banklagskommitténs slutbetänkande av Staffan Viotti. I ett tidigare nummer presenterade Göran Lind och Johan Molin en artikel, i vilken huvudbetänkandets förslag granskas och intressanta jämförelser med den så kallade Baselkommitténs reformförslag görs.

Banklagskommitténs arbete bör också vara av internationellt intresse. De aktuella frågorna har varit föremål för diskussion i många länder, men lett till nya regelverk endast i ett fåtal länder. De både betänkandena är endast tillgängliga på svenska och saknar även engelsk sammanfattning. Penning- och valutapolitik med sin engelskspråkiga upplaga ger möjlighet för en internationell publik att bli informerad om Banklagskommitténs arbete.



Banklagskommitténs huvudbetänkande Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag (SOU 1998:160)

Inledning

Betänkandet handlar om reglering av och tillsyn över betalningsväsendet och kreditförsörjningssystemet.

Betänkandet handlar om reglering av och tillsyn över betalningsväsendet och kreditförsörjningssystemet. Till grund för förslagen ligger en förutsättningslös analys av betalningsförmedlingens och kapitalförsörjningens roll i samhällsekonomin och de skyddsintressen som finns på dessa områden. Kommitténs angreppssätt kan därigenom kallas funktionellt till skillnad från ett angreppssätt som är institutionellt, det vill säga utgår från befintliga institutioner. Det funktionella angreppssättet har fordrat överväganden på en grundläggande nivå för att klarlägga motiven för regleringar och lämpliga avgränsningar av regleringarna.

Kommittén har sett det som en huvuduppgift att föreslå ett regelsystem som inte aktualiserar anpassning så fort en ny teknisk lösning eller produkt lanseras.

Utvecklingen på det finansiella området har tydliggjort ett behov av att reformera den finansiella lagstiftningen. Den snabba utvecklingen har lett till att den gällande regelstrukturen delvis har blivit överspelad. Risker med ett föråldrat regelverk är att det kan förhindra potentiellt effektiva lösningar samtidigt som det riskerar att inte begränsa utvecklingen av potentiellt skadliga. Den nuvarande uppbyggnaden av regelverket gör att nya fenomen ofta kräver anpassning av lagstiftningen från fall till fall. Kommittén har sett det som en huvuduppgift att föreslå ett regelsystem som inte aktualiserar anpassning så fort en ny teknisk lösning eller produkt lanseras. Den föreslagna lagstiftningen ger så vida ramar att den uppmuntrar till konkurrens med olika tekniska lösningar och produktutbud.

Även om kommitténs grundläggande analys är funktionell så är det de institutioner som fullgör funktionerna som slutligen måste regleras. Kommitténs förslag innebär emellertid en nedtoning av den nuvarande institutionella inriktningen på regleringarna. Det ger ökat utrymme för finansiella företag att välja olika inriktning på sin verksamhet, vilket i sin tur medför skärpt konkurrens mellan olika aktörer på de finansiella marknaderna, till gagn för konsumenterna, och ökad möjlighet för svenska institut att hävda sig i internationell konkurrens.

Kommittén har funnit att den i betänkandet aktuella lagstiftningen främst

skall inriktas på frågor rörande systemstabilitet. Skyddsintressen av annan karaktär, såsom till exempel konkurrensfrågor och konsumentskyddsfrågor, bör i möjligaste mån tas om hand genom den lagstiftning som verkar generellt på dessa områden. Ett av skälen för detta är att Finansinspektionens resurser därigenom kan koncentreras till områden som är väsentliga för systemskyddet med tanke på dess stora samhällsekonomiska betydelse.

EG-rätten har en framträdande roll på de områden som behandlas i betänkandet och kommitténs förslag är i överensstämmelse med gällande EG-rätt. En utgångspunkt för kommitténs arbete har också varit att de förda principiella resonemangen skall kunna ligga till grund för svenska ståndpunkter i förhandlingar om nya EG-regler.

Kommittén använder termerna *skyddsvärde* och *skyddsbehov*. Skyddsvärde speglar den betydelse en viss funktion i det finansiella systemet har för samhällsökonomin. Skyddsbehov avser behovet av att skydda en funktion genom reglering. För att reglering skall vara motiverad krävs att det föreligger både skyddsvärde och skyddsbehov. Kommittén använder ordet rörelse för att beskriva ett företags totala aktiviteter och ordet *verksamhet* för en viss avgränsad del av rörelsen.

Kommittén har funnit att den i betänkandet aktuella lagstiftningen främst skall inriktas på frågor rörande systemstabilitet.

Sammanfattning av kommitténs förslag

Nedan följer en sammanfattning av kommitténs förslag. För en översikt över bakgrunden och motiven till förslagen hänvisas till avsnittet ”Bakgrund, angreppssätt och utgångspunkter” samt inledningarna till avdelning 1 och 2 i betänkandet.

NY DEFINITION AV BANKRÖRELSE

Betalningsförmedling är en av det finansiella systemets huvuduppgifter. Betalningsväsendets bas är bankernas system för betalningsförmedling med tillhörande konton. I gällande rätt definieras bankrörelse som ”verksamhet i vilken ingår inlåning på konto om behållningen är nominellt bestämd och tillgänglig för insättaren med kort varsel.” Denna definition fångar inte det skyddsvärda i bankrörelse och är dessutom tekniskt snäv och kan lätt kringgås. Kommitténs förslag är att *bankrörelse skall definieras* som rörelse i vilken ingår såväl betalningsförmedling via generella betalsystem som

Kommitténs förslag är att bankrörelse skall definieras som rörelse i vilken ingår såväl betalningsförmedling via generella betalsystem som mottagande av medel som är uppsägbara med kort varsel.

mottagande av medel som är uppsägbara med kort varsel. Det är betalningsförmedling i system som är allmänt gångbara och anlitade av många som är skyddsvärda. I de fall denna skyddsvärda verksamhet finansieras med mottagande av medel som kan sägas upp med kort varsel uppstår även ett skyddsbehov. Kan medlen återkallas med kort varsel finns nämligen en risk för uttagsanstormningar; det har härvid ingen betydelse i vilken form eller under vilket namn medlen ställs till bankens förfogande. Den föreslagna definitionen fångar således upp såväl den skyddsvärda funktionen som den finansiering som ger upphov till ett skyddsbehov.

NYA RÖRELSEREGLER FÖR BANKER

För att nå det övergripande soliditetsmålet har kommittén föreslagit tre inledande bestämmelser som anger ramarna för rörelsen.

Kommittén har funnit att risken för systemkriser bäst motverkas genom att enskilda banker är solida, det vill säga motståndskraftiga mot olika former av störningar. Ett mål för banklagstiftningen kan därmed sägas vara att säkerställa att banker är solida. Detta kräver regler såväl i syfte att minska risken för förluster som åtgärder för att öka motståndskraften för det fall förluster uppkommer. Soliditeten är således inte enbart beroende av att en bank har vissa ekonomiska reserver utan också av att den genom olika åtgärder begränsar sitt risktagande. För att nå det övergripande soliditetsmålet har kommittén föreslagit tre inledande bestämmelser som anger ramarna för rörelsen. Dessa bestämmelser ställer krav på soliditet, genomlysbarhet och riskhantering.

Nuvarande rörelser regleras av en detaljstyrning på många områden medan andra områden lämnas i stort sett oreglerade. Det är svårt att skönja de underliggande principerna i regelverket eftersom omfattande undantagsbestämmelser införts och många av de ursprungliga reglerna upphävts. Kommitténs förslag till rörelser regler innebär en övergång till ett regelverk som har karaktär av ramlagstiftning. Den tysta huvudregeln i gällande rätt är att allt som inte är uttryckligen tillåtet för en bank är förbjudet. Kommitténs förslag utgår från den motsatta principen.

En framträdande princip bakom förslaget är att banker skall åläggas att ha sådan kontroll på riskerna i rörelsen att överlevnadsförmågan inte äventyras.

En framträdande princip bakom förslaget är att banker skall åläggas att ha sådan kontroll på riskerna i rörelsen att överlevnadsförmågan inte äventyras. Det är av avgörande betydelse att de riskbegränsande reglerna tar sikte på att begränsa en banks totala risktagande. Det är alltså inte tillräckligt att reglera de skyddsvärda verksamheter som en bank bedriver utan det är riskerna i den samlade rörelsen som skall begränsas.

Soliditetsregeln ställer krav på att risknivån i hela rörelsen avpassas till bankens kapitalstyrka på ett sådant sätt att bankens förmåga att fullgöra sina förpliktelser inte äventyras.

Riskhanteringsregeln innebär att en bank skall identifiera, mäta och kontrollera de risker som dess rörelse är förknippad med, vilket i sin tur innebär att den måste ha till sin rörelse avpassade informations-, styr- och kontrollsystem. En bank skall alltså klara av att begränsa och kontrollera alla de risker som dess rörelse är förknippad med. Detta innebär hårdare generella krav än vad som följer av dagens lagstiftning. Utöver dessa krav föreslår kommittén, i riskbegränsande syfte, absoluta gränser för storleken på vissa av en banks aktieinnehav och för andra exponeringar en bank kan ha gentemot andra företag.

Genomlysbarhetsregeln ålägger en bank att bedriva och organisera rörelsen på ett sådant sätt att den är överblickbar, såväl internt som externt, i syfte att riskexponeringen och bankens ställning i övrigt skall kunna bedömas.

Bankerna har en särställning i samhällsekonomin och de flesta banker tillhandahåller ett brett utbud av finansiella tjänster. För att bankerna skall kunna fylla sin funktion i samhällsekonomin är det betydelsefullt att förtroendet för bankmarknaden upprätthålls. Kommittén föreslår i detta syfte en bestämmelse som ålägger en bank att hålla *god bankstandard* i sin rörelse. Denna bestämmelse utgör en viktig del av konsumentskyddet på bankområdet (se vidare nedan under konsumentskydd).

ÖVRIGA RÖRELSEREGLER

Huvudprinciperna för hur bankrörelse skall bedrivas kommer till uttryck genom de nämnda bestämmelserna om soliditet, riskhantering, genomlysbarhet och god bankstandard. Övriga rörelse regler behandlas nedan.

För att styra olika verksamheter i en bank behövs *skriftliga instruktioner* riktade till medarbetarna på olika nivåer. Även om det kan anses följa av de nyss behandlade generella bestämmelserna att skriftliga instruktioner skall utfärdas i den mån det är erforderligt för att styra olika verksamheter anser kommittén att det bör finnas en uttrycklig bestämmelse med detta innehåll.

Det har traditionellt inte varit tillåtet för banker att inom banken som juridisk person bedriva *icke-finansiell verksamhet*. Kommittén har, trots att icke-finansiell verksamhet generellt inte kan betecknas som mer riskfylld eller svår genomlysbar än finansiell verksamhet, funnit att det finns samhällsekonomiska skäl att begränsa bankers möjlighet att bedriva icke-finansiell verksamhet. Banker föreslås endast i begränsad omfattning få bedriva icke-finansiell verksamhet. Vidare föreslås att banker endast

Banker föreslås endast i begränsad omfattning få bedriva icke-finansiell verksamhet.

skall få inneha egendom som behövs för att bedriva tillåten verksamhet. Detta förslag gäller inte innehav av aktier och andelar.

Regleringen av innehav av aktier och andelar ansluter i stort sett till EG-rättens bestämmelser.

Regleringen av *innehav av aktier och andelar* ansluter i stort sett till EG-rättens bestämmelser. Förslaget innebär absoluta gränser relaterade till bankens kapitalbas för så kallade kvalificerade innehav av aktier och andelar i vad som kan kallas företag med icke-finansiell verksamhet. Gränserna är 15 procent av kapitalbasen i ett enskilt företag och 60 procent av kapitalbasen för de samlade kvalificerade innehaven. Gränserna får överskridas om den överskjutande delen kapitaltäcks helt. Kommittén föreslår att den så kallade *femprocentsregeln*, vilken relaterar tillåtna innehav till röststyrkan i målbolaget, avskaffas.

De angivna gränserna gäller inte för innehav i vissa uppräknade finansiella företagstyper. För innehav i sådana företag föreslås i stället en bestämmelse om så kallad *banksmitta* i syfte att förhindra kringgående av banklagstiftningen genom att förlägga verksamhet i finansiella företag som inte är lika hårt reglerade som banker. Bestämmelsen innebär att om en bank har ett kvalificerat innehav i ett finansiellt företag som är större än den ovan nämnda 15 procentsgränsen eller har en exponering som är större än 25 procent av kapitalbasen i företaget och företaget ingår i samma koncern som banken, skall bestämmelserna i bankrörelselagen och kapitaltäckningslagen om en banks rörelse och om tillsyn över bank gälla i tillämpliga delar även för det företaget. Begränsningarna i fråga om banks rörelse skall avse banken och företaget gemensamt.

I gällande lagstiftning finns särskilda regler för *förvärv i syfte att skydda en fordran*. Reglerna är tekniskt komplicerade och administrativt betungande. Kommittén föreslår att dessa regler avskaffas. När det gäller innehav av annan egendom än aktier och andelar föreslås ingen särskild reglering. Panthanteringen antas kunna äga rum inom de ramar som normalt gäller för innehav av egendom samt de möjligheter som finns att skapa särskilda bolag för ändamålet. Panthanteringen ses därmed som en del av den normala kreditverksamheten. Aktier eller andelar som innehas tillfälligt vid medverkan i finansiell rekonstruktion eller som ett led i skyddande av fordran skall inte räknas som kvalificerade innehav och undantas därmed från de generella begränsningarna för sådana innehav. Bankerna ges två alternativa möjligheter, med något olika rättsliga förutsättningar, att inrätta bolag för att hantera övertagna panter och liknande.

Kommittén föreslår att en banks förvärv av egendom kräver Finansinspektionens tillstånd, om vederlaget motsvarar mer än 25 procent av bankens kapitalbas och mer än 100 miljoner kronor. Tillstånd krävs för förvärv av alla typer av egendom.



Kommittén föreslår vissa särskilda regler för en banks *kredithantering*. Inledningsvis sägs att en banks kreditportfölj skall vara sammansatt så att bankens totala risk inte äventyrar bankens förmåga att fullgöra sina förpliktelser. Vidare föreslås att en banks kreditprövning skall vara organiserad så att den (enskild person eller kollektivt organ) som fattar beslut i ett kreditärende har tillräckligt beslutsunderlag för att bedöma risken med att bevilja krediten. Detta innebär ett krav på såväl informationsinhämtning om kunden som kunskap om bankens interna riktlinjer och andra engagemang gentemot kunden och till kunden kopplade personer. Kreditbesluten skall också dokumenteras så att underlaget för beslutet och beslutets tillkomst framgår. Erfarenheterna från den senaste bankkrisen visar att dokumentationen i många fall var bristfällig och ibland på gränsen till obefintlig. Bristande dokumentation kan försvåra tillsynen och, i extrema fall, försvåra brottsutredningar och skadeståndsprocesser.

Kommittén föreslår vissa särskilda regler för en banks kredithantering.

Den nuvarande så kallade *jävs-kreditbestämmelsen* innebär att personer i ledningen för en bank och stora ägare i en bank inte får låna på särskilt förmånliga villkor. Kommittén gör den bedömningen att en bestämmelse av detta slag tillgodoser såväl soliditetsintresset som aktieägares och övrigas intresse av att veta att jävskretsen inte särbehandlas på bankens bekostnad. Kommittén föreslår att bestämmelsens tillämpningsområde skall utvidgas till att omfatta även andra avtal än kreditavtal. Förslaget innebär att bestämmelsen blir lättare att tillämpa genom att vissa särbestämmelser avskaffas.

Kommittén gör den bedömningen att bestämmelserna om kapitaltäckning och stora exponeringar, med ett obetydligt undantag, inte skall ändras i det här sammanhanget.

De befintliga reglerna om *kapitaltäckning och stora exponeringar* har utgjort en viktig grund för kommitténs arbete och förslag. Det komplicerade och detaljerade regelverket är viktigt för såväl soliditeten som riskbegränsningen i banker. Kommittén gör den bedömningen att bestämmelserna om kapitaltäckning och stora exponeringar, med ett obetydligt undantag, inte skall ändras i det här sammanhanget, bland annat med hänsyn till att utformningen är starkt bunden av EG-rätten och internationella överenskommelser.

Bestämmelserna om ”*bank genom ombud*” i gällande rätt innebär att en bank genom särskilda undantagsbestämmelser får möjlighet att bedriva bankverksamhet med andra än bankanställda och i andra lokaler än bankens egna. Kommittén föreslår att den särskilda regleringen slopas. Den snabba tekniska utvecklingen på den finansiella marknaden gör det mindre lämpligt att låsa bankerna på det

sätt som bestämmelsen om bank genom ombud gör. Behovet av konsumentskydd på området tillvaratas bättre genom den föreslagna bestämmelsen om god bankstandard än genom en precis specialregel.

De associationsrättsliga regler som bestämmer i vilken utsträckning en bank får disponera det kapital som utgör dess buffertkapital varierar med vilken associationsform som valts. Kommittén föreslår vissa justeringar i reglerna om insatskapital och reservfond i medlemsbanker i syfte att trygga buffertkapitalet.

NYTT NAMN PÅ LAGEN OM FINANSIERINGSVERKSAMHET

Kommittén föreslår att lagen om finansieringsverksamhet skall byta namn till lagen om finansieringsrörelse för att bättre fänga den i övrigt använda terminologin.

NY DEFINITION AV TILLSTÅNDSPLIKTIG FINANSIERINGSRÖRELSE

En av det finansiella systemets huvuduppgifter är att allokera sparande. En väl fungerande kapitalförsörjning är viktigt för samhällsekonomin. Enligt gällande rätt är definitionen av den typ av kapitalförsörjningsverksamhet som faller under lagen om finansieringsverksamhet ganska vid och inskränks genom en lista med en rad mer eller mindre precisa undantag. Kommittén föreslår att finansieringsrörelse skall definieras på ungefär samma sätt men att undantagen görs mer generella och tydligare baseras på en bedömning av skyddsvärde och skyddsbehov. En sådan ansats bör leda till att regleringen har större chans att stå sig när nya tekniska lösningar eller produkter lanseras.

Det tillståndspliktiga området snävas in genom att kommittén föreslår att begreppet allmänheten förs in i definitionen.

Tillståndspliktig finansieringsrörelse är enligt förslaget rörelse i vilken ingår näringsverksamhet med ändamål att till allmänheten lämna kredit eller ställa garanti för kredit eller att i finansieringssyfte förvärva fordringar eller att

upplåta lös egendom till nyttjande. Det tillståndspliktiga området snävas in genom att kommittén föreslår att begreppet allmänheten förs in i definitionen. Anledningen till förslaget är att kommittén gör den bedömningen att det endast är finansiering riktad till allmänheten som är skyddsvärd. Av definitionen följer att verksamhet utan vinstsyfte eller av tillfällig natur eller liknande oftast faller utanför det reglerade området. Vidare följer att finansiering genom köp av finansiella instrument och finansiering riktad till en begränsad krets faller utanför. Undantag från tillståndspflicht görs för finansiering i samband med försäljning av egendom eller tjänster. Undantaget gäller även för finansiering i senare led och för finansiering genom annat företag i samma koncern eller grupp av företag. Företag som bedriver finansieringsrörelse kallas kreditmarknadsföretag.



Kommittén föreslår vidare att finansieringsrörelse inte skall vara tillståndspliktig om finansieringsverksamheten är av mindre omfattning. Om tillgångarna hänförliga till finansieringsverksamheten enligt fastställd balansräkning uppgår till mindre än 250 miljo-

ner kronor skall rörelsen inte vara tillståndspliktig. Detsamma skall enligt förslaget gälla om företaget som bedriver finansieringsrörelse inte har skulder uppgående till mer än 250 miljoner kronor utöver vad som får räknas som kapitalbas. En förutsättning för att undantagen skall gälla är att företagen inte tar emot återbetalningspliktiga medel från allmänheten.

Statliga och kommunala myndigheter är *undantagna från tillståndsplikt* liksom företag som står under annan finansiell lagstiftning i den mån det är tillåtet enligt den för dem tillämpliga särskilda lagstiftningen att bedriva finansieringsverksamhet.

Eftersom tillståndsplikten i vissa fall är beroende av storleksgränser föreslår kommittén en bestämmelse som omfattar konstruktioner skapade för att kringgå tillståndsplikt genom att dela upp den skyddsvärda verksamheten i flera olika juridiska personer.

NYA RÖRELSEREGLER FÖR KREDITMARKNADSFÖRETAG

Skyddsintressena på finansieringsområdet liknar i mångt och mycket dem på bankområdet. Den främsta skillnaden är att kommittén bedömer systemriskerna som mindre allvarliga på finansieringsområdet. En sådan bedömning föranleder en något mindre ingripande reglering dels på grund av att en viss typ av verksamhet inte skall regleras hårdare än vad skyddsintressena föranleder, dels på grund av intresset att koncentrera tillsynens resurser till områden som är viktiga för stabiliteten i det finansiella systemet.

Kommittén föreslår att ett kreditmarknadsföretag skall *avpassa rörelsens inriktning och omfattning till företagets kapitalstyrka*. Denna bestämmelse är en mindre långtgående motsvarighet till soliditetsregeln på banksidan. När det gäller riskhantering och genomlysbarhet föreslås likadana bestämmelser som på banksidan.

I gällande rätt finns en bestämmelse som säger att ”ett kreditmarknadsföretags verksamhet skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för kreditmarknaden upprätthålls och i övrigt så att verksamheten kan anses sund.” De

Kommittén föreslår att finansieringsrörelse inte skall vara tillståndspliktig om finansieringsverksamheten är av mindre omfattning.

Kommittén bedömer systemriskerna som mindre allvarliga på finansieringsområdet, vilket föranleder en något mindre ingripande reglering.

krav på soliditet, riskhantering och genomlysbarhet som ställs på kreditmarknadsföretag innebär en mer ändamålsenlig reglering än sundhetsregeln. Skyddet av konsumenternas fordringar tillgodoses bättre genom den föreslagna utformningen. Övriga konsumentskyddsaspekter tas bättre om hand av det allmänna regelverket och de sanktioner det erbjuder (se nedan under konsumentskydd). Kommittén föreslår därför att den gällande sundhetsregeln avskaffas.

När det gäller möjligheten att bedriva *icke-finansiell verksamhet* och regleringen av *aktieinnehav* föreslår kommittén likadana regler som för banker.

Kommittén föreslår att kreditjävsbestämmelserna avskaffas i lagen om finansieringsrörelse.

I gällande rätt är bestämmelserna om kreditjäv i bankrörelselagen och lagen om finansieringsverksamhet i huvudsak likadana. Kommittén föreslår att kreditjävsbestämmelserna avskaffas i lagen om finansieringsrörelse. För kreditmarknadsbolag (vilka är aktiebolag) föreslås i stället att bestämmelserna om penninglån i aktiebolagslagen skall gälla. Som undantag från dessa bestämmelser föreslår dock kommittén att kreditmarknadsbolag skall kunna ge lån till styrelseledamot, verkställande direktör och annan anställd i bolaget eller i annat bolag i samma koncern samt till vissa närstående till nämnda personer om det sker på samma villkor som kreditmarknadsbolaget normalt tillämpar. För kreditmarknadsföreningar (vilka är ekonomiska föreningar) föreslår kommittén att de allmänna principerna i lagen om ekonomiska föreningar skall tillämpas, vilket innebär att det inte finns något generellt låneförbud.

TILLSYN ÖVER BANKER OCH KREDITMARKNADSFÖRETAG

Kommitténs förslag innebär att rörelsereglerna skall präglade inriktningen på och formerna för tillsynen, både av banker och kreditmarknadsföretag. Rörelsereglerna är grundade på bedömningar av vilka krav som måste ställas för att banker och kreditmarknadsföretag skall fungera på ett ändamålsenligt sätt. Därav följer att tillsynen skall inriktas på att övervaka de förhållanden som regleras i rörelsereglerna och att det därvid är de inledande bestämmelserna om soliditet, riskhantering och genomlysbarhet som framför allt bör präglade tillsynen.

Genom kopplingen till de inledande rörelsereglerna är reglerna om tillsynen uttryckta i generella termer.

Genom kopplingen till de inledande rörelsereglerna är reglerna om tillsynen uttryckta i generella termer. Följaktligen kommer viktiga delar av det praktiska tillsynsarbetet att utformas av tillsynsmyndigheten. Kommittén har, bland annat genom rörelsereglernas utformning, anvisat målen för tillsynen. Kommittén anser det inte möjligt eller ens önskvärt att i lagstiftningen ange mer detaljerade anvisningar för tillsynsarbe-

tet. Regeringen kan via instruktioner och regleringsbrev precisera kraven på tillsynen.

Kommittén gör bedömningen att stabiliteten i betalningsväsendet och på kreditmarknaden är av särskilt stor samhällsekonomisk betydelse. Finansinspektionen har utöver tillsynen av dessa områden också en rad andra tillsynsuppgifter. Samtidigt arbetar inspektionen med knappa resurser, såväl finansiellt som personellt och kompetensmässigt. Tillsynen av de prioriterade områdena måste tillföras mer resurser. Kommittén bedömer det som angeläget att det görs en total översyn av Finansinspektionens uppgifter.

Oktrojprövningen för banker och *tillståndsprövningen* för kreditmarknadsföretag anpassas till rörelsereglernas krav, liksom *ägarprövningen*.

Förutom uppdraget att ha tillsyn över att banker och kreditmarknadsföretag följer lagar och andra författningar samt stadgar och interna instruktioner föreslås att Finansinspektionen skall åläggas att *verka för en sund utveckling av banksektorn och finansieringssektorn*. Enligt kommitténs mening är det angeläget att inspektionen följer utvecklingen inom dessa sektorer och därvid bildar sig en uppfattning om utvecklingen ligger i linje med intentionerna bakom lagstiftningen.

Finansinspektionens skyldighet att *förordna revisorer* i alla banker föreslås ersatt med en rättighet att göra det.

De nuvarande sanktionssystemet ger inte Finansinspektionen tillräckliga möjligheter att ingripa på ändamålsenliga sätt. Kommitténs förslag innebär att inspektionen får fler ingripandemedel till sitt förfogande och ges större utrymme att bedöma vilken åtgärd som är lämplig i en viss situation. *Varning* föreslås få ett utsträckt tillämpningsområde som alternativ till *återkallelse av oktroj* respektive *tillstånd*. Inspektionen föreslås vid mindre allvarliga överträdelser få möjlighet att förutom att utfärda *föreläggande att vidta åtgärd* och *förbjuda verkställighet av beslut* också få möjlighet att meddela *anmärkning*. Inspektionen föreslås även få en uttrycklig möjlighet att *underlåta att ingripa* om överträdelser är ringa eller ursäktlig eller om rättelse vidtas.

Banker och kreditmarknadsföretag har en omfattande rapporteringsskyldighet gentemot Finansinspektionen. Rapporterna avser olika former av ekonomiska uppgifter och är av stor betydelse för inspektionens tillsynsarbete. För sent inlämnande av rapporter är i normalfallet en sorts ordningsförseelse som enligt kom-

Kommittén bedömer det som angeläget att det görs en total översyn av Finansinspektionens uppgifter.

Kommitténs förslag innebär att inspektionen får fler ingripandemedel till sitt förfogande och ges större utrymme att bedöma vilken åtgärd som är lämplig i en viss situation.

mittens bedömning inte lämpar sig för ingripande med stöd av det vanliga sanktionssystemet. Kommittén föreslår därför att den bank eller det kreditmarknadsföretag som inte lämnar rapporterna i tid skall kunna åläggas att betala en förseningsavgift om 100 000 kronor.

ETT SÄKERT ALTERNATIV

Enligt gällande rätt har bankerna formellt ensamrätt att ta emot inlåning på konto enligt en särskild definition. Ensamrätten är dock i praktiken urholkad genom företeelser som faller utanför definitionen. Kommittén har gjort den bedömningen att ett avskaffande av ensamrätten främjar konkurrensen och produktutbudet på inlåningsmarknaden, vilket medför att konsumenterna får ökad valfrihet och bättre service till lägre priser.

Kommittén anser att det är angeläget att medborgarna har tillgång till en i praktiken riskfri och likvid placeringsform; ett säkert alternativ.

Konsumentskyddsskäl talar dock för viss reglering av det som kommittén benämner mottagande av medel, det vill säga inlåning och liknande. Kommittén anser att det är angeläget att medborgarna har tillgång till en i

praktiken riskfri och likvid placeringsform; ett säkert alternativ. Möjligheten att placera sparmedel säkert utgör en viktig trygghet för den enskilde. Den befintliga insättningsgarantin fyller väl de krav som kan ställas på ett *säkert alternativ*. Kommittén föreslår därför att insättningsgarantin skall fortsätta att gälla oförändrad men att den förutom insättningar i banker och värdepappersbolag även skall omfatta insättningar i kreditmarknadsföretag. Företag som tillhandahåller kontoformer som omfattas av garantin föreslås bli skyldiga att ta emot insättningar av envar om det inte finns sakliga skäl att neka.

INFORMATIONSSKYLDIGHET

Kommittén föreslår en informationsskyldighet för dem som tar emot icke garanterade medel.

För att insättningsgarantin helt skall fylla sin funktion som ett säkert alternativ bör det för konsumenterna stå klart vilka insättningar som är garanterade och vilka som inte är det.

Kommittén föreslår därför en informationsskyldighet för dem som tar emot icke garanterade medel. Informationsskyldigheten skall omfatta företag som erbjuder sig att från allmänheten ta emot återbetalningspliktiga medel som är tillgängliga för fordringsägaren med mindre än ett års varsel och som inte omfattas av insättningsgarantin. Information om att garantin inte gäller skall lämnas vid marknadsföring av erbjudandet och innan ett avtalsförhållande inleds samt framgå av kontoutdrag och liknande material som rör fordringsförhållandet. Konsumentombudsmannen och Finansinspektionen skall övervaka att informationsplikten fullgörs.

Kommittén föreslår också att banker, kreditmarknadsföretag och värdepappersbolag som tar emot medel som inte omfattas av garantin skall åläggas samma informationsplikt.

KONSUMENTSKYDD

För många finansiella tjänster utgörs det grundläggande konsumentskyddet av att konsumentens motpart är ekonomiskt stabil. Den särskilda betydelsen av en solid motpart kommer sig av att många relationer på det finansiella området är av långsiktig natur, till exempel kreditrelationer, eller att konsumenterna riskerar kapitalförluster om motparten går omkull, till exempel vid insättningar i bank. Kunder hos en bank blir ofta som en del av mellanhavandet finansiär av banken. Den soliditetsinriktade lagstiftning som kommittén föreslår stärker således det grundläggande skyddet för konsumenterna.

Den soliditetsinriktade lagstiftning som kommittén föreslår stärker det grundläggande skyddet för konsumenterna.

Den renodling av Finansinspektionens uppgifter som kommittén förordar innebär en förstärkning av konsumentskyddet. Risken för att hänsyn till institutens soliditet skall tillåtas gå ut över den enskilde konsumentens intresse blir mindre om det är en annan myndighet, vilken särskilt har till uppgift att se till konsumentintressen, som tar hand om tillsynen på konsumentområdet.

I syfte att förtroendet för bankmarknaden inte skall riskeras föreslår kommittén som nämnts en bestämmelse som ålägger bankerna att driva sin rörelse i enlighet med god bankstandard. Bestämmelsen tar sikte på företeeser som riskerar att skada förtroendet för bankmarknaden och är inte avsedd att tillämpas i enskilda konsumentärenden. Bestämmelsen innebär dock ett betydande skydd för konsumentkollektivet.

Ett av de områden som bestämmelsen om god bankstandard är avsedd att träffa är bankers eventuella missbruk av sin typiskt sett starkare ställning gentemot enskilda kunder. Vidare tar bestämmelsen sikte på det förhållandet att kunderna har ett informationsunderläge i förhållande till bankerna både när det gäller innehållet i enskilda produkter och när det gäller att välja mellan olika produkter. Informationsunderläget medför att det är viktigt att bankerna på ett ändamålsenligt sätt besvarar frågor och klagomål från kunderna. God bankstandard förutsätter en ändamålsenlig klagomålshantering.

Kommittén föreslår inga ändringar i de lagar som är till för att ta tillvara konsumentskyddet avseende sådana aspekter såsom till exempel skälighet i avtalsvillkor och övrig hanteringen samt kvalitet på information, vilket ligger utanför kommitténs uppdrag. Kommittén konstaterar dock att det är lämpligt att i annat

sammanhang överväga en utvidgning av en del av dessa lagar till att även avse finansiella tjänster och skydd av småföretagare.

Avsikten är att kommitténs förslag skall leda till ökad konkurrens mellan olika finansiella företag.

Avsikten är att kommitténs förslag skall leda till ökad konkurrens mellan olika finansiella företag. Ökad konkurrens, inom väl avvägda legala ramar, leder till förbättrade villkor och

bredare produktutbud för konsumenterna. Det är kommitténs bedömning att förbättrad konkurrens är en betydelsefull faktor för att uppnå en förbättrad ställning för konsumenterna.

Banklagskommitténs slutbetänkande Offentlig administration av banker i kris (SOU 1998:160)

Inledning

I det här betänkandet behandlar kommittén hur staten skall hantera banker i kris.

I det här betänkandet behandlar kommittén hur staten skall hantera banker i kris. Kommittén föreslår en särskild ordning för rekonstruktion och avveckling av bankaktiebolag

med problem – kallad offentlig administration. Vidare föreslår kommittén att det skall inrättas en särskild myndighet – Krishanteringsmyndigheten – med huvudansvar för institutet offentlig administration. Betänkandet innehåller också en analys av rollfördelningen mellan Krishanteringsmyndigheten, Finansinspektionen, Riksbanken och Insättningsgarantinämnden.

Förslagen i betänkandet är avsedda att komplettera det regel- och tillsynssystem som kommittén har föreslagit i huvudbetänkandet.

Förslagen i betänkandet är avsedda att komplettera det regel- och tillsynssystem som kommittén har föreslagit i huvudbetänkandet. Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag (SOU 1998:16). Där har

kommittén identifierat behovet av att skydda det finansiella systemets funktion som huvudskälet till att banker bör vara särskilt reglerade och stå under särskild tillsyn. Bankerna spelar en central roll i det finansiella systemet. De är väsentliga för såväl betalningsförmedlingen som för kapitalförsörjningen till hushåll och företag. Som finns beskrivet i huvudbetänkandet kan en banks oförmåga att fullgöra sina förpliktelser medföra att även andra banker får problem, vilket i förlängningen kan leda till en systemkris i vilken betalningsförmedling och kapitalförsörj-

ning fungerar bristfälligt. Huvudmålet för det regel- och tillsynssystem som kommittén har föreslagit i huvudbetänkandet är att banker skall vara motståndskraftiga mot störningar. Inget regelverk och tillsynssystem kan emellertid förhindra att enskilda banker får finansiella problem. Rörelser regler och tillsyn bör därför kompletteras med en effektiv ordning för hantering av banker med finansiella problem.

Banker med finansiella problem måste hanteras så att risken för systemkriser minimeras. En mindre väl fungerande ordning, som inte tillräckligt minskar risken för systemkriser, kan leda till att staten, som har det yttersta ansvaret för stabiliteten i det finansiella systemet, hamnar i en oönskad förhandlingssituation med banker som har finansiella problem. Dessa kan förhandla sig till ekonomiskt stöd på otillbörligt förmånliga villkor genom att staten inte har något annat trovärdigt alternativ. Statliga stödåtgärder som gynnar bankers ägare och fordringsägare kan sprida uppfattningen att negativa konsekvenser av en riskabel bankrörelse mildras av statliga stödåtgärder. En sådan uppfattning kan öka ägarnas riskbenägenhet och minska fordringsägarnas incitament att värdera risken i en banks rörelse, vilket skulle ge ett mindre stabilt finansiellt system och bli kostsamt för skattebetalarna.

En effektiv ordning för hantering av problembanker förstärker sålunda bankernas drivkrafter att undvika problem och minskar risken för att allmän oro skall uppstå till följd av att en bank får problem. En dåligt utformad ordning eller osäkerhet om hur en bank med problem kommer att hanteras kan däremot leda till att banker eller dess ägare spekulerar i möjligheten att komma ur problemen genom statligt stöd på förmånliga villkor. Bankernas handlande under normala förhållanden påverkas av förväntningarna om hur banker med problem kommer att behandlas av staten. Det är därför viktigt att i förväg inrätta en väl utformad ordning och inte vänta till dess att problem uppstår.


Banker med finansiella problem måste hanteras så att risken för systemkriser minimeras.

Brister i gällande ordning

Gällande regler för hantering av banker med finansiella problem har brister. Det visar både kommitténs analys och erfarenheterna från finanskrisen. De regler som gäller idag

är i stort sett desamma som gällde före finanskrisen. Enligt dessa regler skall en bank som bryter mot kapitaltäckningskraven rätta till missförhållandet. Det kan ske på två sätt; antingen tillförs nytt kapital eller så anpassas rörelsens omfattning

De regler som gäller idag är i stort sett desamma som gällde före finanskrisen.



och risknivå till tillgängligt kapital. Att attrahera nytt kapital kan vara svårt om det råder osäkerhet om bankens värde och att snabbt minska balansräkningen kan medföra stora kostnader. Om en bank misslyckas med att återställa kapitaltäckningen återstår slutligen endast att återkalla bankens oktroj, vilket i sin tur innebär att banken måste avvecklas. Om banken inte kan avvecklas på annat sätt, skall den likvideras i enlighet med reglerna i aktiebolagslagen. Banker under likvidation torde snabbt få likviditetsproblem och därmed bli konkursmässiga och konkurser i banker riskerar att ge upphov till systemkriser. Både konkurs och likvidation bör därför undvikas i banker vars problem kan störa stabiliteten i systemet, till dess systemrisken är undanröjd. Under finanskrisen ansågs det heller inte lämpligt att låta någon bank bli föremål för ett likvidationsförfarande, utan staten fann det nödvändigt att ingripa med särskilda åtgärder. Ingripandet måste till att börja med ske ad hoc, eftersom det saknades regler för en situation som denna. När det framstod som klart att det rörde sig om en kris i hela det finansiella systemet och staten hade utfärdat den så kallade bankgarantin inrättades en särskild krishanteringsmyndighet, Bankstödsnämnden. För att förhindra att staten genom bankgarantin hamnade i en utpressningssituation infördes vissa bestämmelser av tvångskaraktär. Dessa bestämmelser var knutna till garantin och upphörde att gälla samtidigt som garantin år 1996.

En insättningsgaranti har införts, men den är främst att betrakta som ett konsumentskydd och påverkar i stort sett inte systemstabiliteten.

Som nämnts är bestämmelserna i stort sett desamma nu som vid finanskrisens utbrott. En insättningsgaranti har införts, men den är främst att betrakta som ett konsumentskydd och påverkar i stort sett inte systemstabiliteten.

Det finns inte längre någon krishanteringsmyndighet. Bankstödsnämnden har omvandlats till Insättningsgarantinämnden, vars uppgift är begränsad till att hantera insättningsgarantin och investerarskyddet. Slutsatsen är därför att behovet av en effektiv ordning för att hantera banker med finansiella problem är lika stort idag som före bankkrisen.

Offentlig administration

Ett huvudproblem med gällande ordning är att det inte finns något trovärdigt sätt att hantera systemhotande banker med finansiella problem. Det är kommitténs bedömning att gällande regelverk inte kan modifieras så att man kommer tillrätta med detta problem. Lagen om företagsrekonstruktion, som idag inte är tillämplig på banker, förutsätter att det går att rekonstruera ett företag utan att andra företag eller det finansiella systemet påverkas nämnvärt. När det gäller banker skulle

det principiella betalningsstopp som lagen innehåller emellertid kunna utlösa en systemkris. Vidare bygger lagen på frivilligt deltagande från det rekonstruerade företaget, vilket inte är lämpligt när det gäller systemhotande banker. Konkurslagen kan inte utan vidare användas på systemhotande banker eftersom en konkurs kan utlösa en systemkris. Varken konkurs eller företagsrekonstruktion ger staten möjlighet att ta tillvara samhällseliga intressen vad gäller det finansiella systemets funktion.

Av nämnda skäl föreslår kommittén en särskild ordning för rekonstruktion och avveckling av banker benämnd *offentlig administration*. Huvudsyftet med offentlig administration är att till låga samhällsekonomiska kostnader undvika systemkriser, men förfarandet skall även kunna fungera som en rekonstruktionsordning för banker som inte utgör systemrisk. Kommittén föreslår att det inrättas en särskild myndighet, kallad *Krishanteringsmyndigheten*, som skall ha som främsta uppgift att ta hand om banker under offentlig administration.

Enligt förslaget är det Stockholms tingsrätt som, efter ansökan av Krishanteringsmyndigheten, beslutar om offentlig administration. Ett beslut om offentlig administration påverkar den bank som sätts under administration på många sätt. Genom beslutet blir ett särskilt regelverk tillämpligt på banken. Det regelverket innehåller bland annat bestämmelser som direkt anger rättsverkningar av beslutet samt anger hur rörelsen får bedrivas. Vidare ger det möjlighet för Krishanteringsmyndigheten att i olika avseenden besluta i bankens angelägenheter, såsom till exempel om rörelsens inriktning, styrelsens och ledningens sammansättning, bankens organisation, försäljning eller nedläggning av hela eller delar av rörelsen eller fusion. Krishanteringsmyndigheten får också möjlighet att på olika sätt besluta om en banks fullgörande av förpliktelser genom offentligrättsliga beslut som direkt binder banken.

FÖRUTSÄTTNINGARNA FÖR OFFENTLIG ADMINISTRATION

Offentlig administration är inte tänkt att ersätta utan att komplettera det bolagsrättsliga institutet likvidation och det insolvensrättsliga institutet konkurs. Förutsättningarna för offentlig administration skall vara att den aktuella banken antingen är på obestånd, enligt kommitténs definition, eller att det föreligger grund för att återkalla dess oktroj.

Kommittén föreslår en särskild ordning för rekonstruktion och avveckling av banker benämnd offentlig administration.

Offentlig administration är inte tänkt att ersätta utan att komplettera det bolagsrättsliga institutet likvidation och det insolvensrättsliga institutet konkurs.

Kriterierna är utformade så att konkurs respektive tvångslikvidation alltid är alternativ till offentlig administration. Tanken är att en bank skall sättas under offentlig administration om det är nödvändigt av systemskyddsskäl eller om det är motiverat med en rekonstruktion, i annat fall skall det bli konkurs eller likvidation. Det är Krishanteringsmyndigheten som bedömer om det är lämpligt med en rekonstruktion; en banks aktieägare och borgenärer kan därför inte vara säkra på att en bank i svårigheter sätts under administration.

STATLIG KONTROLL

Förslaget innebär att Krishanteringsmyndigheten uppnår kontroll över driften av rörelsen genom att företräda samtliga aktier vid bolagsstämma i bank under offentlig administration.

Offentlig administration skall, som nämnts, kunna användas som ett verktyg för att uppnå statlig kontroll över enskilda banker i kris. Syftet är att förhindra att statens ansvar för det finansiella systemet ger upphov till utpressningsliknande förhandlingslägen och moral hazard hos bankers ledning och ägare.

Staten skall kunna ta kontroll över en banks rörelse utan att överta ägandet av banken. Kommitténs förslag innehåller ingen möjlighet för staten att tvångsvis överta aktierna i en bank. Förslaget innebär att Krishanteringsmyndigheten uppnår kontroll över driften av rörelsen genom att företräda samtliga aktier vid bolagsstämma i bank under offentlig administration. Det är alltså fråga om en principiellt annorlunda lösning än i konkurs och vid likvidation, där en förvaltare respektive likvidator tar kontroll över rörelsen vid sidan av det associationsrättsliga regelsystemet. Genom att Krishanteringsmyndigheten vid administration i stället föreslås träda in i det associationsrättsliga systemet underlättas fortsatt drift av rörelsen, vilket i sin tur ökar möjligheterna att rekonstruera banken och att återgå till normal drift efter avslutad offentlig administration. Utöver kontrollen via bolagsstämman kan Krishanteringsmyndigheten utöva kontroll över banken genom offentligrättsliga beslut av olika slag.

På grund av EG-rättens utformning föreslår kommittén att beslut rörande nyemission och nedsättning av aktiekapitalet skall undantas från Krishanteringsmyndighetens beslutanderätt och att aktieägarna alltså skall ha kvar rätten att besluta i dessa frågor. Kommittén anser dock att regeringen bör verka för en förändring av EG-rätten så att Krishanteringsmyndigheten ges möjlighet att genom bolagsstämman besluta även i dessa frågor, eftersom en nyemission kan vara ett viktigt led i en rekonstruktion. I avvaktan på en förändring av EG-rätten bör EG-rättens möjlighet att ge domstol beslutanderätt i frågor om nedsättning av aktiekapital utnyttjas. Kommittén föreslår därför att Krishanteringsmyndigheten, in-

om ramen för det pågående domstolsärendet om offentlig administration, skall få begära nedsättning av aktiekapitalet i en bank under administration.

STATLIG GARANTI

Ett mål med offentlig administration är att det skall vara möjligt att fortsätta rörelsen för att underlätta rekonstruktion. Eftersom en bank i regel befinner sig i dåligt ekonomiskt skick vid beslut om offentlig administration är det viktigt att beslutet uppfattas som positivt av bankens motparter och inte som en varningssignal. För att uppnå detta föreslås en lagreglerad möjlighet att utfärda en statlig garanti, som innebär att en bank under offentlig administration skall fullgöra alla förpliktelser som uppkommer under garantitiden. En garanti kan ha sådan statsfinansiell betydelse att regeringen bör besluta om den efter förslag från Krishanteringsmyndigheten.

En lagreglerad möjlighet att utfärda en statlig garanti, som innebär att en bank under offentlig administration skall fullgöra alla förpliktelser som uppkommer under garantitiden, föreslås.

En huvudprincip för offentlig administration är att det genom förfarandets utformning skall vara trovärdigt att staten inte kommer att skydda en banks alla borgenärer från kapitalförluster om banken får finansiella problem. Det är viktigt att långivare vet att det under normala omständigheter finns viss risk med att låna ut pengar till banker. Det ger dem anledning att söka värdera risken i gäldenärsbankens rörelse. Av denna orsak föreslås garantin endast kunna avse nya åtaganden, det vill säga sådana som uppkommer efter det att garantin utfärdats. Vidare föreslås garantin inte omfatta åtaganden som uppkommer efter det att offentlig administration har upphört; en statlig garanti utan statlig kontroll riskerar nämligen att leda till moral hazard-problem. Eftersom en bank under administration inte skall kunna sättas i fri verksamhet om den inte uppfyller alla vanliga krav på bankrörelse bör garanterade fordringar inte längre omfattas av garantin när administrationen avslutas. För att öka möjligheten att få lämplig extern finansiering och för att minska övergångsproblemen föreslår dock kommittén att garanterade fordringar skall fortsätta att vara garanterade under en övergångstid om tre månader efter det att den offentliga administrationen upphört. Denna lösning medger att kreditgivarna, genom avtalsbestämmelser, tillförsäkrar sig möjligheten att få ersättning från garantin i samband med att den offentliga administrationen upphör.

Garantin föreslås bli generell såtillvida att den skall omfatta alla förpliktelser som uppkommer under tiden som garantin gäller, förutom förpliktelser som re-

Garantin föreslås bli generell såtillvida att den skall omfatta alla förpliktelser som uppkommer under tiden som garantin gäller.

tillämpas när det gäller insättningar som omfattas av insättningsgarantin. Ordningen innebär att, för insättningar som omfattas av insättningsgarantin, insättaren kan fortsätta att ta ut pengar från sitt konto som vanligt, även om banken stoppar fullgörandet av andra förpliktelser (se nedan). En sådan ordning möjliggör för banken att fortsätta med kontohanteringen vilket upprätthåller värdet på banken och underlättar en rekonstruktion samtidigt som det innebär ett bättre skydd för insättaren.

När en statlig garanti utfärdas skall banken betala en avgift för garantin och staten få regressrätt för utbetalningar till följd av garantin.

Ett viktigt syfte med offentlig administration är att skapa ett andrum för banker med finansiella problem på annat sätt än genom statliga kapitaltillskott.

Ett viktigt syfte med offentlig administration är att skapa ett andrum för banker med finansiella problem på annat sätt än genom statliga kapitaltillskott. Genom statlig kontroll och statlig garanti för nya fordringar skall det, enligt förslaget, vara möjligt att under en övergångsperiod, i avvaktan på en lösning av problemen, driva en bank vidare trots att den inte uppfyller lagstadgade kapitalkrav.

OFFENTLIG ACKORD OCH TVÅNGSNEDSÄTTNING AV FORDRINGAR
För att underlätta lösningar utan statliga kapitaltillskott föreslår kommittén att förfarandet offentlig administration skall innehålla bestämmelser om offentligt ackord och tvångsnedsättning av fordringar. I praktiken är det nästan omöjligt att åstadkomma en hållbar rekonstruktion, utan statligt kapitaltillskott, om inte rekonstruktionspaketet innefattar någon form av nedsättning av bankens ”gamla” skulder. En nedsättning kan ske informellt efter överenskommelse mellan de berörda intressenterna, men möjligheten att uppnå resultat vid sådana informella förhandlingar påverkas av vilka tvångsåtgärder som finns tillgängliga.

Kommittén föreslår att bestämmelserna om offentligt ackord i lagen om företagsrekonstruktion skall gälla även vid offentlig administration.

Kommittén föreslår att bestämmelserna om offentligt ackord i lagen om företagsrekonstruktion, med vissa modifieringar, skall gälla även vid offentlig administration. Bestämmelserna innebär att en minoritet av fordringsägarna kan tvingas att sätta ned sina

fordringar på samma sätt som en majoritet har gått med på. Argumentet för en sådan ordning är detsamma vid offentlig administration som vid företagsrekonstruktion, nämligen att förhindra att varje enskild borgenär får en oproportionerligt stark ställning vid förhandlingar om nedsättning av fordringar. När det gäller banker som staten har ett intresse av att rekonstruera finns det dock en risk för att bankens fordringsägare, genom att vägra rösta för ett ackord, spelar på möjligheten att staten skall skjuta till kapital utan motprestation från borgenärerna. För att förhindra att fordringsägarna får en ställning som medger utpressning av staten bör staten ha en möjlighet att med tvång få fordringar på en bank under administration nedsatta. Kommittén föreslår därför att Krishanteringsmyndigheten, i samband med begäran om nedsättning av en banks aktiekapital, skall kunna i domstol begära att även fordringar på banken sätts ned.

En nedsättning av fordringar skall kunna ske endast i den mån det behövs för att skulderna skall motsvara rörelsens värde och ytterligare förutsättningar föreslås vara att aktiekapitalet först sätts ned till noll samt att nedsättningen följer förmansrättsordningen. Endast fordringar som kan omfattas av ett offentligt ackord skall kunna tvångsnedsättas.

BETALNINGSSTOPP

Det är en viktig princip bakom utformningen av institutet offentlig administration att en banks förluster i första hand skall bäras av bankens aktieägare och därefter av de borgenärer som har fordringar som uppstått före beslutet om offentlig administration. De se-

nare bör bära förlusterna enligt de principer som gäller i den allmänna obeståndsrätten. I syfte att förhindra att några borgenärer får fullt betalt på andra borgenärens bekostnad föreslås offentlig administration därför innehålla bestämmelser om betalningsstopp. Förslaget innebär att det är Krishanteringsmyndigheten som beslutar om betalningsstopp och att den aktuella banken genom ett sådant beslut blir bunden att upphöra med att fullgöra alla förpliktelser som uppkommit före stoppet. Krishanteringsmyndigheten skall stoppa en banks betalningar om det inte är i borgenärernas gemensamma intresse att banken fortsätter att fullgöra sina förpliktelser. Om det inte är möjligt att stoppa betalningarna av systemskyddsskäl skall Krishanteringsmyndigheten *skjuta upp betalningsstoppet av systemskyddsskäl*. Staten bör svara för att de betalningar som sker under den tid som betalningsstoppet skjuts upp inte skadar övriga borgenärer; det vill säga de som inte får betalt innan betalningsstopp så småningom beslutas. Kommittén

I syfte att förhindra att några borgenärer får fullt betalt på andra borgenärens bekostnad föreslås offentlig administration innehålla bestämmelser om betalningsstopp.

föreslår en metod som ser till att övriga borgenärer inte skadas av att betalningarna inte stoppas.

Trots ett betalningsstopp skall Krishanteringsmyndigheten kunna besluta att banken skall fullgöra enstaka förpliktelser om det ger en nytta för borgenärerna som överstiger kostnaden. Vidare skall myndigheten kunna besluta att banken skall fullgöra enstaka förpliktelser av systemskyddsskäl. Om fullgörandet inte är i borgenärernas gemensamma intresse skall staten svara för att fullgörandet inte sker på bekostnad av de borgenärer som inte får betalt.

Enligt förslaget skall ett beslut om offentlig administration inte med automatik medföra betalningsstopp, eftersom ett sådant kan ha konsekvenser för en banks rörelse som försvårar och rentav omöjliggör en rekonstruktion av banken. Tanken är att offentlig administration skall kunna tillgripas på ett relativt tidigt stadium innan problemen har blivit så stora att inte alla borgenärer kan få fullt betalt. I sådana fall är det inte nödvändigt att stoppa fullgörandet av bankens förpliktelser för att skydda borgenärerna från en ojämlig behandling. Även systemskyddsskäl kan göra det olämpligt eller omöjligt att stoppa en banks betalningar; en banks underlåtenhet att fullgöra förpliktelser kan medföra problem för andra banker.

Ett betalningsstopp föreslås kunna begränsas till att avse endast efterställda fordringar.

Ett betalningsstopp föreslås kunna begränsas till att avse endast efterställda fordringar. Krishanteringsmyndigheten skall stoppa betalningen av efterställda fordringar om inte fortsatta betalningar ligger i borgenärernas gemensamma intresse. Det skall alltså inte vara möjligt att av systemskyddsskäl skjuta på ett betalningsstopp avseende efterställda fordringar. Betalningar av efterställda lån kan i regel stoppas utan några systemeffekter och utan allvarliga konsekvenser för driften av bankens rörelse. För det fall det finns skäl att tro att oprioriterade borgenärer kommer att få fullt betalt räcker det att stoppa fullgörandet av efterställda fordringar för att skydda borgenärerna. Att låta bli att stoppa betalningar av efterställda lån skulle leda till onödigt stora kostnader för systemskyddet. Kommitténs bedömning är att det i regel kommer att råda sådan osäkerhet om bankens värde vid beslut om offentlig administration att fullgörandet av efterställda fordringar bör stoppas. Om det mot förmodan skulle vara nödvändigt att betala vissa efterställda fordringar av systemskyddsskäl får beslut fattas i varje enskilt fall.

Ett betalningsstopp föreslås inte gälla insättningar som omfattas av den statliga insättningsgarantin.

Ett betalningsstopp föreslås inte gälla insättningar som omfattas av den statliga insättningsgarantin, eftersom det medger att banken fortsätter att bedriva inlåningsverksam-

het och betalningsförmedling, vilket torde underlätta en rekonstruktion. Lösningen innebär också ett bättre konsumentskydd; för många insättare kan det vara besvärligt att inte ha tillgång till sina insättningar, även om det bara är fråga om några dagar. Förbättringen av konsumentskyddet minskar i sin tur risken för att insättare skall ta ut sina pengar på grund av oro för att banken skall sättas under offentlig administration. Insättningsgarantinämnden skall, med en metod som liknar den som används vid uppskjutet betalningsstopp, svara för att utbetalningar till insättare inte skadar andra borgenärer.

UPPHÖRANDE


Offentlig administration skall enligt förslaget upphöra när det inte längre finns skäl för förfarandet. Om en bank uppfyller alla krav på bankrörelse och beräknas kunna klara finansieringen på egen hand skall den offentliga administrationen upphöra och banken sättas i fri verksamhet. Offentlig administration kan också avslutas genom att banken försätts i konkurs eller blir föremål för likvidation efter ansökan av Krishanteringsmyndigheten. Offentlig administration skall inte få pågå längre än två år om det inte finns särskilda skäl för det. För att motverka risken för att förfarandet pågår längre än nödvändigt, med de nackdelar för ägarna som detta kan medföra, skall ägare till minst 10 procent av aktierna efter sex månader från beslutet om offentlig administration hos rätten kunna begära att denna upphör.

Offentlig administration skall inte få pågå längre än två år om det inte finns särskilda skäl för det.

Krishanteringsmyndigheten

Kommittén föreslår, som nämnts, att det skall inrättas en särskild myndighet – Krishanteringsmyndigheten – med huvudansvar för institutet offentlig administration. Myndigheten skall också kunna fungera som informell rekonstruktör utanför offentlig administration och hjälpa till med kontakterna mellan banker som har finansiella problem och potentiella finansiärer. Myndigheten skall med andra ord kunna agera som förhandlingsbiträde. Kommittén anser att dessa uppgifter inte är lämpliga för vare sig Finansinspektionen, Riksbanken eller Insättningsgarantinämnden, eftersom de kan komma i konflikt med deras huvudsakliga uppgifter. Genom inrättandet av en särskild krishanteringsmyndighet är det möjligt att renodla de olika myndigheternas roller.

Kommittén föreslår, att det skall inrättas en särskild myndighet – Krishanteringsmyndigheten – med huvudansvar för institutet offentlig administration.



Enligt kommitténs bedömning är det under normala förhållanden tillräckligt att Krishanteringsmyndighetens styrelse träffas regelbundet för att diskutera utvecklingen på de finansiella marknaderna och för att förbereda sig för krissituationer av olika slag. Det kan vara lämpligt att styrelsen har någon form av mycket begränsad kanslifunktion till sitt förfogande. Styrelsen bör i sitt arbete ha tillgång till informationsflödena och kunskapen inom Finansinspektionen och Riksbanken, vilket kan lösas genom representation i styrelsen. I händelse av kris i någon bank måste Krishanteringsmyndigheten ha möjlighet att snabbt få tillgång till nödvändiga resurser, till exempel för att anlita konsulter, eventuellt anställa personal eller liknande, för att möta de krav som den nya situationen må ställa.

En av Krishanteringsmyndighetens uppgifter blir att avgöra om en bank i svårigheter bör sättas under offentlig administration eller om likvidation eller konkurs är lämpligare alternativ.

En av Krishanteringsmyndighetens uppgifter blir att avgöra om en bank i svårigheter bör sättas under offentlig administration eller om likvidation eller konkurs är lämpligare alternativ. Vid bedömningen gäller det att avgöra om banken kan komma att utgöra en systemrisk eller om det finns risk för omfattande kapitalförstöring. Bedömningen fordrar ingående kunskap om det finansiella systemet och är i hög grad beroende av det allmänna ekonomiska läget, tillståndet på bankmarknaden och även internationella förhållanden. I tider av allmän oro på de finansiella marknaderna och när det kan vara aktuellt att sätta flera banker under offentlig administration är det viktigt att denna bedömning görs samlat hos Krishanteringsmyndigheten. Självklart bör Krishanteringsmyndigheten i dessa frågor samråda med Finansinspektionen och Riksbanken. Detta kommer att ske naturligt om det ingår företrädare för Riksbanken och Finansinspektionen i styrelsen för Krishanteringsmyndigheten och även annars kan det förutsättas att informationsutbytet mellan myndigheterna blir omfattande och öppet.

Den viktigaste uppgiften för Krishanteringsmyndigheten blir att ta kontroll över en bank som satts under offentlig administration och bestämma inriktningen på rekonstruktionsarbetet.

Den viktigaste uppgiften för Krishanteringsmyndigheten blir att ta kontroll över en bank som satts under offentlig administration och bestämma inriktningen på rekonstruktionsarbetet. Efter ett beslut om offentlig administration måste myndigheten, i den mån den inte redan har det, snabbt skapa sig en klar bild av läget i banken. Eventuellt bör den byta ut bankens styrelse och verkställande direktör. Konsulter kan behöva anlitas för att utröna bankens ekonomiska ställning. För att påskynda eventuell rekrytering av ny ledning och konsulter bör myndigheten vara förberedd genom att ha sonderat lämpliga kandidater. Ome-



delbart efter beslutet om offentlig administration måste myndigheten också ta ställning till om huruvida bankens betalningar skall stoppas och om huruvida en garanti bör utfärdas. Därefter vidtar arbetet med en rekonstruktion innefattande bland annat förhandlingar om försäljning av delar av rörelsen och ny finansiering samt eventuella beslut om att helt eller delvis lägga ned rörelsen.

Sammanfattningsvis anser kommittén följande beträffande behovet av att inrätta en permanent krishanteringsmyndighet.

För att hantera systemrisker och för att möjliggöra en rekonstruktion av en bank utan onödig kapitalförstöring torde normalt fortsatt drift utan avbrott vara en grundförutsättning. Detta resonemang är bakgrunden till kommitténs förslag om offentlig administration kombinerat med en permanent inrättad krishanteringsmyndighet. Som framgår av betänkandet är offentlig administration ett flexibelt men ganska komplicerat instrument till skydd mot en rad olika typer av systemhotande kriser samt för avveckling eller rekonstruktion av banker.

Det är kommitténs bestämda uppfattning att det föreslagna förfarandet kräver en permanent inrättad krishanteringsmyndighet så att den:

- är väl förtrogen med relevant lagstiftning
- erhåller information löpande bland annat från Finansinspektionen och Riksbanken
- förberett sig för de olika situationer som mycket snabbt kan kräva beslut och insatser.

Det är kommitténs bestämda uppfattning att det föreslagna förfarandet kräver en permanent inrättad krishanteringsmyndighet.

Rollfördelningen mellan inblandade myndigheter

En fördel med en särskild ordning för rekonstruktion och avveckling av banker och en särskild krishanteringsmyndighet är att Finansinspektionen, Riksbanken och Insättningsgarantinämnden kan ges tydliga roller i händelse av kris i en eller flera banker.

Finansinspektionens primära uppgift är att bedriva tillsyn över enskilda banker. En väsentlig del i tillsynsuppgiften är att identifiera problem i en bank på ett tidigt stadium. Kapitalproblem och vissa andra problem leder slutligen till att en banks oktroj måste återkallas. Visar det sig att en bank saknar förmåga att på egen hand åtgärda problemen skall inspektionen samråda med Krishanteringsmyndigheten. Myndighe-

***Finansinspektionens* primära uppgift är att bedriva tillsyn över enskilda banker.**

ten kan då inträda i rollen som förhandlingsbiträde. Den rollen bör inte Finansinspektionen åläggas att spela, eftersom inspektionen med hänsyn till sin fortsatta tillsynsuppgift inte bör ha något ansvar för de lösningar som förhandlingarna kan leda till. Innan Krishanteringsmyndigheten ansöker om att en bank skall sättas under offentlig administration skall den, enligt förslaget, samråda med Finansinspektionen och Riksbanken.

Det är viktigt att arbetsfördelningen mellan Finansinspektionen och Krishanteringsmyndigheten blir sådan att ansvarsområdena inte överlappar varandra eller att det uppstår glapp mellan dem. En bank under offentlig administration skall vara föremål för ordinär tillsyn. Även när Krishanteringsmyndigheten bedriver rekonstruktionsförhandlingar bör inspektionens verksamhet beträffande den aktuella banken begränsas till ordinär tillsyn. Självfallet krävs i sådana lägen nära kontakter mellan Krishanteringsmyndigheten och inspektionen.

Riksbanken har, som en del i ansvaret för ett stabilt betalningsväsende, en likviditetsstödjande uppgift.

Riksbanken har, som en del i ansvaret för ett stabilt betalningsväsende, en likviditetsstödjande uppgift. En stor del av bankers skulder är antingen omedelbart uppsägningsbara eller har mycket kort löptid. Om misstro mot

en banks betalningsförmåga uppstår får banken snabbt ett akut likviditetsbehov. Samtidigt saknar en stor del av bankers tillgångar andrahandsmarknad. En bank som drabbas av misstro kan därför normalt sett inte tillgodose sitt likviditetsbehov genom att snabbt sälja tillgångar. Vid framtingad försäljning kan banken behöva acceptera priser långt under det bokförda värdet. Av denna anledning kan misstro mot en banks betalningsförmåga bli självuppfyllande. För att undvika att även solida och livskraftiga banker blir insolventa på grund av misstro mot deras förmåga att fullgöra förpliktelser, kan banker med likviditetsproblem vända sig till Riksbanken för att få lån på särskilda villkor, så kallade nödkrediter.

Motiven för en ordning med centralbanken som så kallad lender of last resort är främst att undvika systemriskerna men även onödig kapitalförstöring. Det är samtidigt viktigt att nödkrediter inte används för att hålla liv i banker som inte är livskraftiga. Riksbanken bör därför bara ge nödkredit om den bedömer att bankens likviditetsproblem beror på ogrundad misstro mot bankens ekonomiska ställning eller att banken inom kort kommer att lyckas åtgärda sina problem. För att förhindra att banken tvingas att underlåta att fullgöra betalningar innan ett beslut om offentlig administration hinner fattas och verkställas, bör dock Riksbanken finansiera en bank i avvaktan på ett beslut om offentlig administration. Riksbanken skall således innan den nekar nödkredit samråda med Krishanteringsmyndigheten.



Det bör vara möjligt för Riksbanken att ge nödkredit till banker under offentlig administration. I de fall en statlig garanti för att en bank skall fullgöra sina förpliktelser är utfärdad finns det inte anledning för Riksbanken att underlåta att ge nödkrediter. Det bör därför vara möjligt att förutsätta att Riksbanken underlättar Krishanteringsmyndighetens arbete genom att vid behov ge nödkrediter till banker under offentlig administration.

Insättningsgarantinämndens uppgift är att hantera insättningsgarantin och investerarskyddet. Genom framför allt insättningsgarantin är staten latent en stor fordringsägare i

banker. För att underlätta rekonstruktion av banker med finansiella problem föreslår kommittén att nämnden bör få möjlighet att vid ackord agera som fordringsägare på statens vägnar. Insättningsgarantinämnden skall därvid endast se till kostnaderna för insättningsgarantisystemet och inte ta hänsyn till effekten på det finansiella systemet, det vill säga nämnden får bara gå med på (rösta för) ett ackord om nämnden bedömer att ackordet kommer att leda till lägre kostnader för insättningsgarantisystemet. Möjligheten att genomföra ett ackord skulle vara betydligt mindre om nämnden inte kan delta. Insättningar som omfattas av den statliga insättningsgarantin utgör i regel en betydande del av bankers finansiering så om nämnden inte kan delta skulle övriga borgenärer få bära en oproportionerligt stor börda. Av samma anledning skall nämnden stå för nedsättningen av garanterade insättningar vid en tvångsnedsättning av oprioriterade fordringar.

***Insättningsgarantinämndens* uppgift
är att hantera insättningsgarantin
och investerarskyddet.**

Att besegra inflationen – en introduktion till Sargents analys

AV ULF SÖDERSTRÖM OCH ANDERS VREDIN
Verksamma vid forskningsavdelningen

Under 1960- och 1970-talen steg inflationen trendmässigt i OECD-länderna. Under 1980- och 1990-talen föll däremot inflationen och har nu kommit ned till nivåer som var vanliga före 1960 (och till och med ännu lägre). Innebär denna utveckling att centralbanker världen över har lärt sig att kontrollera inflationen, eller är dagens situation med låg och stabil inflation ett resultat av en serie gynnsamma men tillfälliga faktorer? Vilken utveckling vi har skäl att förvänta oss i framtiden beror i hög grad på vilken tolkning vi väljer att göra av det som skett de senaste 40–50 åren.

Sargent jämför olika teorier om inflationens bestämning, diskuterar deras relevans för utvecklingen i USA och presenterar en egen teori.

Inflation, diskuterar deras relevans för utvecklingen i USA och presenterar en egen teori. Denna teori pekar på att det kan vara för tidigt att blåsa faran över: nya störningar i ekonomin, av samma typ som förekommit tidigare, skulle kunna starta en ny inflationsprocess.

Inflationen i Sverige och Storbritannien har i stort sett följt samma utveckling som i USA.

Sargents analys är viktig av flera skäl. Det är därför angeläget att göra den tillgänglig för en större krets. Diagram 1 och 2, som kan jämföras med Diagram 1 i den sammanfattande artikeln av Sargent och Söderström, visar att inflationen i Sverige och Storbritannien i stort sett följt samma utveckling som i USA.¹ Bilden är densamma

¹ Källa: Se Vredin och Warne (2000).



för många andra länder. Sargents resonemang är därför sannolikt relevant även för andra länder än USA. I Europa är många övertygade om att problemen med hög inflation nu är lösta, varför Sargents analys kan vara en nyttig tankeställare. Samtidigt finns det viktiga skillnader mellan Europa och USA. Den europeiska centralbanken ECB, Bank of England och Sveriges riksbank har tydligare mandat att sträva efter prisstabilitet, och tydligare inflationsmål, än Federal Reserve i USA. De europeiska centralbankerna har därtill fått ökad självständighet på senare år. Federal Reserve har dock åtnjutit relativt hög självständighet under en längre tid.

Diagram 1. Inflation (KPI) i Sverige, 1955–1998

13-månaders centererat glidande medelvärde, procent

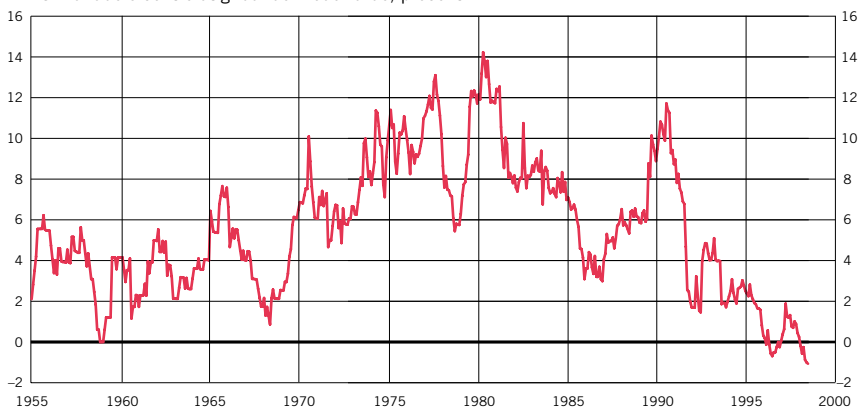
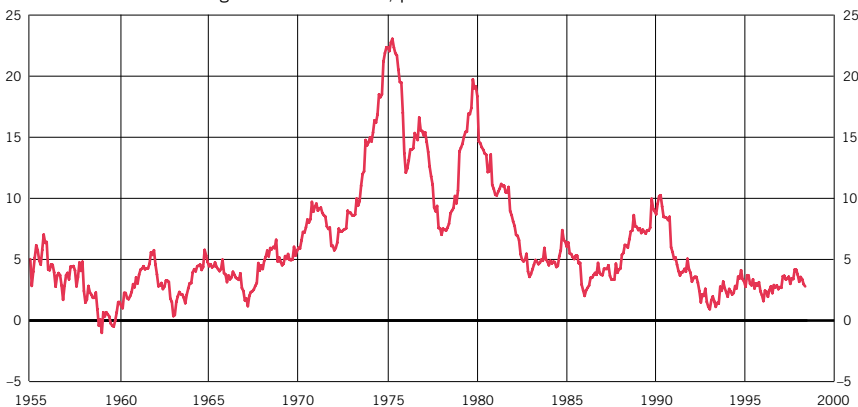


Diagram 2. Inflation (RPI) i Storbritannien, 1955–1998

13-månaders centererat glidande medelvärde, procent



Uppgången i inflationen: penningpolitikens trovärdighetsproblem

Centralbankerna hade ambitionen att hålla nere arbetslösheten, till och med under vad som kunde betraktas som en jämviktsnivå.

Många tolkningar av varför inflationen steg under 1960- och 1970-talen tar sin utgångspunkt i två inflytelserika artiklar av Finn Kydland och Edward Prescott (1977) respektive Robert Barro och David Gordon (1983).

I båda artiklarna baseras förklaringen till inflationen på tre grundstenar. För det första hade centralbankerna ambitionen att hålla nere arbetslösheten, till och med under vad som kunde betraktas som en jämviktsnivå. Att ett större eller mindre utbudsöverskott på arbetskraft uppstår hela tiden – det vill säga att jämviktsarbetslösheten är större än noll – beror på friktioner på arbetsmarknaden. På 1960- och 1970-talen var centralbankerna relativt osjälvständiga och inflationsbekämpningen var lågt prioriterad. Det var allmänt accepterat att centralbankerna skulle göra vad de kunde för att hålla arbetslösheten nere och sålunda motverka effekterna av friktionerna på arbetsmarknaden. Centralbankernas möjlighet att åstadkomma detta beror bland annat på förekomsten av nominella lönestelheter. När väl löneökningarna i nominella termer är fastställda för en viss tid framåt kan centralbankerna, genom att skapa högre inflation än förväntat, sänka reallönerna och på detta sätt stimulera sysselsättningen.

Lönekontrakt och andra avtal läggs fast under rationella förväntningar om hur penningpolitiken kommer att bedrivas.

Den andra viktiga förutsättningen i denna inflationsteori är att lönekontrakt och andra avtal läggs fast under rationella förväntningar om hur penningpolitiken kommer att bedrivas. Hushåll och företag räknar med att

centralbankerna är frestade att skapa högre inflation än förväntat. Därför förväntar de sig en så pass hög inflation att centralbankerna inte önskar höja inflationen ytterligare (trots att de även bryr sig om arbetslösheten), och dessa förväntningar om hög inflation avspeglas i höga nominella löneökningar.

Det finns inte några möjligheter för en centralbank att göra bindande utfästelser för en viss inflationstakt.

Ett tredje viktigt antagande bakom dessa resonemang är att det inte finns några möjligheter för en centralbank att göra bindande utfästelser för en viss inflationstakt. När

ingenenting hindrar centralbankerna att bryta sina löften, är det enda trovärdiga inflationsmålet den inflationstakt vid vilken centralbanken inte har några incitament att skapa ytterligare inflation.

Resultatet av analysen blir alltså att inflationen i genomsnitt kommer att lig-

ga på en hög nivå, men att det inte förekommer några systematiska avvikelser mellan förväntad och faktiskt inflation, varför centralbankens politik inte heller har någon systematisk effekt på arbetslösheten. Detta utfall kallar Sargent för en "Nash-jämvikt". Denna historia stämmer uppenbarligen väl med erfarenheterna från 1960- och 1970-talen. Uppgången i inflationen i USA kom ganska snart efter att den amerikanska centralbanken Federal Reserve hade rekommenderats att sänka arbetslösheten genom att acceptera ökad inflation.

Resultatet av analysen blir alltså att inflationen i genomsnitt kommer att ligga på en hög nivå.

Nedgången i inflationen: två "traditionella" tolkningar

Teorin om trovärdighetsproblemet medger alternativa tolkningar av varför uppgången i inflationen så småningom förbyttes i en nedgång. (För en utförligare översikt av argumenten se till exempel Apel och Viotti, 1998). En tolkning är att det skett en *total omläggning av penningpolitiken*. Det verkar inte helt

Teorin om trovärdighetsproblemet medger alternativa tolkningar av varför uppgången i inflationen så småningom förbyttes i en nedgång. En tolkning är att det skett en *total omläggning av penningpolitiken*.

orealistiskt att tro att politiker och centralbankirer lärt sig av erfarenheterna (och av ekonomisk teori) och helt enkelt bestämt sig för att penningpolitiken fortsättningsvis snarare ska inriktas på att försöka hålla nere den genomsnittliga inflationstakten än på att försöka påverka arbetslösheten. För att genomföra en sådan förändring av penningpolitiken krävs – enligt teorin ovan – att politikerna omformulerar målen för penningpolitiken. Ett exempel på en sådan omformulering kan vara att centralbankens mål för arbetslösheten inte ska avvika från jämviktsarbetslösheten. Alternativt kan man utse en centralbanksledning som är både självständig och "konservativ" i så måtto att den fäster större vikt vid inflationsbekämpning (relativt arbetslöshet) än samhället i övrigt. Poängen med att introducera en sådan imperfektion i ekonomin är att man därigenom kan motverka andra imperfektioner, som friktionerna på arbetsmarknaden eller bristen på möjlighet att utfärda bindande löften om inflationen. Detta argument framfördes av Kenneth Rogoff (1985). En tredje möjlighet att besegra inflationen är att försöka genomföra institutionella förändringar som är direkt riktade mot friktionerna på arbetsmarknaden eller som syftar till att understödja utfästelser från centralbanken om låg inflation.

I princip borde det vara möjligt att med så pass genomgripande förändringar

av de förhållanden som Kydland-Prescott och Barro-Gordon utgick från i sin analys uppnå lägre inflation utan någon kostnad i form av ökad arbetslöshet. Man skulle då kunna nå vad Sargent kallar "Ramsey-jämvikten", nämligen att det politiska systemet överger tron på att penningpolitiken kan påverka arbetslösheten, och därför gör en omläggning av politiken ("the triumph of the natural rate").

En total omläggning av politiken förefaller inte som någon orimlig förklaring till vad som hänt, åtminstone inte i Europa.

En sådan total omläggning av politiken förefaller inte som någon orimlig förklaring till vad som hänt, åtminstone inte i Europa, där man har genomdrivit ett antal institutionella förändringar. I USA har sådana reformer inte genomförts i lika hög grad – även om man kan hävda att centralbankscheferna där varit självständiga och konservativa ändå. Ett par alternativa förklaringar till nedgången i inflationen i USA har i alla fall framförts.

En förklaring går ut på att jämviktsarbetslösheten har sjunkit.

En förklaring går ut på att *jämviktsarbetslösheten har sjunkit*. Peter Ireland (1999) hävdar att nedgången i inflationen i USA under 1980- och 1990-talen kan förklaras utan hänvisning till en omläggning av politiken, om man antar att ekonomin har utsatts för ett antal gynnsamma störningar som sänkt jämviktsarbetslösheten. Irelands förklaring är alltså att Kydland-Prescotts och Barro-Gordons grundläggande antaganden om ekonomins funktionssätt fortfarande är giltiga. Precis som inflationen ökade när ekonomin utsattes för negativa störningar och en trendmässig uppgång i arbetslösheten under 1960- och 1970-talen, har inflationen fallit som ett resultat av en serie gynnsamma störningar under 1980- och 1990-talen. Men penningpolitiken har, enligt Ireland, i grunden varit densamma.

Nedgången i inflationen i Europa verkar ha mer att göra med en omläggning av penningpolitiken än en nedgång i jämviktsarbetslösheten.

Åtminstone vid en ytlig betraktelse verkar nedgången i inflationen i Europa ha mer att göra med en omläggning av penningpolitiken än en nedgång i jämviktsarbetslösheten. Denna tycktes i Europa snarare stiga långt in på 1990-talet. I USA:s fall tycks frågan vara mer öppen.

En tredje tolkning: Sargents teori

Sargent (1999) lanserar och prövar ytterligare en förklaring till utvecklingen av inflationen i USA. I Sargents modell antas centralbanken och allmänheten bete sig i stort sett enligt de antaganden som Kydland-Prescott och Barro-Gordon gjorde. I denna mening är Sargents analys förenlig även med Irelands. Huvudtanken i

Sargents resonemang är emellertid att centralbanken inte har perfekt kunskap om det verkliga sambandet mellan inflation och arbetslöshet, det vill säga "Phillips-kurvan". Centralbanken uppdaterar sin uppfattning om sambanden i Phillips-kurvan allteftersom nya siffror över arbetslöshet och inflation presenteras. Men banken fäster större vikt vid de senast presenterade siffrorna och låter inte erfarenheter från tidigare perioder påverka sambandet lika mycket. Förklaringen till detta skulle kunna vara att centralbanken inte uppfattar Phillips-sambandet som stabilt utan misstänker att detta ändrar karaktär över tiden. Genom sitt beteende kommer centralbanken att göra detta antagande självuppfyllande: Sambandet mellan inflation och arbetslöshet beror på penningpolitikens uppläggning, och när denna ändras över tiden kommer den skattade Phillips-kurvan också att göra det.

Enligt Sargents teori har Fed alltså inte drivit ned inflationen för att man varit övertygad om att man inte någonsin kan påverka arbetslösheten ("the triumph of the natural rate") utan för att man på senare tid uppfattat utbytbarheten mellan inflation och arbetslöshet så pass "ogynnsam" – en nedgång i arbetslösheten skulle vara förknippad med kraftigt höjd inflation – att det inte längre är önskvärt med hög inflation. Allteftersom ekonomin drabbas av nya störningar och Phillips-sambandet förefaller att ändras, kommer emellertid denna uppfattning att revideras; och inflationen kan mycket väl komma att stiga kraftigt igen.

Det bör understrykas att Sargent inte hävdar sig kunna leda i bevis att hans teori är den rätta och att det verkligen inte skett någon omläggning av politiken. Hans poäng är snarare att båda tolkningarna är förenliga med god ekonomisk teori och ingen av dem förefaller orealistisk. Beroende på hur vi föreställer oss att de ekonomisk-politiska beslutsfattarna resonerar kan vi antingen tro att den nuvarande situationen med låg inflation kommer att bli långvarig, eller att en process med stigande inflation mycket väl kan sätta igång igen. Som vi antytt är det möjligt att Sargents varningar är mer befogade för USA än för Europa. Vikten av explicita inflationsmål och

Sambandet mellan inflation och arbetslöshet beror på penningpolitikens uppläggning, och när denna ändras över tiden kommer den skattade Phillips-kurvan också att göra det.

Enligt Sargents teori har Fed drivit ned inflationen för att man på senare tid uppfattat utbytbarheten mellan inflation och arbetslöshet så pass "ogynnsam" att det inte längre var önskvärt med hög inflation.

Den keynesianska tankeramen har allttjämt ett stadigt grepp om ekonomer och politiker världen över. Därför är resonemangen i Sargents bok värda att tas på allvar.



ett tydligt penningpolitiskt budskap har betonats starkare av centralbankerna i Europa (liksom i Australien, Kanada och Nya Zeeland) än i USA. Men den keynesianska tankeramen – dess tolkning av Phillips-sambandet och av centralbankens uppgifter – har alltså ett stadigt grepp om ekonomer och politiker världen över. Därför är resonemangen i Sargents bok värda att tas på allvar. Förhoppningsvis kan sammanfattningen som publiceras i denna tidskrift bidra till att Sargents idéer sprids till en större krets.



Referenser

- Apel, Mikael och Staffan Viotti, "Varför är det bra med en självständig centralbank?", *Penning- och valutapolitik* 2, 1998, Sveriges riksbank, 5–32.
- Barro, Robert J. och David B. Gordon, "A positive theory of monetary policy in a natural rate model", *Journal of Political Economy* 91 (4), August 1983, 589–610.
- Ireland, Peter N., "Does the time-consistency problem explain the behavior of inflation in the United States?", *Journal of Monetary Economics* 44 (2), October 1999, 279–291.
- Kydland, Finn och Edward C. Prescott, "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy* 85 (3), June 1977, 473–491.
- Rogoff, Kenneth, "The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target", *Quarterly Journal of Economics* 100 (4), November 1985, 1169–1189.
- Sargent, Thomas J., *The conquest of American inflation*, Princeton University Press, 1999.
- Vredin, Anders och Anders Warne, "Unemployment and inflation regimes", Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 107, May 2000.

The conquest of American inflation: A summary

BY THOMAS J. SARGENT AND ULF SÖDERSTRÖM

Sargent is Professor of Economics at Stanford University and Senior Fellow at the Hoover Institution in Stanford, California; Söderström is a visiting researcher at the Research Department of Sveriges Riksbank

This essay compares two different interpretations of postwar U.S. inflation. In both stories, the government learns a version of the natural unemployment rate hypothesis: in the first, the correct rational expectations version, in the second, an approximating adaptive expectations version. Although the first story is more popular among modern macroeconomists, it suffers from contradictions and loose ends. Therefore the second story is considered. This story, which captures important features of policy making at the Federal Reserve, is more successful than the first in explaining the rise and fall of American inflation.

The rise and fall of U.S. inflation

Figure 1 plots the annual rate of inflation in the U.S. since World War II. Inflation was low during the late 1950's and early 1960's, swept upward into the 1970's, and then fell abruptly with Chairman Paul Volcker's stabilization in the early 1980's. If we take for granted that inflation is under the control of the Federal Reserve, how can we explain these observations?

This essay evaluates two interpretations of the U.S. post-war inflation history based on policy makers' beliefs about the Phillips curve. In both stories, the Federal Reserve authorities learn the natural rate of unemployment theory from a combination of experience and a priori reasoning.¹ The stories differ in how the

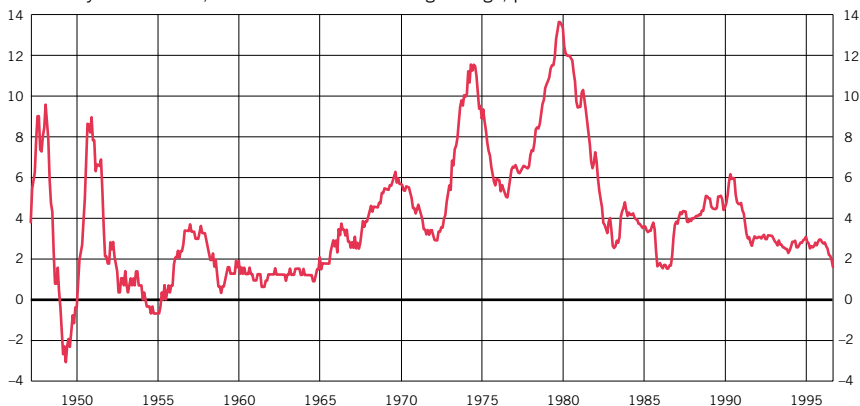
This is a summary of Sargent (1999), which in turn is based on the Marshall lectures at the University of Cambridge in October 1996 and the Nemmers inaugural lecture at the Northwestern University in May 1997. See also Cho and Sargent (1999) for formal proofs of the main arguments. Anders Vredin and Marianne Nessén have provided helpful comments on early drafts of this summary.

¹ The natural-rate theory was developed and refined by Phelps (1967), Friedman (1968), and Lucas (1972). It implies that the average rate of unemployment is determined by real forces, and not altered by permanent changes in the inflation rate.



Figure 1. U.S. post-war inflation

Monthly CPI inflation, 13-month centered moving average, percent



natural-rate theory is cast. In the first story, the government learns the correct rational expectations version of the theory, whereas in the second story, it learns an approximating adaptive version, adjusting its policy behavior as the economy develops over time. The first story will be called the *triumph of natural-*

This essay evaluates two interpretations of the U.S. post-war inflation history based on policy makers' beliefs about the Phillips curve. The first story will be called the *triumph of natural-rate theory* and the second one the *vindication of econometric policy evaluation*.

Figure 2a. Monthly unemployment rate and inflation

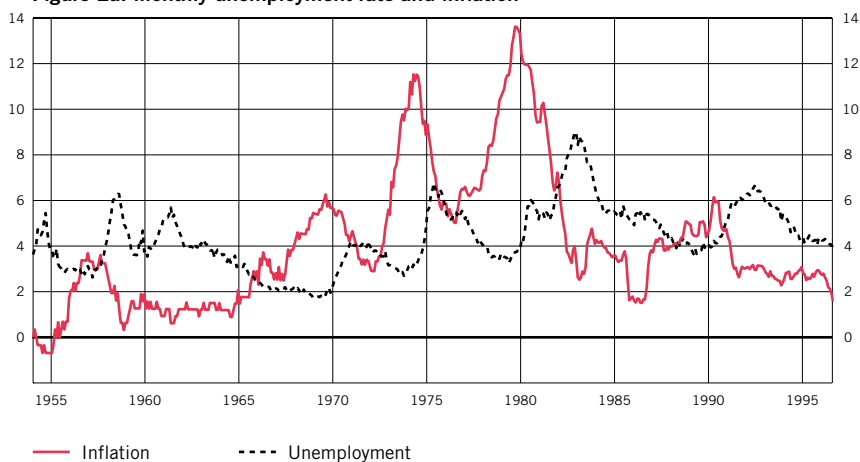


Figure 2b. Business cycle components of unemployment and inflation

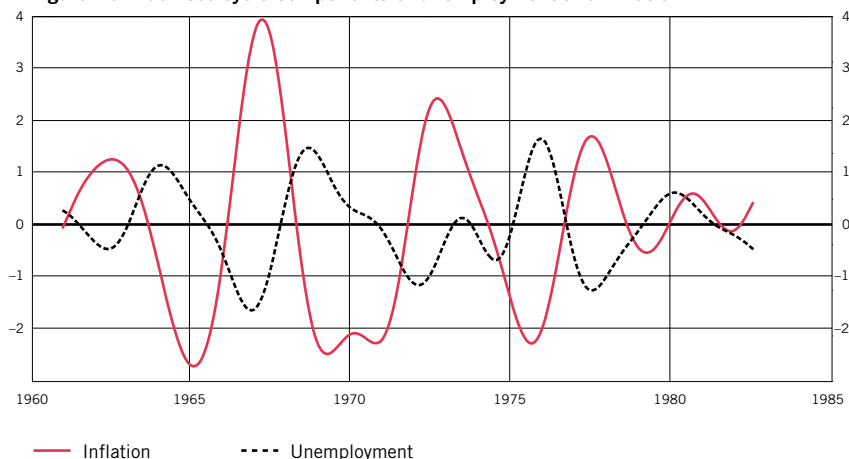
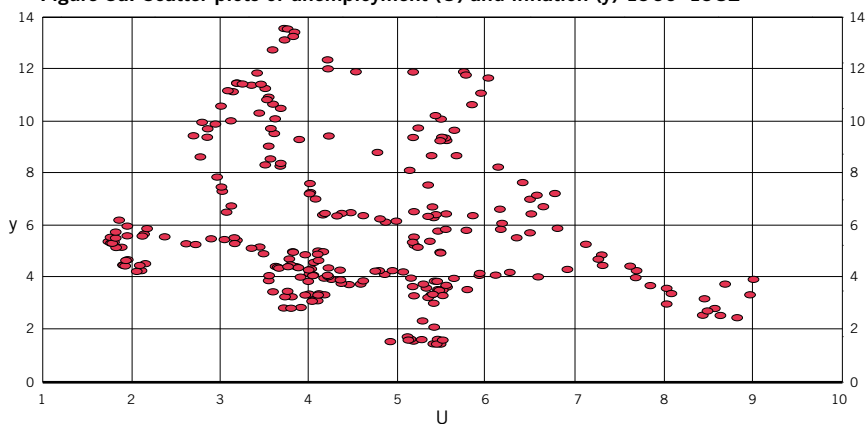


Figure 3a. Scatter plots of unemployment (U) and inflation (y) 1960–1982



Despite its disrepute within important academic and policymaking circles, the Phillips curve persists in U.S. data.

rate theory and the second one the *vindication of econometric policy evaluation*.

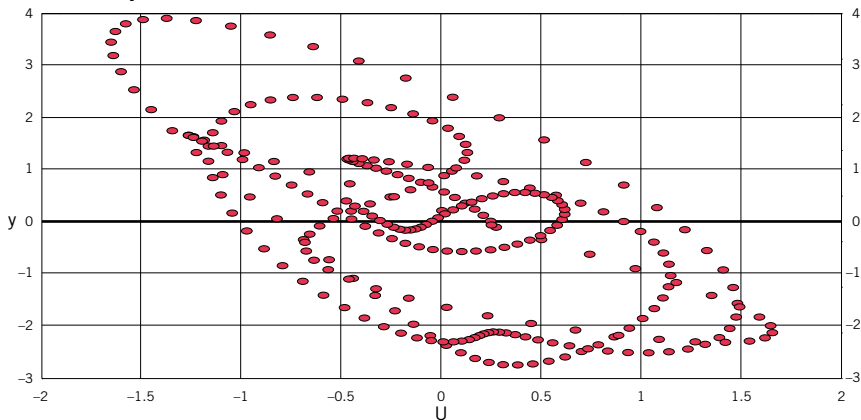
Despite its disrepute within important academic and policymaking circles, the Phillips curve persists in U.S. data. Figure 2a plots the unemployment rate for white men over 20 years of age against the CPI inflation rate, and Figure 2b plots business cycle components of inflation and unemployment.² Likewise, Figure 3a plots monthly inflation against monthly unemployment for the 1960–82 subperiod, which interests us most, and Figure 3b plots the business cycle components of these two series. An examination of these figures

Despite its disrepute within important academic and policymaking circles, the Phillips curve persists in U.S. data. Figure 2a plots the unemployment rate for white men over 20 years of age against the CPI inflation rate, and Figure 2b plots business cycle components of inflation and unemployment.² Likewise, Figure 3a plots monthly inflation against monthly unemployment for the 1960–82 subperiod, which interests us most, and Figure 3b plots the business cycle components of these two series. An examination of these figures

² These business cycle components have been calculated using methods described by Baxter and King (1999).



Figure 3b. Scatter plots of business cycle components of unemployment (U) and inflation (y) 1960–1982




allows the eye to spot an inverse relationship between inflation and unemployment at business-cycle frequencies – a Phillips curve.

“THE TRIUMPH OF NATURAL-RATE THEORY”

The first story that explains the inflation history of the U.S. builds on work by Kydland and Prescott (1977) and Barro and Gordon (1983). Adherence to the gold standard and then to the rules of Bretton Woods gave the U.S. low inflation and low expectations of inflation. In 1960, Paul Samuelson and Robert Solow found a Phillips curve in the U.S. time series for inflation and unemployment (Samuelson and Solow, 1960). They argued that the negative relationship between inflation and unemployment was exploitable and suggested raising inflation to reduce unemployment. Soon, their recommendation was endorsed by many macroeconomists and implemented by policy makers. To everyone’s dismay, over time the Phillips curve shifted adversely: inflation rose, but unemployment on average did not fall.

In the meantime, the concept of the natural rate of unemployment was created and refined. This theory, which assigns a central role to people’s expectations about inflation in locating the Phillips curve, allowed only a temporary trade-off between inflation and unemployment and could explain the observed adverse shifts in the Phillips curve. As inflation rose, unemployment

The concept of the natural rate of unemployment allowed only a temporary trade-off between inflation and unemployment and could explain the observed adverse shifts in the Phillips curve.



would be temporarily reduced. Eventually, however, as the public adjusted its expectations to the new level of inflation, unemployment would move back towards the natural rate. The rational expectations version of the theory meant that policy makers should ignore any temporary Phillips curve trade-off and strive only for low inflation. These ideas spread among academics, then influenced policy makers, and ultimately promoted the lower inflation rates of the 1980's and 1990's. Thus, events were shaped by policy makers' beliefs – some false, others true – and the actions those beliefs inspired.

“THE VINDICATION OF ECONOMETRIC POLICY EVALUATION”

The alternative interpretation ascribes Volcker's conquest of inflation in the 1980's partly to the success of the econometric and policymaking procedures that Robert Lucas challenged in his famous Critique.³ This story also assumes that the data conformed to the natural-rate hypothesis, whether or not the policy makers realized it. Policy makers accepted the Phillips curve as an exploitable trade-off; they also adopted their methods for learning from data and for deducing policy recommendations (in the way criticized by Lucas). Recurrently, they re-estimated the Phillips curve and used it to reset the inflation and unemployment targets, ignoring the effects of inflation expectations on the Phillips curve. That method revealed a shifting Phillips curve, which, when interpreted mechanically, led policy makers to pursue lower inflation.

The vindication story describes the post-war history of U.S. inflation in terms of an adaptive theory of policy.

To complete the vindication story, this essay describes the post-war history of U.S. inflation in terms of an adaptive theory of policy.

The theory originates with a minimal departure from rational expectations and accounts for features of the data that rational expectations theory misses. Although the rational expectations revolution of the 1970's left adaptive expectations outmoded, the story recalls adaptive expectations in a modern form, incorporating forecasting functions like those in rational expectations models but with coefficients that adapt to fit recent data. Thus, adaptive expectations play an essential role in generating the inflation observations and in improving theoretical outcomes, making them fit more closely to the observed history.

³ Lucas (1976) used Samuelson and Solow's method for deducing policy recommendation from a statistical Phillips curve as an example of erroneous methodology. He concluded that since agents' behavior varies with changes in the government's policy rules, "...comparisons of alternative policy rules using current macroeconomic models are invalid regardless of the performance of these models over the sample period or in ex ante short-term forecasting" (p. 41).



This interpretation accounts for the post-war inflation in terms of an adaptive government adjusting its naive view of a Phillips curve in the light of recent evidence, a procedure that makes the government's inflation policy change over time. The account of the inflation process denies that inflation policy is conducted in a vacuum or occurs as a natural experiment, as in the Lucas (1972, 1976) model where policy is exogenous. Instead, it asserts that inflation policy emerges gradually from an adaptive process. This story is more attractive than the triumph of the natural-rate story, since that story has contradictions, loose ends, and elements of adaptation. At the same time, although the vindication story backs away slightly from rational expectations, it imposes more restrictions on government policy than does the triumph of the natural-rate story.

Although the vindication story backs away slightly from rational expectations, it imposes more restrictions on government policy than does the triumph of the natural-rate story.

READER'S GUIDE

The outline of this essay is as follows. First, the Lucas Critique is reviewed and modified, to set the stage for the adaptive models in the rest of the essay. The following section describes rational expectations models and the literature on the credibility problem of monetary policy. Using the basic model of Kydland and Prescott (1977), it is shown how attempts to exploit the temporary Phillips curve trade-off can lead to higher inflation, with no gains in terms of unemployment.

The remainder of the essay explores alternative modifications of the basic model that might produce the observed history. We start our departure away from rational expectations by returning to the origin of the natural-rate hypothesis in the 1950's and 1960's. That model is then modified to include misspecification, showing that if agents have only a slightly mistaken view of the Phillips curve, this can substantially influence the outcomes of inflation and unemployment. Then the concept of self-confirming equilibria is introduced. In such an equilibrium, the government's beliefs about the Phillips curve affect its policy choices, which in turn makes agents act in such a way that the government's beliefs are confirmed. Although these equilibria are not sufficient to generate lower inflation than in the previous rational expectations model, the idea that the government and private

The idea that the government and private agents learn about the Phillips curve by observing past data provides the basis for our vindication of econometric policy evaluation.

agents learn about the Phillips curve by observing past data provides the basis for our vindication of econometric policy evaluation.

Ignoring the Lucas Critique

This essay resurrects econometric and policy evaluation procedures that were strongly criticized by Lucas (1976). It emphasizes a neglected aspect of Lucas's Critique: drifting coefficients. In the adaptive models presented here, the government ignores the Critique and its implications for the government's econometric and policy procedures. Instead, these procedures make coefficients in the Phillips curve change over time, which in turn affects outcomes.

The procedures of policy evaluation using econometric models in the tradition of Tinbergen (1952) and Theil (1961) assume that private agents' behavior rules are fixed while the government considers variations of its policy rule. Lucas noted that if private agents solve intertemporal optimization problems, then their actions depend on the government's policy rule: if the policy rule is changed, agents will adjust their behavior. Because the Tinbergen-Theil formulation misses this dependence, it will not give reliable policy advice.

Lucas wrote the Critique when Keynesian macroeconomic models were highly regarded as tools for quantitative policy evaluation. He stressed that the methods used in econometric forecasting contradicted the assumption that agents' behavior rules were fixed. Instead, the coefficients in important forecasting equations were frequently adjusted. His interpretation of those adjustments was that the models were typically only approximations of the economy, with the relationships changing over time, that is, with drifting coefficients.

However, Lucas left the drift in coefficients unexplained. Neither the macroeconomic theory nor the rational expectations econometrics constructed after Lucas's Critique explains such drift. Each of these traditions focused on environments with fixed behavior. Yet coefficients continue to drift for macroeconomic models. Although the econometric forecasting literature has taken coefficient drift increasingly seriously, it typically offers no economic explanation of parameter drift.

Our interpretation of the U.S. inflation history starts with parameter drift, treating it as a smoking gun.

Our interpretation of the U.S. inflation history starts with parameter drift, treating it as a smoking gun. It is the key piece of evidence that the government's beliefs about the economy and therefore its policy toward inflation

have evolved over time. In the model, government decisions are made in the Tinbergen-Theil tradition. However, the government's econometric procedures include



drifting coefficients: as the economy develops, the government re-estimates the Phillips curve, leading to new coefficients, which are used as inputs in its policy decision. The exercise is constrained by assuming that a rational expectations version of the natural-rate hypothesis is true (although policy makers are not aware of it).

Focusing on the government's learning behavior raises an issue discussed in the wake of Lucas's Critique. If the fundamental factors of the environment are stable over time, the government's econometric estimates and its decision rule will eventually converge. In the limit, the economy can reach a self-confirming equilibrium, where the government's estimates of its econometric model are reinforced jointly by its own behavior and the private sector's reaction to it.

In a self-confirming equilibrium the government's estimates of its econometric model are reinforced jointly by its own behavior and the private sector's reaction to it.


Within such an equilibrium, the relevance of some aspects of the Lucas Critique disappear. First, although the assumption that private agents' decision rules are independent of the government's behavior is incorrect, the government will not be disappointed in the outcomes (as suggested by Lucas), since its beliefs are confirmed.

Second, in addition to imposing rational expectations for private agents, a self-confirming equilibrium restricts the government's econometric model and its behavior. It is an equilibrium where agents have rational expectations, but one with fewer parameters than those in the models of Lucas (1972, 1976), which had parameters describing government policy.

Third, since a self-confirming equilibrium does not admit regime changes and drifting coefficients, but we observe these in practice, convergence to such an equilibrium must be resisted through some mechanisms. Assuming that the government suspects that the environment is unstable (although in fact it is not), and therefore uses a learning rule that discounts past observations, weakens the tendency of the economy to converge to a self-confirming equilibrium. This makes regime shifts possible.

Ironically, the procedures that violate the Lucas Critique yield better outcomes than ones that respect it. If the government discounts past observations when estimating the Phillips curve, temporary disturbances may change the government's estimates, leading it to lower the rate of inflation. Thus the government's adaptive model can lead to better outcomes than under rational expectations.

The procedures that violate the Lucas Critique yield better outcomes than ones that respect it.



To expand on this point, the next section reviews the kinds of models and procedures that respect the Critique. To summarize important developments in macroeconomic thinking from the 1980's and early 1990's, the concept of Nash equilibrium is applied to a model with a natural unemployment rate. These rational expectations models respect the Lucas Critique. Models that challenge and extend the Critique appear later.

The credibility problem

This section first describes the basic one-period expectational Phillips curve model, modifications of which underlie both story lines. Then a version of this model is presented where the government also cares about the future, so its reputation in sustaining low inflation becomes important. The model formalizes the temptation to inflate unleashed by the discovery of the Phillips curve and the value of a commitment technology for resisting that temptation. It also shows that reputational mechanisms are not very successful as substitutes for the possibility to make a commitment.

A SIMPLE MODEL

We first describe a version of the one-period model of Kydland and Prescott (1977).⁴ A government decides the inflation rate, and private agents set their inflation expectations. The unemployment rate is assumed to deviate from the “natural” unemployment rate only if the actual inflation rate deviates from the expected rate; if there is surprise inflation, the unemployment rate is lower than the natural rate. The government's preferences are specified such that it would prefer to set both inflation and unemployment at zero, although the natural rate of unemployment is positive. Finally, we assume that private agents have rational expectations, so they understand the government's motivations, and on average set their inflation expectations equal to the actual inflation rate.

The inflation outcome depends crucially on whether the government takes into account the fact that its rule for the inflation rate will affect private agents' inflation expectations or not.

Note first that rational expectations imply that the unemployment rate cannot deviate from the natural rate in the long run, since private agents understand what inflation rate the government will choose, and adjust their expectations accordingly. The inflation outcome of this model then depends crucially

⁴ See the Appendix for a simple formal presentation.



on whether the government takes into account the fact that its rule for the inflation rate will affect private agents' inflation expectations or not.

First assume that the central bank does not take the effects of its policy rule on inflation expectations into account, but instead takes the expected inflation rate as given. Then the government wants to lower the un-

employment rate below the natural rate by setting actual inflation above the expected inflation rate, creating surprise inflation. However, since agents have rational expectations, they will see through the government's incentives, and set the expected rate of inflation equal to the actual rate. The equilibrium is reached at the level of inflation where the government has no incentives to change the inflation rate and private agents' expectations are fulfilled. This *Nash outcome* is characterized by a positive inflation rate, but unemployment equal to the natural rate.⁵

The *Nash outcome* is characterized by a positive inflation rate, but unemployment equal to the natural rate.

If instead the government takes the effects on inflation expectations into account when setting the inflation rate, it realizes that the expected rate of inflation is equal to the actual rate in equilibrium, and that the unemployment rate cannot deviate from the

natural rate in the long run. Then the optimal rate of inflation is zero, leading to the *Ramsey outcome* of zero inflation and unemployment equal to the natural rate.⁶

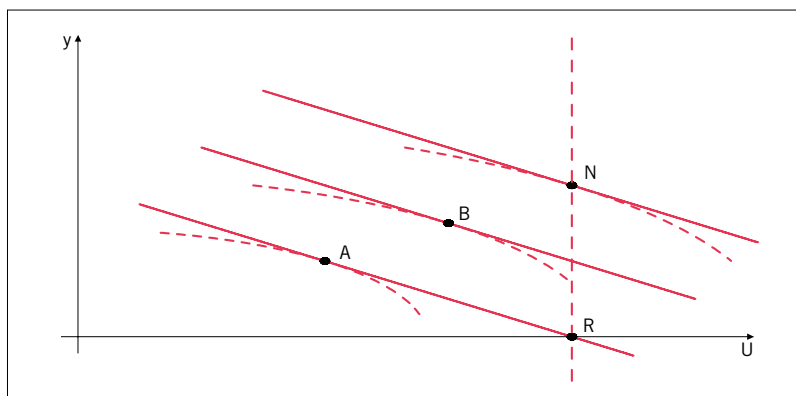
If the government realizes that the unemployment rate cannot deviate from the natural rate in the long run, the optimal rate of inflation is zero, leading to the *Ramsey outcome*.

Figure 4 shows a graphical representation of the Kydland-Prescott model, where inflation (y) is measured along the vertical axis and unemployment (U) along the horizontal axis. The straight solid lines are a family of short-run Phillips curves, each associated with a different level of inflation expectations (higher expected inflation leads to an upwards shift of the short-run Phillips curve). In the long run, when inflation expectations are correct, the Phillips curve is vertical (the dashed line), positioned where unemployment is equal to the natural rate. The curved dashed lines are indifference curves for the government, that is, combinations of inflation and unemployment that yield the same level of utility. The fur-

⁵ In game theoretic terms, a pair of strategies is a *Nash equilibrium* if A's choice is optimal given B's choice and vice versa. Then neither player has any incentives to change his strategy. See, for example, Varian (1987, ch. 27). The equilibrium outcome in the Kydland-Prescott model is referred to as "Nash" since the public's expectations are fulfilled and the government has no reason to change its policy choice.

⁶ This outcome is termed "Ramsey" since it is the outcome that would be chosen by a central planner maximizing social welfare. This problem, although in the context of consumption and investment decisions, was first analyzed by Ramsey (1928).

Figure 4. Nash and Ramsey outcomes in the Kydland-Prescott model



ther out from the origin (the government's preferred outcome) is the indifference curve, the lower is the government's utility.

Suppose first that inflation expectations are zero, so the short-run Phillips curve is given by the lowest solid line. Given this Phillips curve, the government chooses the combination of inflation and unemployment that maximizes its utility, leading to point *A*, where the Phillips curve is a tangent to one of the government's indifference curves.

At *A*, however, the public's expectations are not fulfilled (it expected zero inflation, but the government set a positive rate of inflation). Therefore *A* cannot be a rational expectations equilibrium. If the public had expected higher inflation, the short-run Phillips curve would have shifted upwards, leading the government to choose a higher rate of inflation (for example at *B*). The only Nash equilibrium in this model is given by the point *N*, where the public's expectations are fulfilled, and the government maximizes its utility, given the short-run Phillips curve. At this equilibrium, since inflation is equal to expected inflation, unemployment is equal to the natural rate. Thus, the Nash equilibrium is situated along the vertical long-run Phillips curve.

Given this long-run Phillips relationship, the government would have preferred to set inflation to zero, reaching the Ramsey outcome *R*. It is the inability to commit to this solution, and abstain from the short-run gains of lowering unemployment, that leads to the Nash outcome.⁷ This outcome is clearly worse for the government than the Ramsey outcome, since it has higher inflation but

⁷ Note that the assumption that the government aims for unemployment lower than the natural rate is crucial for these results. If the government's target for the unemployment rate coincides with the natural rate, it chooses the Ramsey outcome directly, and has no reason to exploit the Phillips curve trade-off.



the same rate of unemployment. The addition of a constraint to the government's problem in the Ramsey plan makes the government achieve better outcomes by taking into account how its actions affect the public's expectations. This is how Kydland and Prescott (1977) reached the pessimistic conclusion that a benevolent and knowledgeable government would set inflation too high because it makes decisions sequentially, not once-and-for-all, and cannot commit to keeping inflation low.⁸

A benevolent and knowledgeable government would set inflation too high because it makes decisions sequentially, not once-and-for-all, and cannot commit to keeping inflation.

The Nash outcome does not depend crucially on the assumption that the public's expectations are fully rational. If instead it forms its expectations adaptively, depending on the past inflation rate, one can imagine a dynamic version of the model. The government sets the inflation optimally given the public's expectations. In the next period, the public observes the inflation rate and updates its expectations, and the government resets inflation at a new level, after which the public's expectations are changed, etc. This leads to a process that eventually converges to the Nash outcome, where the private sector's expectations are realized, and the government sets the inflation rate optimally, given the expected rate of inflation. The speed of convergence is determined by the public's rate of learning, or updating of expectations. The more important is the most recent observation of inflation (the faster agents learn), the faster is convergence to the Nash outcome.

Thus, both in its simplest form and in more general forms, the Kydland-Prescott model leads to a pessimistic conclusion: unless the government somehow can commit not to try to lower unemployment by creating surprise inflation, the average inflation rate will be higher, but with no gains in terms of unemployment.

This model can thus explain why inflation increased in the late 1960's and early 1970's after the Phillips curve trade-off was discovered. To explain the stabilization of inflation in the early 1980's, however, we must accept that the government eventually learned the natural rate hypothesis, and abstained from trying to lower unemployment. But the lesson from Kydland and Prescott (1977) is that the government must find a commitment mechanism to do so. Since such mechanisms are rarely seen in practice, this simple story of

This model can thus explain why inflation increased in the late 1960's and early 1970's after the Phillips curve trade-off was discovered.

⁸ The Nash equilibrium can be seen as a setup where the government chooses after the private sector sets its expectations. In the Ramsey equilibrium, on the other hand, the government chooses first, knowing that its decisions affect the private sector's expectations.

the conquest of inflation is not all that attractive. We will therefore search for other types of explanations.

REPUTATIONAL MECHANISMS

In the simple Kydland-Prescott model, the government acts as if there is only one period, or it forgets that the economy lasts for more than one period. However, better outcomes can occur if the government plans for the future. When the economy lasts for several periods, the reputation of the government is important: by setting inflation lower than is optimal in the one-period model, it affects inflation expectations in the future, which can lead to better outcomes.

If the game between the government and the private sector is repeated indefinitely, Barro and Gordon (1983) have shown that better outcomes can be sustained if the government cares sufficiently about the future. This is because the gains from repeating the Ramsey outcome indefinitely may exceed the gains from fooling the private sector once by setting the optimal inflation rate in one period and then always repeating the Nash outcome.

Even if reputational forces are important, they provide a weak foundation for anti-inflation policy.

It is a well-known result from game theory, however, that such a situation has many equilibria, some better and some worse than the Nash outcome. Even if reputational forces are

important, they therefore provide a weak foundation for anti-inflation policy. This essay now explores a different route, beginning with the notion that the multiplicity of equilibria stems from the rationality assigned to all participants in the system. To eradicate multiplicity, we will retreat from perfection and move to models in which some people have a more limited understanding of the economy.

Adaptive expectations (1950's)

The government sets inflation optimally, given its information about the economy and the public's expectations.

In 1967, Edmund Phelps formulated a theory of the natural-rate model based on the premise that the government sets inflation optimally, given its information about the economy and the public's expectations. He

dropped rationality for the public, but not for the government, and assigned the public a particular mechanical forecasting rule known to the government: the public is assumed to form their inflation expectations as a weighted average of past observed inflation rates. This mechanism implies that as inflation moves around, the public's inflation expectations are not fulfilled, but if the government



sets the inflation rate at the same level in every period, the public's expectations will eventually come close to the actual inflation rate. In formal terms, the expectation mechanism is characterized by an "induction property".

The government uses an empirical Phillips curve to compute an optimal policy rule for inflation, and is assumed to maximize a similar payoff function as before, except that it now covers the entire future. If the government does not discount the future (that is, it cares as much about the future as about today), it will eventually set inflation to zero, whereby the economy converges to the Ramsey outcome. How fast the economy converges depends on the rate at which the public updates its expectations, and although the inflation expectations are incorrect along the transition path, they are eventually correct. This is because of the induction property, which plays an important role in this model. In the more sophisticated models to be examined below, the rate of updating – or learning – is determined within the model (along with other aspects of behavior), but the induction property will still have a beneficial effect on the outcome.

The induction property has also been important in the empirical testing of the natural-rate hypothesis. There are two different interpretations of the Phillips curve: according to a Keynesian view, inflation is determined by the rate of unemployment, whereas a classical interpretation sees the relation in the opposite direction, from inflation to unemployment. In a traditional Keynesian Phillips curve, therefore, the current inflation rate depends on the expected rate of inflation and the unemployment rate. If inflation expectations are determined as in the Phelps model, as an average of past inflation rates, the induction property implies that the coefficients on lagged inflation in an estimated Phillips curve sum to unity. In the classical Phillips curve, on the other hand, where unemployment depends on the expected and actual inflation rates, the coefficients on current and lagged inflation sum to zero.⁹ The induction hypothesis thus restricts the weights on lagged inflation in both versions of the Phillips curve.

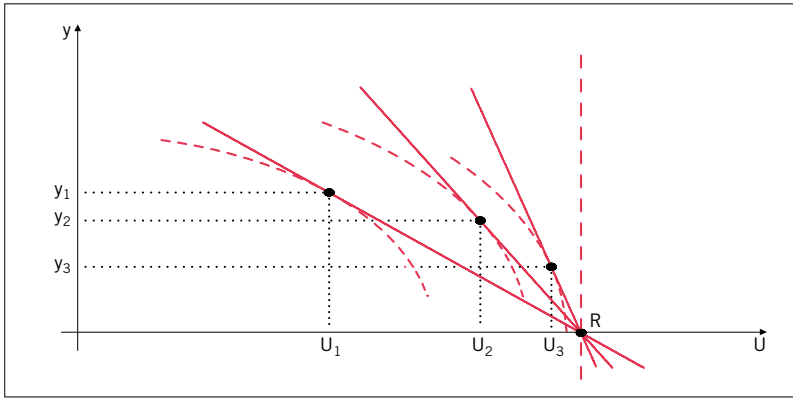
Solow (1968) and Tobin (1968) proposed an empirical test of the natural-rate hypothesis by estimating the Keynesian Phillips curve and testing whether the sum of the coefficients on lagged inflation were equal to unity or not. They interpreted a finding of a sum of coefficients below unity as indicating a long-run trade-off between inflation and unemployment, a trade-off that could be exploited by the government. If, on the other hand, the sum of coeffi-

When the empirical Phillips curve fulfills the induction hypothesis, the Phelps problem recommends lower inflation rates than when it doesn't.

⁹ See the Appendix for more details.

cients were equal to unity, the natural-rate would be supported, and there would be no trade-off to exploit. Thus, when the empirical Phillips curve fulfills the induction hypothesis, the Phelps problem recommends lower inflation rates than when it doesn't, since there is no trade-off between inflation and unemployment. This econometric test will turn out to play an important role in the complete model below.

Figure 5. Optimal inflation with differently sloped Phillips curves



As the estimated Phillips curve moves around over time, so does the government's optimal rate of inflation.

In terms of the graphical representation of the Kydland-Prescott model, Figure 5 shows how the optimal inflation rate depends on the slope of the short-run Phillips curve. The steeper the Phillips curve, the lower is the inflation rate chosen by the government. This is because the trade-off between inflation and unemployment is less favorable, so to achieve a given decrease in unemployment, a larger increase in inflation is needed. In the extreme case when the short-run Phillips curve is vertical, the government does not identify any trade-off, so it sets inflation at the Ramsey outcome. Thus, as the estimated Phillips curve moves around over time, so does the government's optimal rate of inflation.

These results point us in one possible direction. What we are aiming at is a model that can explain why the government's estimates of the Phillips curve have shifted over time. If we can find such a model, we might be able to explain both the acceleration and the stabilization of inflation in the U.S.



Self-confirming equilibria

This section takes up the quest for models that depart minimally from the basic Kydland-Prescott model, but that also can replicate a 1960's acceleration of inflation followed by a Volcker stabilization in the early 1980's. Ideas from two literatures are combined to build a model with imperfect rational

Ideas from two literatures are combined to build a model with imperfect rational expectations that lead to equilibria where the government's view of the Phillips curve shifts over time.

expectations that lead to equilibria where the government's view of the Phillips curve shifts over time. Similar models were initially constructed in the 1970's and 1980's in response to Lucas's Critique.

Assuming that expectations are adaptive, given by an average of past observations, if agents learn in a particular way (weighting all observations equally), we have seen how the Kydland-Prescott model predicts that the

If agents' beliefs are slightly wrong, the outcome can be substantially different than in the rational expectations model.

economy eventually converges to the same equilibrium as if expectations had been fully rational. However, if agents instead choose to discount past observations and weight new observations more heavily, this convergence can be arrested. Instead of converging to a constant rate of inflation, inflation expectations may converge to a process that moves around over time. In such a situation, if agents' beliefs are slightly wrong, although they learn in an optimal way, the outcome can be substantially different than in the rational expectations model. It will be argued that this is a plausible story about the U.S. inflation experience.

SELF-CONFIRMATION UNDER DIFFERENT DIRECTIONS OF FIT

The story draws first on a literature that verifies the persistence of the Phillips curve in post-war U.S. data. King and Watson (1994) carefully document how an estimated Phillips curve is consistent with very different behavior of the economy over time, depending on the direction one estimates the Phillips curve: whether one regresses unemployment on inflation (as in the classical model) or inflation on unemployment (as in the Keynesian model). This implies that even if one can reach agreement about the existence and the slope of the Phillips curve, one may draw very different conclusions depending on one's interpretation of the curve.

The issues raised by King and Watson will be considered in the context of another literature that is concerned with different learning mechanisms when agents do not have the right model in mind, but use information in a rational

In a *self-confirming equilibrium* the government uses the wrong model of the economy, but fits its model to match the data as well as possible.

as well as possible. Two examples are described which differ in the direction that the government estimates the Phillips curve: the government either makes a Keynesian or a classical interpretation. Because the government's beliefs affect its behavior, the direction of estimation affects the outcomes of the model. All along, it is assumed that the government overlooks the econometric details, sees the Phillips curve as an exploitable relationship, and sets the inflation rate in the way assumed by Phelps. The true model is assumed to be given by the classical Phillips curve, but the government uses a misspecified econometric model, irrespective of whether it makes a Keynesian or a classical interpretation. In particular, when estimating the Phillips curve, it ignores the fact that changes in inflation expectations shift the curve up or down. These assumptions about how the government analyzes the economy do not seem entirely unrealistic.

Under the classical direction of fit, when the government regresses unemployment on inflation, the average outcome is equal to the Nash equilibrium of the simple Kydland-Prescott model. Under the Keynesian direction of fit, regressing inflation on unemployment, the estimated Phillips curve is flatter, so the government believes the trade-off is more favorable. As a consequence, it sets inflation higher on average (see Figure 5). This reflects the fact that the classical identification is closer to the model assumed to be true. The Keynesian identification scheme gives the government the mistaken interpretation of the relationship between inflation and unemployment, and that worsens the outcome.

Each of these *self-confirming equilibria* gives a mean outcome worse than the Ramsey outcome.

However, each of these *self-confirming equilibria* gives a mean outcome worse than the Ramsey outcome. What fails here is the induction property: since the sum of coefficients on lagged inflation are not restricted to unity, the government identifies a trade-off between inflation and unemployment that it wants to exploit (although the size of the trade-off varies between the different interpretations). As a consequence, although inflation differs depending on the government's interpretation of the Phillips curve, inflation is always higher than in the Ramsey outcome.



EQUILIBRIUM WITH MISSPECIFIED BELIEFS

To explore how imputing a different wrong model might improve upon the Nash outcome, suppose instead that the public, not the government, makes a subtle specification error. The government solves the problem considered by Phelps, leading to a feedback

Together, the government's optimal policy rule and the public's optimal rate of learning imply that both the true and the misspecified models can be reached as an equilibrium.

rule for inflation as a function of the public's expectations. The public does not have rational expectations, but forms its expectations adaptively, so its inflation expectations are given by past inflation. However, it sets its rate of updating to fit the observed data.¹⁰ Together, the government's optimal policy rule and the public's optimal rate of learning imply that both the true and the misspecified models can be reached as an equilibrium.

Simulations of this model show that it would take many observations for the people living in the economy to detect that their model is wrong. Nevertheless, the implied average inflation rate is substantially lower than the Nash outcome, and the more the government cares about the future, the closer the average inflation rate gets to the Ramsey outcome of zero inflation. This improved outcome is delivered by the induction hypothesis incorporated in the adaptive expectations scheme – together with a government that cares about the future. Because the rate of learning is an outcome of the model, instead of being set exogenously as assumed in Phelps's model with adaptive expectations, the present model is a more realistic description of the workings of the induction hypothesis in this economy.

These results give some grounds for optimism: after disappointments from our self-confirming equilibria, which lead to the same inflation rate as in the Nash outcome,

There is a nearly self-confirming model with much better outcomes than the Nash outcome.

the equilibrium with forecast misspecification does support better outcomes. The equilibrium we reach embodies a type of self-confirmation, but with agents using the wrong model. This shows that there is a nearly self-confirming model with much better outcomes than the Nash outcome. If we can combine this adaptive learning model with the type of self-confirming model we used in the previous section, we might end up with a model that can explain the conquest of American inflation. This is what we shall try to do next.

¹⁰ In essence, the public chooses the rate of updating to minimize the error when forecasting inflation, given the government's behavior.

Adaptive expectations (1990's)

This section modifies our self-confirming models to attain an adaptive version and studies whether these models converge to self-confirming equilibria. Now knowledge of the exact model is withheld from all agents – the government as well as the public – and they are required to learn by updating their estimated regressions as time passes. The government sets the inflation rate at the recommendation that comes out of its optimization problem, given the current estimate of the Phillips curve.

If we make the agents discount past observations, new outcomes can emerge. Agents' discounting of past observations can sustain paths that look like Volcker terminating inflation in the early 1980's.

Starting from the self-confirming equilibrium models of the previous section, we in effect alter the rate at which past observations are discounted in agents' learning process. If the rate is set to implement "least squares learning", so all observations are weighted equally, we eventually get nothing new from these

models, because they typically converge to self-confirming equilibria with the Nash outcome. However, if we make the agents discount past observations, so more recent observations are weighted more heavily than older ones, new outcomes can emerge.¹¹ Agents' discounting of past observations arrests convergence to a self-confirming equilibrium and can sustain paths that look like Volcker terminating inflation in the early 1980's. Empirically, discounting is not entirely unreasonable, rather, it is a good idea to weight recent observations more heavily than past ones when one believes that the Phillips curve wanders around over time.

The main purpose is to study outcomes that emerge when the government is using a learning algorithm that impedes convergence to a self-confirming equilibrium. We are as interested in movements away from a self-confirming equilibrium as in those toward one.

In the type of self-confirming equilibria considered earlier, the government solves its optimization problem only once, at the equilibrium values of its perceived Phillips curve. It then implements the recommendations of this unique policy rule in every period as time passes. In contrast, the government is now assumed to continuously adapt to new information about the Phillips curve, and solve a new problem in every period. As a consequence, its policy rule for inflation will vary over time, depending on its latest estimates of the Phillips curve.

The learning algorithm that discounts past observations arrests the force for

¹¹ See the Appendix for details on the learning mechanisms used.



convergence to a self-confirming equilibrium, both under the classical and under the Keynesian identification of the Phillips curve. This opens the possibility that the model will produce different outcomes than the Nash outcome. This issue is explored using computer simulations.

Figure 6. Simulation of classical adaptive model

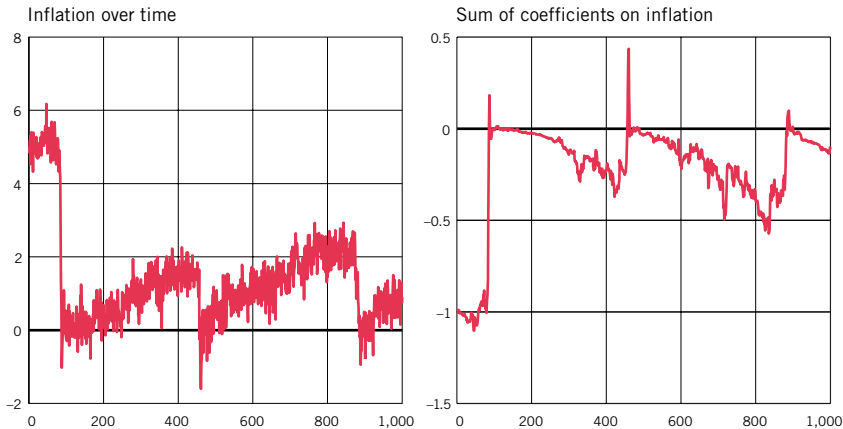


Figure 6 shows the results after simulating the classical model for 1,000 periods: the first panel shows the path of inflation over time, and the second panel shows the sum of coefficients on inflation in the government's estimated Phillips curve. In the first panel, inflation starts near the self-confirming Nash equilibrium value (which has inflation equal to 5 percent), but then drops almost to zero and stays there for a long time. Over time, inflation slowly heads back toward the self-confirming value, only to be propelled back toward zero again.

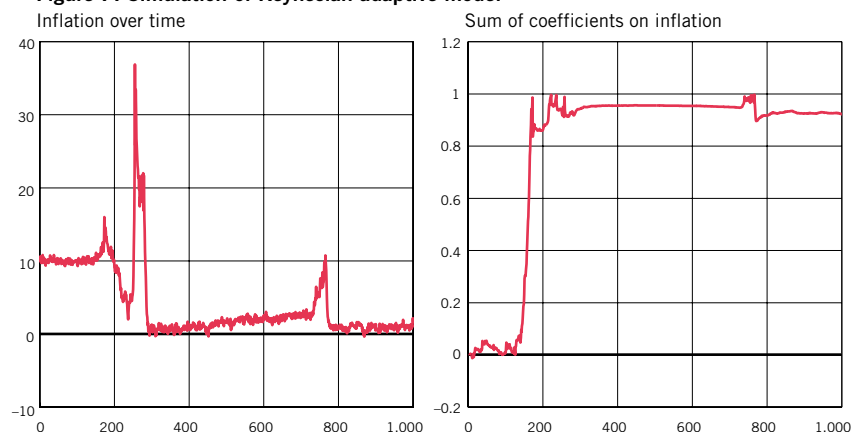
Hence, the dynamics that pull the system toward the self-confirming equilibrium (the government's attempts to exploit the Phillips curve trade-off) are opposed by a recurrent force (learning about the natural rate) that sends the inflation rate close to the Ramsey outcome of zero inflation.

In the second panel of Figure 6, we see that during the first dramatic stabilization episode, the sum of coefficients on current and lagged inflation in the government's estimate of the classical Phillips curve jumps from its self-confirming value of -1 to nearly zero. In the classical model, a value near zero of the sum of coefficients on inflation activates the induction hypothesis and makes the

The dynamics that pull the system toward the self-confirming equilibrium are opposed by a recurrent force that sends the inflation rate close to the Ramsey outcome of zero inflation.

government reduce inflation, since it cannot find evidence for a Phillips curve trade-off. This makes the government more open to interpreting the data as consistent with the natural-rate hypothesis. After the stabilization begins, the government's behavior generates a series of observations that affirm the induction hypothesis. Evidently, the stabilization generates observations that temporarily add credibility to the induction hypothesis that prompted it. Our earlier analysis shows that this situation is not self-confirming in the technical sense. Nevertheless, it is reinforcing, due to the government's changing behavior in response to the new observations.

Figure 7. Simulation of Keynesian adaptive model



Under the Keynesian identification in Figure 7, the story is much like that for the classical identification scheme. The early part of the sample has inflation near the self-confirming value of 10 percent.¹² But the data from this period foster growing doubt about the location of the Phillips curve and put higher weight in the direction of the induction hypothesis, which manifests itself when the sum of the weights on lagged inflation equals one (see the second panel). Eventually, by chance (through shocks to the economy) some observations arrive that push the government's estimated Phillips curve toward the induction hypothesis. As the government solves the Phelps problem, it induces a stabilization, and the inflation rate settles below the Nash outcome of 10 percent.

Apparently, there is a mechanism that drives the economy away from the Nash outcome. The economy starts out at the Nash outcome (such as point \mathcal{N} in

¹² As before, when the government uses the Keynesian interpretation of the Phillips curve, the Nash inflation rate is higher, since it interprets the relationship between inflation and unemployment in the wrong direction. (Recall that the classical interpretation is assumed to be true.)



Figure 4). At the same time, the economy is constantly hit by shocks to the unemployment rate. If, by chance, some of these shocks make the government's estimate of the slope of the Phillips curve steeper (remember that these new observations are weighted more heavily than past observations supporting the flatter Phillips curve), it will set the inflation rate lower than before (see Figure 5). But as the government sets inflation lower, the new observations created by the altered policy rule makes the next estimate of the Phillips curve even steeper, so inflation is set even lower. Eventually, we might reach the point where the government believes the Phillips curve is vertical, so there is no trade-off between inflation and unemployment, and it sets inflation equal to the Ramsey outcome (at R in Figures 4 and 5). The government's continuous updating of its estimated Phillips curve in combination with some initial favorable shocks have thus made it possible to escape from the Nash outcome and reach the optimal Ramsey outcome.

Apparently, there is a mechanism that drives the economy away from the Nash outcome.

However, even though inflation in both models settles close to the Ramsey outcome, this is not a stable equilibrium. Since the true model has a short-run trade-off in the Phillips curve, the government soon identifies it, after a sufficient number of new observations have arrived. It then wants to exploit the trade-off and set inflation higher to lower unemployment. As a consequence, the economy moves toward the Nash outcome again. If it eventually reaches the Nash outcome, the government gets caught in an “experimentation trap”: if inflation expectations would vary sufficiently, the government would understand the natural-rate hypothesis and choose a lower inflation rate. But at the Nash outcome, inflation expectations are constant, since the government sets a constant inflation rate. Thus, for the government to start learning its version of the natural-rate hypothesis, the economy must be hit by shocks, which initiates the reinforcing dynamics towards the Ramsey outcome.

Consequently, the simulations have shown that for long periods, adaptive governments can learn to generate better than Nash or self-confirming outcomes. These results come from the recurrent dynamics induced by adaptation. The dynamics that drive the system toward a self-confirming equilibrium continue to operate under adaptation, but shocks let the adaptive system recurrently escape from a self-confirming equilibrium. Starting from a self-confirming equilibrium, an adaptive learning algorithm gradually makes the govern-

For long periods, adaptive governments can learn to generate better than Nash or self-confirming outcomes.

ment put enough weight on the induction hypothesis that eventually promotes better than Nash outcomes.

The learning mechanism used by agents is also a crucial ingredient in the model. If agents learn using the least squares learning algorithm that weights all observations equally, the model always converges to the inferior self-confirming Nash equilibrium. But if agents suspect the environment is changing, and therefore discount past observations when updating their expectations, better outcomes are possible. If, starting out from the Nash outcome, shocks hitting the model make the government decrease inflation (after solving the Phelps problem), the new observations will lend more support to the steeper Phillips curve, and the Phelps model will recommend even lower inflation. Eventually, this process can make the government learn the natural-rate hypothesis, and choose the Ramsey outcome. However, since this outcome is not an equilibrium (because the government cannot credibly promise to maintain zero inflation), eventually the government will increase inflation again, and the model moves towards the Nash outcome.

Our adaptive models thus contain basic support for our story explaining the conquest of American inflation during the 1980's. The econometric policy evaluation procedures criticized by Lucas are vindicated.

Our adaptive models thus contain basic support for our story explaining the conquest of American inflation during the 1980's as the success of the policy procedures of the 1960's and 1970's. Thus the econometric policy evaluation procedures criticized by Lucas are vindicated. It is time to leave the laboratory

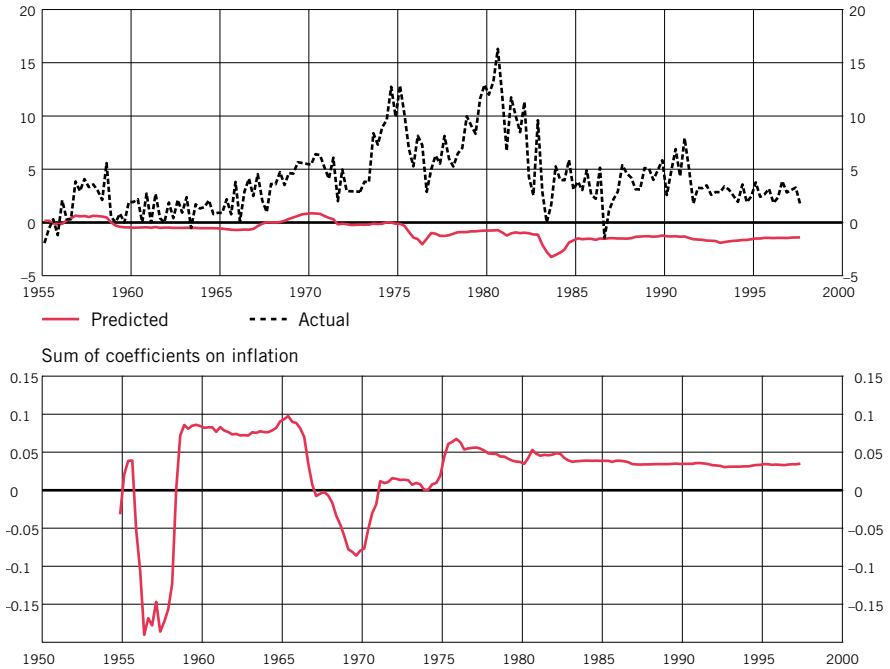
and turn to history. In the next section the historical data are taken as inputs and used to generate parameter estimates and residuals. How the model matches the data, and how it misses, will vindicate or indict econometric policy evaluation.

Econometric policy evaluation

This section reports estimates of adaptive versions of our model under both classical and Keynesian identification schemes. The primary purpose is to use our econometric results to assess whether and how they might vindicate our model government's econometric policy evaluation process. The results will show why the Volcker stabilization occurred and why it was postponed until the early 1980's.

For the classical and Keynesian models, respectively, Figures 8 and 9 display the one-step ahead prediction for inflation, the actual inflation rate and the estimated sum of coefficients in the empirical Phillips curve. The top panels reveal

Figure 8. Actual inflation and recommendation from classical model
 Predicted and actual inflation

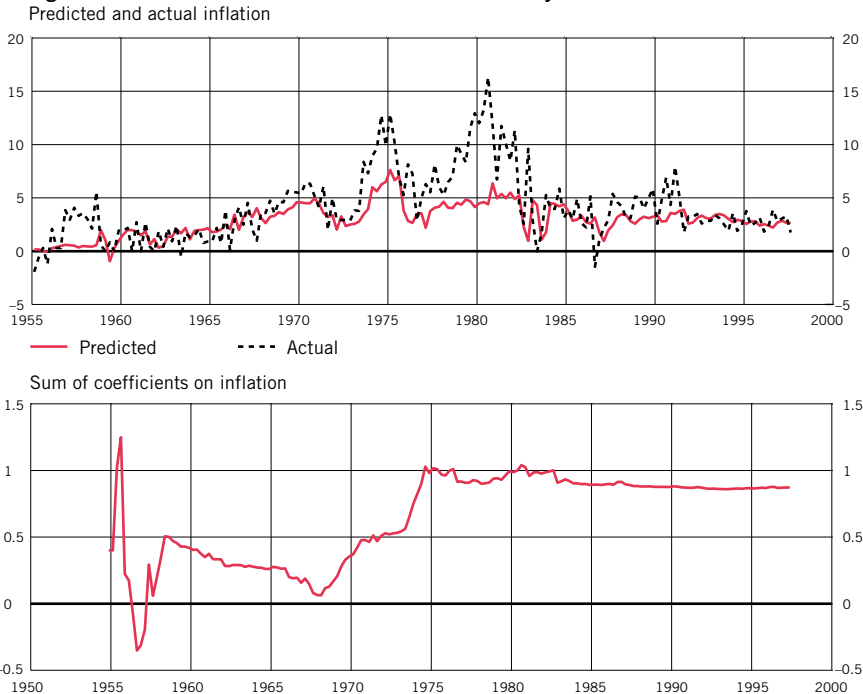


that both versions of the model fit the inflation process badly. The fit is appreciably worse for the model under the classical identification scheme. The Keynesian identification scheme leads to a more promising reflection of the inflation pattern, although the gap between predicted and actual inflation is large from 1973 until 1990. The Keynesian model to some extent matches the acceleration of inflation in the 1970's but underestimates inflation for the next 15 years. The classical model fails even to match the acceleration in inflation leading up to 1970. (The Keynesian model's better match to data caused its adoption in the U.S. Phillips curve literature.)

The large errors from our adaptive models are disappointing if we measure success by a good period-by-period fit. There is a long string of misses in the form of under-predictions of inflation during the 1970's, even for the Keynesian model. But such misses do not necessarily fail to vindicate econometric policy evaluation. To the

Unreconstructed Phillips curve fitters would have recommended lowering the inflation rate when inflation started to increase in the late 1970's.

Figure 9. Actual inflation and recommendation from Keynesian model



contrary, the pattern of misses from the estimated models favors vindication. Remember that the fitted value from the adaptive model is the government's recommendation of inflation as time passes. These recommendations under the Keynesian identification scheme actually confirm our story. The econometric estimates in Figure 9 tell us that unreconstructed Keynesian Phillips curve fitters would have detected the adverse shift in the empirical Phillips curve, and would have recommended lowering the inflation rate when inflation started to increase in the late 1970's. Those quantitative policy evaluators would not have concurred with the loosely argued recommendations current in the 1970's that long lags in expectations made it too costly to disinflate. Our results in Figure 8 say that recommendations under the classical identification would have been to lower inflation even earlier than under the Keynesian interpretation.



Triumph or vindication?

EXPECTATIONS AND THE LUCAS CRITIQUE

The contest between our two accounts of post-1960 U.S. inflation – the triumph of natural-rate theory and the vindication of econometric policy evaluation – raises various issues about rational expectations models of macroeconomic policies. We began from two benchmark models: (1) a natural unemployment rate model with adaptive expectations for the public, but an optimal policy for the government (Phelps’s model); and (2) a natural-rate model with rational expectations for the public, but an exogenous and arbitrary government policy (the Kydland-Prescott model). Lucas recommended replacing the first benchmark model with the second. Coming to grips with our two stories about post-1960 inflation has caused us to propose other models that make various compromises between these two benchmarks.

Models of credible government policies (such as those Kydland and Prescott, 1977, and Barro and Gordon, 1983) impose rationality on both the government and the private sector. In the end, it seems that after giving

After giving up a promise to offer recommendations, the theory of credible policy yields weak predictions about outcomes.

up a promise to offer recommendations, the theory of credible policy yields weak predictions about outcomes: even if concerns about the government’s reputation might lead to better outcomes than in the one-period model, there are many possible outcomes, and it is not clear what will be the end result. This makes any declaration of the triumph of the natural-rate theory doubtful.

As an alternative, history was approached from the opposite pole, turning back from the Lucas Critique and beginning from Phelps’s benchmark model. Starting with the problem he considered, we assumed that the government’s model of the private sector’s behavior is not arbitrary, based on some mechanical adaptive rule, but is chosen to fit historical data.

Via its connection to a self-confirming equilibrium, our 1990’s adaptive model satisfies the desideratum that it should converge to rational expectations under tranquil conditions. But to match the data, our main interest has been in the recurrent dynamics contributed by adaptation. Suspecting that the Phillips curve is prone to wander, the government uses a learning algorithm that discounts past observations. Since the government’s beliefs influence inflation via its optimization problem, its estimation choice makes a specification with time-varying coefficients worthwhile for both the government and the private sector.

Though both the public and the government behave in a stable way, our adaptive models generate simulations that exhibit abrupt stabilizations of inflation. It is the system's nonlinearities, rather than large shocks, that explain its behavior.

metric procedures. But it is the system's nonlinearities, rather than large shocks, that explain its behavior.

This returns us to the origin of the induction hypothesis. This hypothesis was incorporated almost without comment by Friedman (1957) and Cagan (1956) in formulating the adaptive expectations hypothesis. It was also the basis of Solow's and Tobin's early tests of the natural-rate hypothesis. Cast as a villain in Lucas's Critique, the induction hypothesis emerges as a hero in delivering the superior long term outcomes in our simulations and the timely recommendations to stabilize inflation that emerge from our econometric estimates.

RESERVATIONS

The essay has compared two histories of postwar U.S. inflation: the *triumph of the natural-rate theory* and the *vindication of econometric policy evaluation*. Each history has the government learning and using a version of the natural unemployment rate hypothesis, either the correct rational expectations version in the triumph story or the approximating adaptive expectations version in the vindication story. The first history is more popular among modern macroeconomists than the second, which seems to defend discredited methods. The second story was considered partly because the first account has contradictions, loose ends, and elements of adaptation, and partly because the vindication story captures features of policy making at the Federal Reserve. The contest between the two histories is not rational expectations versus an alternative, because both selectively apply and withdraw from rational expectations.

The vindication of econometric policy evaluation is an exercise in positive economics, not normative economics. But because it produces near Ramsey outcomes for long periods, we might be tempted to transform it into a normative analysis recommending its econometric policy evaluation procedures. To dampen that temptation, we should recall the simulations presented above. The econometric policy evaluation methods would have yielded sound advice because the



U.S. data activated the induction hypothesis and recommended lowering inflation. However, the simulations contain episodes that resemble Arthur Burns as well as ones that look like Paul Volcker. In general, when estimates nearly affirm the induction hypothesis, the dynamics of the model point away from the induction hypothesis and toward regions

where the government's estimates recommend resuscitating inflation to lower unemployment. It can take a long time to push the system back to the self-confirming equilibrium with high inflation, but it is bound to happen.

For this reason, the exercise in positive economics is not enough to commend its underlying policy making procedures. Theoretical work after Kydland and Prescott has insisted that anti-inflation policy is about designing and adhering to mechanisms that prevent the monetary authorities from choosing sequentially, and from even thinking about the possibility of lowering unemployment through inflation. That work seeks a secure foundation for assuring low inflation under fiat monetary systems. It rejects the idea suggested here that chance will lead policy makers armed with an approximate model eventually to learn to do approximately the right thing.

In the end, though our simulations and econometric evidence bolster the vindication of econometric policy evaluation story, we hope that it is the wrong story. We hope instead that policy makers somehow have learned a correct rational expectations version of the natural rate hypothesis and found devices to commit themselves to low inflation. Otherwise, the dynamics governing adaptation threaten eventually to rekindle inflation.

The vindication of econometric policy evaluation is an exercise in positive economics, not normative economics. The simulations contain episodes that resemble Arthur Burns as well as ones that look like Paul Volcker.

The exercise in positive economics is not enough to commend its underlying policy making procedures.

Though our simulations and econometric evidence bolster the vindication of econometric policy evaluation story, we hope that it is the wrong story.

Appendix

THE CREDIBILITY PROBLEM

In a simple version of the Kydland and Prescott (1977) model, the government sets the inflation rate y , and private agents choose their inflation expectations y^e . The unemployment rate U is determined by the relationship

$$(1) \quad U = \bar{U} - \theta(y - y^e),$$

where \bar{U} is the natural rate of unemployment and $\theta > 0$. The government's payoff is assumed to be

$$(2) \quad -\frac{1}{2} [U^2 + y^2],$$

and private agents have rational expectations, so on average they set their inflation expectations equal to the actual inflation rate; $y^e = y$.¹³

If the government takes the expected inflation rate as given, substituting the unemployment equation (1) into the payoff equation (2), its payoff is

$$(3) \quad -\frac{1}{2} [(\bar{U} - \theta(y - y^e))^2 + y^2],$$

so the optimal inflation rate is, minimizing equation (3) with respect to y ,

$$(4) \quad y = \frac{\theta}{1 + \theta^2} \bar{U} + \frac{\theta^2}{1 + \theta^2} y^e.$$


Assuming rational expectations, then, setting $y^e = y$ in equation (4), the *Nash outcome* is

$$(5) \quad y^N = \theta \bar{U},$$

$$(6) \quad U^N = \bar{U}.$$

If instead the government realizes that $y^e = y$, and thus that $U = \bar{U}$, its payoff function is simply

¹³ Since there is no uncertainty in this simple model, rational expectations coincide with perfect foresight.


$$(7) \quad -\frac{1}{2} [\bar{U}^2 + y^2],$$

and it chooses the *Ramsey outcome*

$$(8) \quad y^R = 0,$$

$$(9) \quad U^R = \bar{U}.$$

Consequently, $y^N > y^R$, but $U^N = U^R = \bar{U}$, so the Nash outcome is worse than the Ramsey outcome.

Note also that both the optimally chosen inflation rate and the Nash inflation outcome depend on the government's estimate of the slope of the Phillips curve (θ). As the Phillips curve becomes steeper in inflation – unemployment space (as in Figure 5), θ falls. For a given level of inflation expectations, the optimal inflation rate in (4) then decreases, as does the Nash outcome (5). The Ramsey outcome is of course not affected, since it is always zero.

THE CLASSICAL AND KEYNESIAN PHILLIPS CURVES

A simple version of the classical Phillips curve sees unemployment in period t as determined by the natural unemployment rate and the difference between actual and expected inflation (as in the Kydland-Prescott model) plus a disturbance:

$$(10) \quad U_t = \bar{U} - \theta(y_t - y_t^e) + \varepsilon_t^U.$$

The Keynesian version of the Phillips curve instead sees the inflation rate as determined by the expected rate of inflation and the difference between the actual and the natural rate of unemployment:

$$(11) \quad y_t = y_t^e - \gamma(U_t - \bar{U}) + \varepsilon_t^y.$$

Suppose the expected rate of inflation is determined by past inflation rates, for example,

$$(12) \quad y_t^e = \alpha_1 y_{t-1} + \alpha_2 y_{t-2}.$$

The induction hypothesis implies that if the inflation rate is set to a constant in every period, inflation expectations eventually converge to that constant. In our example, this means that if $y_{t-1} = y_{t-2} = y$, then eventually $y_t^e = y$ as well, so the sum of coefficients in the expectations mechanism (12) must equal unity: $\alpha_1 + \alpha_2 = 1$.

Using this expectational mechanism in the two versions of the Phillips curve, we get

$$(13) \quad U_t = \bar{U} - \theta(y_t - \alpha_1 y_{t-1} - \alpha_2 y_{t-2}) + \varepsilon_t^y$$

in the classical model, and

$$(14) \quad y_t = \alpha_1 y_{t-1} + \alpha_2 y_{t-2} - \gamma(U_t - \bar{U}) + \varepsilon_t^y$$

in the Keynesian model. Therefore, if the induction hypothesis holds (so $\alpha_1 + \alpha_2 = 1$), the estimated coefficients in front of current and lagged inflation in the classical Phillips curve sum to $\theta(1 - \alpha_1 - \alpha_2) = 0$, whereas the coefficients in front of lagged inflation in the Keynesian Phillips curve sum to $\alpha_1 + \alpha_2 = 1$. This in turn makes sure that there is no long-run trade-off between unemployment and inflation, but that the unemployment rate is determined by real factors only. Thus, the natural-rate hypothesis holds: setting inflation to a constant, both models imply that unemployment on average is equal to the natural rate.

LEARNING MECHANISMS

In the simple adaptive expectations model, the expected rate of inflation in period t depends on past observed inflation according to

$$(15) \quad \begin{aligned} y_t^e &= y_{t-1}^e + \lambda_t(y_{t-1} - y_{t-1}^e) \\ &= \lambda_t y_{t-1} + (1 - \lambda_t)y_{t-1}^e, \end{aligned}$$

where $0 \leq \lambda_t \leq 1$ is a parameter, possibly time-varying, that determines the rate of updating of expectations (or learning). The larger is λ_t , the more weight do agents put on the most recently observed inflation rate, so the faster they update their expectations. In the extreme case of $\lambda_t = 1$, agents simply set their inflation expectations equal to the observed inflation rate, $y_t^e = y_{t-1}$.

If λ_t is set to a constant ($\lambda_t = \lambda$ for all t), we can repeatedly substitute for the past inflation expectations, and get



$$\begin{aligned} y_t^e &= \lambda y_{t-1} + (1-\lambda)y_{t-1}^e \\ (16) \quad &= \lambda y_{t-1} + (1-\lambda)[\lambda y_{t-2} + (1-\lambda)(\lambda y_{t-3} + \dots)] \\ &= \lambda \sum_{\tau=1}^t (1-\lambda)^{\tau-1} y_{t-\tau}. \end{aligned}$$


In this case, with a constant rate of learning (or “constant-gain learning”), past observations are discounted by $(1 - \lambda)$ for each period, so more recent observations are weighted more heavily than older observations.

An alternative learning scheme (“least squares learning”) weights all observations equally by setting $\lambda_t = 1/t$, so past observations are not discounted. Then inflation expectations are set as a simple average of all past observations:

$$(17) \quad y_t^e = \frac{1}{t} \sum_{\tau=1}^t y_{t-\tau}.$$

References

- Barro, Robert J. and David B. Gordon, "Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy," *Journal of Monetary Economics* 12 (1), July 1983, 101–121.
- Baxter, Marianne and Robert G. King, "Measuring business cycles: Approximate band-pass filters for economic time series," *Review of Economics and Statistics* 81 (4), November 1999, 573–593.
- Cagan, Philip, "The monetary dynamics of hyperinflation," in Friedman, Milton (ed.), *Studies in the quantity theory of money*, Chicago University Press, 1956.
- Cho, In-Koo and Thomas J. Sargent, "Escaping Nash inflation," manuscript, Stanford University, August 1999.
- Friedman, Milton, *A theory of the consumption function*, Princeton University Press, 1957.
- Friedman, Milton, "The role of monetary policy," *American Economic Review* 58 (1), March 1968, 1–17.
- King, Robert G. and Mark W. Watson, "The post-war U.S. Phillips curve: A revisionist econometric history," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 41, December 1994, 157–219.
- Kydland, Finn and Edward C. Prescott, "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans," *Journal of Political Economy* 85 (3), June 1977, 473–491.
- Lucas, Robert E., "Econometric testing of the natural rate hypothesis," in Eckstein, Otto (ed.), *The econometrics of price determination*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1972.
- Lucas, Robert E., "Econometric policy evaluation: A Critique," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 1, 1976, 19–46.
- Phelps, Edmund S., "Phillips curves, expectations of inflation and optimal unemployment over time," *Economica* 2 (3), August 1967, 22–44.
- Ramsey, Frank P., "A mathematical theory of saving," *Economic Journal* 38, 1928, 543–559.
- Samuelson, Paul A. and Robert M. Solow, "Analytical aspects of anti-inflation policy," *American Economic Review* 50 (2), May 1960, 177–194.
- Sargent, Thomas J., *The conquest of American inflation*, Princeton University Press, 1999.
- Solow, Robert M., "Recent controversy on the theory of inflation: An eclectic view," in Rousseaus, Stephen (ed.), *Proceedings of a symposium on inflation: Its causes, consequences, and control*, New York University, 1968.

- 
- Theil, Henri, *Economic forecasts and policy*, 2nd edition, North-Holland, Amsterdam, 1961.
- Tinbergen, Jan, *On the theory of economic policy*, 2nd edition, North-Holland, Amsterdam, 1952.
- Tobin, James, "Discussion," in Rousseaus, Stephen (ed.), *Proceedings of a symposium on inflation: Its causes, consequences, and control*, New York University, 1968.
- Varian, Hal R., *Intermediate microeconomics*, Norton, New York, 1987.

Notiser

Ny organisation i Riksbanken

Riksbanken har omorganiserats för att tydligare fokusera verksamheten på de mål och uppgifter som anges i riksbankslagen. Ansvaret för Riksbankens verksamhetsområden har tydliggjorts samtidigt som organisation och ledning effektiviserats.

Verksamheten vid ekonomiska avdelningen, penning- och valutapolitiska avdelningen, betalningssystemavdelningen, betalningsmedelsavdelningen och avdelningen för finansiell statistik har fördelats på tre nya, större avdelningar: avdelningen för finansiell stabilitet, avdelningen för marknadsoperationer och avdelningen för penningpolitik.

Tillsammans med sammanslagningar som genomförts inom bankens administration minskar antalet avdelningar. Den nya organisationen trädde i kraft den 1 juni 2000.


Avdelningen för finansiell stabilitet ansvarar för övervakning och analys av stabiliteten i betalningssystemet samt sammanställer och publicerar finansmarknadsstatistik. Chef är Martin Andersson.

Avdelningen för marknadsoperationer förvaltar Riksbankens valutareserv och betalningssystemet Rix. Avdelningen verkställer penning- och valutapolitiken samt ansvarar för försörjningen av sedlar och mynt. Chef är Christina Lindenius.

Avdelningen för penningpolitik ansvarar för övervakning och analys av den monetära stabiliteten samt sammanställer och publicerar betalningsbalansstatistik. Chef är Claes Berg.

Organisations- och förvaltningsavdelningen, personalavdelningen, planerings- och ekonomiavdelningen samt den administrativa staben har slagits samman till en *administrativ avdelning*. Chef är Agneta Rönström.

För direktionsavdelningen, informationsavdelningen, internationella avdel-



ningen, IT-avdelningen, riskkontrollavdelningen, forskningsavdelningen och internrevisionsavdelningen har inga förändringar gjorts.

Som en konsekvens av ovanstående har även vissa förändringar gjorts av direktionsledamöternas beredningsansvar. Den nya arbetsfördelningen finns beskriven på Riksbankens hemsida (www.riksbank.se) under rubriken Riksbanken/Organisation.

Allt fler falska sedlar i omlopp

Antalet falska sedlar i omlopp har ökat. Under första kvartalet i år upptäcktes cirka 4 000 falska sedlar till ett värde av cirka 900 000 kronor. Det är ungefär lika många som upptäcktes under hela 1999. Ökningen utgörs framför allt av 100- och 500-kronorssedlar producerade med hjälp av hemdatorer och färgskrivare.

Trots ökningen är förekomsten av falska sedlar liten. Det totala antalet sedlar i cirkulation uppgår idag till cirka 313 miljoner, vilket motsvarar ett värde av drygt 85 miljarder kronor.

När man kontrollerar en sedel bör man titta efter flera äkthetsdetaljer. Ett snabbt och enkelt sätt som gäller sedlar av alla valörer är att hålla sedeln mot ljuset och kontrollera:

- vattenmärke (upprepar framsidans porträtt, fast placerat eller löpande) och
- säkerhetstråd (syns som en mörk linje och är inbakad i papperet).


Känn samtidigt relieftrycket i valörbeteckningarna och porträttet.

För att öka handelns vaksamhet, har Riksbanken tagit fram ett informationsmaterial riktat till butiker. Materialet har distribuerats bland annat i samarbete med branschorganisationen Svensk Handel. Materialet kan laddas hem från Riksbankens hemsida (www.riksbank.se) under rubriken Sedlar & mynt.

Ny målgruppsanpassad information på Riksbankens hemsida

Riksbanken har skapat en ny del sida (För våra motparter och deltagare i Rix) på sin hemsida (www.riksbank.se).

Delsidan innehåller information om vilka värdepapper Riksbanken accepterar som säkerheter, vilka krav Riksbanken ställer på sina motparter, primary dealers, i penning- och valutapolitiken samt de krav som ställs på deltagarna i betalningssystemet Rix.



Delsidan innehåller även statistik över omsättningen på valutamarknaden och på penning- och obligationsmarknaden samt bud och tilldelning i de penningpolitiska reporna.

Riksgäldskontoret fastställer diskontot

Riksgäldskontoret har från och med den 1 juli 2000 tagit över Riksbankens uppgift att fastställa och publicera diskontot. Information om diskontot kommer fortsättningsvis att finnas på Riksgäldskontorets hemsida (www.sndo.se). Under en övergångsperiod kommer historiska data även att finnas tillgängliga på Riksbankens hemsida (www.riksbank.se).

Diskontot har inte någon som helst penningpolitisk betydelse utan är uteslutande en referensränta. Diskontot beräknas som genomsnittet av de under närmast förgående kalenderkvartal dagligen noterade räntorna för sexmånaders statsskuldväxlar och femåriga statsobligationer (noteringarna hämtade från statsfixen), minskat med två och en halv procentenheter och avrundat till närmast halva procentenhet.


Riksbanken tecknar nytt primary dealer-avtal med Nordbanken och Unibank

Nordbanken AB (publ) och Unibank A/S är primary dealers på penning- och obligationsmarknaden samt på valutamarknaden. Institutet ingår numera i samma koncern, Nordic Baltic Holding (under namnändring). Riksbanken har tecknat ett nytt primary dealer-avtal på penning- och obligationsmarknaden med Nordbanken AB och Unibank gemensamt, som ersätter de tidigare avtalen med respektive institut. Det nya avtalet trädde i kraft den 3 juli 2000.

De nuvarande primary dealer-avtalen för valutamarknaden med Nordbanken och Unibank kvarstår tills vidare oförändrade.

Primary dealers på valutamarknaden är tolv stycken: ABN AMRO Bank N.V., Amsterdam; Chase Manhattan Bank NA, London; Citibank N.A., London; Crédit Agricole Indosuez, London; Den Danske Bank A/S, Köpenhamn; FöreningsSparbanken AB; HSBC Midland, London; Nordbanken AB; SEB; Svenska Handelsbanken; UBS AG, London och Zürich; Unibank A/S, Köpenhamn.

Primary dealers på penning- och obligationsmarknaden är sju stycken: ABN AMRO Bank N.V., Stockholm; Danske Bank Consensus; E. Öhman J:or Fond-



kommission AB; FöreningsSparbanken AB; Nordbanken AB och Unibank A/S, Stockholm och Köpenhamn; SEB; Svenska Handelsbanken.

Direktionen sammanträder utanför Stockholm

Riksbankens direktion har beslutat att förlägga vissa av sina sammanträden utanför Stockholm. Syftet är att få tillfälle att samlat besöka olika delar av Sverige för att inhämta synpunkter på Riksbankens verksamhet och för att få möjlighet att diskutera den ekonomiska utvecklingen med företrädare för näringsliv och samhälle i de olika länen.

Direktionens sammanträde den 7 september 2000 hölls i Luleå.

Förbättring av nuvarande sedelserie

Direktionen beslöt vid sitt sammanträde den 31 augusti 2000 att 100- och 500-kronorssedlarna i den svenska sedelserien skall uppgraderas och bytas ut så att en förbättrad säkerhetsstandard uppnås.

Fullmäktige beslöt, som ett följdbeslut, vid sitt sammanträde den 8 september 2000 om utformningen av sedlarna utifrån ett designförslag framtaget av Tumba Bruk och Riksbanken.

Besluten i direktion och fullmäktige har föregåtts av ett brett samråd och inhämtande av synpunkter från företrädare för bank, post, handel och automattillverkare/-leverantörer.

Arbetet med genomförandeplanen skall bedrivas med inriktning att de nya sedlarna skall kunna introduceras under september/oktober 2001.



Kalendarium

1998-01-02 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 2,5 procent.

1998-04-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 2,5 procent.

1998-06-04 Riksbankschefen beslutar sänka *reporäntan* från 4,35 procent till 4,10 procent att gälla fr.o.m. den 9 juni 1998.

1998-07-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 2,0 procent med verkan fr.o.m. den 2 juli 1998.


1998-10-01 Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 2,0 procent.

1998-11-03 Riksbankschefen beslutar sänka *reporäntan* från 4,10 procent till 3,85 procent att gälla fr.o.m. den 4 november 1998.

1998-11-12 Riksbanken beslutar sänka *in- och utlåningsräntan* med 0,5 procentenheter vardera. Inlåningsräntan sätts till 3,25 procent och utlåningsräntan till 4,75 procent. Beslutet träder i kraft den 18 november 1998.

1998-11-24 Riksbankschefen beslutar sänka *reporäntan* från 3,85 procent till 3,60 procent att gälla fr.o.m. den 25 november 1998.

1998-12-15 Riksbankschefen beslutar sänka *reporäntan* från 3,60 procent till 3,40 procent att gälla fr.o.m. den 16 december 1998.



1999-01-04 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 1,5 procent med verkan fr.o.m. den 5 januari 1999.

1999-01-15 Riksbanken fastställer *reporäntan* till 3,40 procent. Beslutet förnyas den 29 januari att gälla t.o.m. den 17 februari.

1999-02-12 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 3,40 till 3,15 procent att gälla fr.o.m. den 17 februari 1999.

1999-02-12 Riksbanken beslutar sänka *in- och utlåningsräntan* med 0,5 procentenheter vardera. Inlåningsräntan sätts till 2,75 procent och utlåningsräntan till 4,25 procent. Beslutet träder i kraft den 17 februari 1998.

1999-03-25 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 3,15 till 2,90 procent att gälla fr.o.m. den 31 mars 1999.

1999-04-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 1,0 procent med verkan fr.o.m. den 6 april 1999.

1999-10-01 Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 1,5 procent.

1999-11-11 Riksbanken beslutar höja *reporäntan* från 2,90 till 3,25 procent att gälla fr.o.m. den 17 november 1999.

2000-01-03 Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till 2,0 procent med verkan fr.o.m. den 4 januari 2000.

2000-02-03 Riksbanken beslutar höja *reporäntan* från 3,25 till 3,75 procent att gälla fr.o.m. den 9 februari 2000.

2000-04-03 Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till 2,5 procent med verkan fr.o.m. den 4 april 2000.



Riksbanken yttrar sig

Avgivna yttranden

Riksbankens fullmäktige har under 1997 och 1998 avgivit yttranden över betänkanden, utredningar och skrivelser. Från och med den 1 januari 1999 är det direktionen som avger dessa.

1997-02-06 Betänkandet Sverige och EMU (SOU 1996:58). Avgivet till Finansdepartementet.

02-06 Rättschefspromemorian Riksbankens ställning, analys av behovet av grundlagsändringar. Avgivet till Finansdepartementet.

03-06 Betänkandet Bostadspolitik 2000 (SOU 1996:156). Avgivet till Inrikesdepartementet.

03-20 Betänkandet Ansvaret för valutapolitiken (SOU 1997:10). Avgivet till Finansdepartementet.

03-20 Remiss angående JAK Medlemsbanks oktrojansökan. Avgivet till Finansdepartementet.

04-24 Slutbetänkande Översyn av redovisningslagstiftningen (SOU 1996:157). Avgivet till Justitiedepartementet.



08-14 Departementspromemorian Riksbankens ställning (Ds 1997:50). Avgivet till Finansdepartementet.

08-14 Betänkandet Statsskuldspolitiken (SOU 1997:66). Avgivet till Finansdepartementet.

10-02 Ansökan om tillstånd att verkställa fusionsplan mellan Sparbanken Sverige AB och Föreningsbanken AB. Avgivet till Finansdepartementet.

1998-01-15 Departementspromemorian Lag om kontoföring av finansiella instrument (Ds 1997:76). Avgivet till Finansdepartementet.

02-05 Betänkandet Redovisning och aktiekapital i euro och annan utländsk valuta (SOU 1997:181). Avgivet till Justitiedepartementet.

02-19 Betänkandet Säkrare obligationer (SOU 1997:110). Avgivet till Finansdepartementet.

03-05 Departementspromemorian AP-fonden och det reformerade ålderspensionssystemet (Ds 1998:7). Avgivet till Finansdepartementet.

03-19 Promemorian om ny beslutsordning på bank- och försäkringsområdet. Avgivet till Finansdepartementet.


03-19 Departementspromemorian om ändringar i lagen om Sveriges riksbank. Avgivet till Finansdepartementet.

10-15 Betänkandet Kommunala finansförbund (SOU 1998:72). Avgivet till Finansdepartementet.

10-29 Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldsvärdning för 1999. Avgivet till Finansdepartementet.

1999-01-27 Framställning till Finansinspektionen från Rikskuponger AB. Avgivet till Finansinspektionen.

02-15 Promemoria om särskilda mervärdesskatteregler för guld. Avgivet till Finansdepartementet.



02-16 Slutbetänkande E-pengar – civilrättsliga frågor m.m. (SOU 1998:112). Avgivet till Finansdepartementet.

02-17 Promemorian Översyn av vissa bestämmelser i konkurslagen m.m. (Ds 1998:40). Avgivet till Justitiedepartementet.

02-27 Förslag av Riksskatteverket till vissa lagstiftningsåtgärder med anledning av starten för EMU:s valutaunion. Avgivet till Finansdepartementet.

03-02 Slutbetänkandet – Redovisning och eget kapital i euro (SOU 1998:136). Avgivet till Justitiedepartementet.

03-16 Slutbetänkandet Medling och lönebildning (SOU 1998:141). Avgivet till Arbetsdepartementet.

03-30 Promemorian Förbättrade förutsättningar för värdepapperisering (Ds 1998:71) samt delar av Banklagskommitténs delbetänkande (SOU 1998:160). Avgivet till Finansdepartementet.

10-22 Riksgäldkontorets Förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Avgivet till Finansdepartementet.

2000-02-25 Betänkandet från utredningen om översyn av konsumentprisindex (SOU 1999:124). Avgivet till Justitiedepartementet.

02-25 Bilaga till remissvar Konsumentprisindex (SOU 1999:124). Avgivet till Justitiedepartementet.

06-07 Långtidsutredningens betänkande (SOU 2000:7). Avgivet till Finansdepartementet.

08-21 Delbetänkande (SOU 2000:51) Individuellt kompetenssparande, IKS – en stimulan för det livslånga lärandet. Avgivet till Näringsdepartementet.



Tabeller

1	Riksbankens tillgångar och skulder	103
2	Penningmängd	104
3	Av Riksbanken bestämda räntesatser	105
4	Kapitalmarknadsräntor	105
5	Dagslåne- och penningmarknadsräntor	106
6	Internationella räntor och ränta på statskuldväxlar	107
7	Kronans kurs mot TCW-vägt index samt vissa valutakurser	108
8	Effektiv nominell växelkurs	109
9	Terminsmarknad för utländsk valuta	109

Aktuell statistik från Riksbanken redovisas även på Internet (<http://www.riksbank.se>). Tidpunkter för publicering av statistik över Riksbankens balansräkning och valutareserv samt finansmarknads- och betalningsbalansstatistik tillkännages på Internationella valutafondens, IMF:s, hemsida (<http://dsbb.imf.org>). Publiceringstidpunkter kan även erhållas från Information Riksbanken.

1

Riksbankens tillgångar och skulder

Tillgångar

		Valuta- reserv	Inhemska statspapper	Utlåning till banker	Anläggnings- tillgångar	Övriga tillgångar	Summa
1999	Juni	137 691	33 163	2 412	1 140	39 344	213 756
	Juli	141 359	32 712	65	1 140	36 802	212 085
	Aug	152 249	32 660	117	1 138	32 869	219 042

		Guld	Inhemska statspapper	Utlåning till penningpoli- tiska mot- parter	Fordringar i utländsk valuta	Övriga tillgångar	Summa
	Sept	13 834	31 932	31 122	136 565	3 053	216 506
	Okt	13 834	31 728	31 929	135 222	2 220	214 933
	Nov	13 834	31 579	27 577	143 963	1 647	218 600
	Dec	14 774	28 998	45 633	137 967	1 393	228 765
2000	Jan	14 774	29 584	38 039	132 133	3 164	217 694
	Feb	14 774	28 833	39 558	126 231	2 984	212 380
	Mars	14 774	27 333	37 591	134 970	1 376	216 040
	April	14 774	27 087	35 410	139 563	2 817	219 651
	Maj	14 774	24 675	27 158	139 493	1 825	207 925
	Juni	14 774	23 672	34 045	133 170	1 979	207 640
	Juli	14 774	22 935	40 460	126 133	1 397	205 699
	Aug	14 774	22 691	38 197	132 165	1 933	209 760

Skulder

		Utelöpande sedlar och mynt	Riksbanks- certifikat	Bankernas inlåning i Riksbanken	Eget kapital	Övriga skulder	Summa
1999	Juni	83 024	–	2 301	60 487	67 944	213 756
	Juli	83 950	–	145	60 487	67 503	212 085
	Aug	84 525	–	3 792	60 487	70 238	219 042

		Utelöpande sedlar och mynt	Eget kapital	Skulder till penningpoli- tiska mot- parter	Skulder i utländsk valuta	Övriga skulder	Summa
	Sept	85 070	60 487	97	14 395	56 457	216 506
	Okt	86 161	60 487	61	11 421	56 803	214 933
	Nov	88 375	60 487	86	12 113	57 539	218 600
	Dec	98 450	60 487	4 457	10 173	55 198	228 765
2000	Jan	90 463	60 487	469	9 616	56 659	217 694
	Feb	88 257	60 487	392	6 507	56 737	212 380
	Mars	88 737	60 487	454	9 185	57 181	216 044
	April	89 456	60 487	55	10 261	59 392	219 651
	Maj	89 202	63 466	56	9 186	46 015	207 925
	Juni	89 044	63 466	114	8 092	46 924	207 640
	Juli	88 355	63 466	73	6 295	47 510	205 699
	Aug	88 947	63 466	237	7 731	49 379	209 760

2

Penningmängd. Stockuppgifter ultimo för perioden
 Miljoner kronor

	Tolv månaders procentuell förändring				
	M0	M3	M0	M3	
1997					
Jan	67 503	791 513	Jan	5,3	7,4
Feb	67 490	783 635	Feb	5,8	7,4
Mars	68 683	807 482	Mars	7,4	6,5
April	67 473	788 247	April	5,4	4,3
Maj	67 527	794 077	Maj	5,1	4,1
Juni	68 101	807 112	Juni	4,7	5,3
Juli	66 763	791 753	Juli	5,0	3,2
Aug	68 623	804 033	Aug	4,0	4,6
Sept	68 118	799 854	Sept	3,7	2,1
Okt	68 556	799 604	Okt	5,7	3,4
Nov	69 762	807 415	Nov	4,6	1,3
Dec	74 380	826 242	Dec	3,0	1,3
1998					
Jan	70 751	821 712	Jan	4,8	3,8
Feb	70 434	806 800	Feb	4,4	3,0
Mars	69 560	802 877	Mars	1,3	-0,6
April	70 181	807 368	April	4,0	2,4
Maj	70 783	814 796	Maj	4,8	2,6
Juni	71 118	829 968	Juni	4,4	2,8
Juli	71 369	835 079	Juli	6,9	5,5
Aug	73 042	835 199	Aug	6,4	3,9
Sept	71 954	838 568	Sept	5,6	4,8
Okt	73 041	846 579	Okt	6,5	5,9
Nov	73 929	852 805	Nov	6,0	5,6
Dec	78 139	843 416	Dec	5,1	2,1
1999					
Jan	74 940	855 180	Jan	5,9	4,1
Feb	74 621	853 298	Feb	5,9	5,8
Mars	75 302	853 557	Mars	8,3	6,3
April	75 533	861 790	April	7,6	6,7
Maj	76 532	868 965	Maj	8,1	6,6
Juni	76 413	879 740	Juni	7,4	6,0
Juli	77 050	872 884	Juli	8,0	4,5
Aug	78 080	889 817	Aug	6,9	6,5
Sep	78 479	900 077	Sept	9,1	7,3
Okt	79 413	930 834	Okt	8,7	10,0
Nov	80 681	915 960	Nov	9,1	7,4
Dec	87 510	926 983	Dec	12,0	9,9
2000					
Jan	82 625	929 003	Jan	10,3	8,6
Feb	81 421	930 806	Feb	9,1	9,1
Mars	81 352	925 590	Mars	8,0	8,4
April	81 853	947 427	April	8,4	9,9
Maj	82 113	966 041	Maj	7,3	11,2
Juni	81 666	933 672	Juni	6,9	6,1
Juli	81 637	924 288	Juli	6,0	5,9

3

Av Riksbanken bestämda räntesatser

Procent

	Datum	Reporänta	Inlåningsränta	Utlåningsränta	Datum	Diskonto		
1996	09-25	5,05			1994	01-04	4,50	
	10-09	4,95				07-04	5,50	
	10-23	4,85				10-04	7,00	
	10-30	4,60	4,25	5,75		1995	07-04	7,50
	11-27	4,35					10-06	7,00
1997	12-10		3,75	5,25	1996	01-03	6,00	
	12-18	4,10				04-02	5,50	
	12-17	4,35				07-02	4,50	
1998	06-10	4,10			1997	10-02	3,50	
	11-04	3,85				01-03	2,50	
1998	11-18		3,25	4,75	1998	07-02	2,00	
	11-25	3,60				01-05	1,50	
	12-16	3,40				04-06	1,00	
	02-17	3,15	2,75	4,25		10-04	1,50	
1999	03-31	2,90			2000	01-04	2,00	
	11-17	3,25				04-04	2,50	
2000	02-09	3,75				07-01*	2,00	

* Den 1 juli 2000 tog Riksgäldskontoret över fastställande och publicering av diskontot.

4

Kapitalmarknadsräntor

Effektiva årsräntor till säljkurs. Månadsgenomsnitt, procent

		Obligationer emitterade av				Bostadsinstitut (Caisse)	
		Staten					
		3 år	5 år	7 år	9-10 år	2 år	5 år
1998	Jan	5,15	5,33	5,49	5,65	5,56	5,81
	Feb	5,02	5,19	5,36	5,53	5,37	5,63
	Mars	4,95	5,06	5,18	5,35	5,27	5,44
	April	4,88	4,99	5,05	5,21	5,16	5,31
	Maj	4,83	4,98	5,04	5,20	5,08	5,25
	Juni	4,46	4,70	4,79	4,97	4,70	4,96
	Juli	4,36	4,61	4,71	4,88	4,58	4,88
	Aug	4,39	4,60	4,66	4,80	4,68	4,99
	Sept	4,37	4,56	4,63	4,79	4,72	5,15
	Okt	4,35	4,53	4,68	4,75	4,71	5,30
	Nov	3,94	4,19	4,47	4,59	4,18	4,79
	Dec	3,64	3,86	4,12	4,25	3,89	4,46
1999	Jan	3,38	3,59	3,87	4,02	3,59	4,14
	Feb	3,36	3,67	4,01	4,18	3,52	4,13
	Mars	3,39	3,80	4,25	4,44	3,55	4,29
	April	3,12	3,53	3,99	4,24	3,26	3,99
	Maj	3,30	3,80	4,26	4,50	3,47	4,54
	Juni	3,72	4,28	4,67	4,87	3,82	5,09
	Juli	4,17	4,81	5,12	5,26	4,64	5,75
	Aug	4,43	5,09	5,39	5,49	5,02	6,15
	Sept	4,51	5,29	5,60	5,69	5,08	6,22
	Okt	4,70	5,53	5,83	5,92	5,22	6,33
	Nov	4,52	5,17	5,46	5,56	4,99	5,89
	Dec	4,61	5,26	5,49	5,59	5,05	5,93
2000	Jan	5,20	5,68	5,87	5,95	5,61	6,22
	Feb	5,36	5,76	5,86	5,90	5,81	6,35
	Mars	5,17	5,44	5,49	5,51	5,66	6,11
	April	5,04	5,36	5,41	5,42	5,50	6,04
	Maj	5,02	5,34	5,37	5,34	5,48	6,13
	Juni	4,94	5,16	5,17	5,13	5,39	5,94
	Juli	5,05	5,32	5,34	5,31	5,48	6,06
	Aug	4,91	5,25	5,32	5,31	5,31	5,97

5

Dagslåne- och penningmarknadsräntor

Månadsgenomsnitt, procent

		Repo- ränta	Dags- låne- ränta	SSVX			Företagscertifikat	
				3 mån	6 mån	12 mån	3 mån	6 mån
1997	Jan	4,10	4,20	3,79	3,84		3,95	4,00
	Feb	4,10	4,20	3,96	4,03		4,13	4,20
	Mars	4,10	4,20	4,16	4,26	4,45	4,34	4,43
	April	4,10	4,20	4,06	4,18		4,24	4,35
	Maj	4,10	4,20	4,12	4,23		4,30	4,40
	Juni	4,10	4,20	4,08	4,18	4,47	4,28	4,37
	Juli	4,10	4,20	4,09	4,24		4,36	4,46
	Aug	4,10	4,20	4,20	4,36		4,45	4,60
	Sep	4,10	4,20	4,13	4,28	4,66	4,37	4,53
	Okt	4,10	4,20	4,26	4,44		4,49	4,68
	Nov	4,10	4,20	4,33	4,54		4,59	4,79
	Dec	4,19	4,29	4,45	4,73	5,09	4,70	4,99
1998	Jan	4,35	4,45	4,44	4,58		4,67	4,84
	Feb	4,35	4,45	4,36	4,54		4,56	4,73
	Mars	4,35	4,45	4,51	4,59	4,72	4,68	4,76
	April	4,35	4,45	4,50	4,61		4,66	4,76
	Maj	4,35	4,45	4,52	4,54	4,49	4,67	4,72
	Juni	4,16	4,28	4,23	4,23	4,29	4,39	4,38
	Juli	4,10	4,20	4,14	4,14		4,29	4,30
	Aug	4,10	4,20	4,23	4,26		4,37	4,39
	Sept	4,10	4,20	4,22	4,21	4,29	4,36	4,36
	Okt	4,10	4,20	4,20	4,18		4,36	4,34
	Nov	3,83	3,93	3,82	3,75		4,00	3,96
	Dec	3,51	3,61	3,45	3,51	3,53	3,65	3,69
1999	Jan	3,40	3,50	3,27	3,25		3,45	3,46
	Feb	3,30	3,40	3,14	3,16		3,31	3,35
	Mars	3,14	3,24	3,13	3,18	3,17	3,30	3,33
	April	2,90	3,00	2,87	2,90		3,04	3,07
	Maj	2,90	3,00	2,92	2,96	3,24	3,11	3,15
	Juni	2,90	3,00	2,97	3,03	3,37	3,18	3,22
	Juli	2,90	3,00	3,01	3,16		3,30	3,57
	Aug	2,90	3,00	3,00	3,20		3,32	3,77
	Sept	2,90	3,00	3,05	3,28	3,91	3,27	3,75
	Okt	2,90	3,00	3,23	3,55		3,87	4,00
	Nov	3,06	3,16	3,38	3,63	4,28	3,83	3,91
	Dec	3,25	3,35	3,41	3,73	4,24	3,71	3,95
2000	Jan	3,25	3,35	3,57	3,86		3,77	4,05
	Feb	3,61	3,71	3,90	4,22		4,11	4,43
	Mars	3,75	3,85	4,06	4,29	4,74	4,27	4,53
	April	3,75	3,85	3,99	4,16		4,21	4,45
	Maj	3,75	3,85	3,96	4,09	4,57	4,21	4,43
	Juni	3,75	3,85	3,94	4,04	4,56	4,15	4,44
	Juli	3,75	3,85	4,03	4,21		4,31	4,66
	Aug	3,75	3,85	4,00	4,21	4,59	4,23	4,50

6

Internationella räntor och ränta på statsskuldväxlar

Enkel årsränta. Månadsgenomsnitt, procent

		3-månadersplaceringar					6-månadersplaceringar				
		USD	DEM	EUR	GBP	SSVX	USD	DEM	EUR	GBP	SSVX
1997	Jan	5,58	3,13		6,47	3,79	5,67	3,14		6,66	3,84
	Feb	5,50	3,19		6,35	3,96	5,60	3,19		6,49	4,03
	Mars	5,62	3,29		6,42	4,16	5,79	3,30		6,54	4,26
	April	5,81	3,25		6,48	4,06	5,99	3,29		6,74	4,18
	Maj	5,80	3,20		6,54	4,12	5,97	3,26		6,72	4,23
	Juni	5,77	3,16		6,77	4,08	5,89	3,22		6,91	4,18
	Juli	5,72	3,16		7,05	4,09	5,81	3,23		7,24	4,24
	Aug	5,69	3,28		7,25	4,20	5,82	3,42		7,37	4,36
	Sep	5,67	3,34		7,29	4,13	5,80	3,48		7,43	4,28
	Okt	5,73	3,65		7,36	4,26	5,80	3,78		7,46	4,44
	Nov	5,83	3,78		7,71	4,33	5,87	3,89		7,77	4,54
	Dec	5,89	3,76		7,69	4,45	5,94	3,84		7,77	4,73
1998	Jan	5,52	3,45		7,42	4,44	5,58	3,54		7,41	4,58
	Feb	5,51	3,41		7,38	4,36	5,52	3,48		7,38	4,54
	Mars	5,56	3,46		7,41	4,51	5,60	3,58		7,42	4,59
	April	5,57	3,58		7,39	4,50	5,62	3,66		7,39	4,61
	Maj	5,57	3,54		7,34	4,52	5,64	3,65		7,32	4,54
	Juni	5,59	3,49		7,59	4,23	5,63	3,59		7,65	4,23
	Juli	5,57	3,47		7,66	4,14	5,64	3,56		7,71	4,14
	Aug	5,56	3,43		7,57	4,23	5,60	3,52		7,56	4,26
	Sept	5,39	3,42		7,32	4,22	5,30	3,48		7,18	4,21
	Okt	5,18	3,48		7,05	4,20	4,97	3,45		6,83	4,18
	Nov	5,24	3,56		6,79	3,82	5,06	3,51		6,55	3,75
	Dec	5,14	3,26		6,27	3,45	5,00	3,22		5,97	3,51
1999	Jan	4,88		3,04	5,74	3,27	4,89		2,99	5,52	3,25
	Feb	4,87		3,02	5,38	3,14	4,93		2,97	5,25	3,16
	Mars	4,89		2,98	5,26	3,13	4,97		2,93	5,17	3,18
	April	4,87		2,63	5,17	2,87	4,94		2,62	5,12	2,90
	Maj	4,90		2,51	5,20	2,92	5,01		2,51	5,18	2,96
	Juni	5,09		2,57	5,08	2,97	5,28		2,63	5,09	3,03
	Juli	5,22		2,61	5,03	3,01	5,53		2,81	5,21	3,16
	Aug	5,37		2,64	5,13	3,00	5,78		2,97	5,43	3,20
	Sept	5,48		2,66	5,29	3,05	5,87		3,03	5,68	3,28
	Okt	6,11		3,29	5,85	3,23	6,02		3,33	5,95	3,55
	Nov	6,01		3,38	5,72	3,38	5,96		3,40	5,88	3,63
	Dec	6,07		3,38	5,91	3,41	5,09		3,46	6,10	3,73
2000	Jan	5,93		3,28	6,00	3,57	6,14		3,50	6,25	3,86
	Feb	5,99		3,47	6,09	3,90	6,24		3,67	6,27	4,22
	Mars	6,12		3,70	6,10	4,06	6,34		3,89	6,29	4,29
	April	6,24		3,88	6,16	3,99	6,48		4,02	6,32	4,16
	Maj	6,66		4,29	6,16	3,96	6,93		4,48	6,31	4,09
	Juni	6,70		4,43	6,09	3,94	6,87		4,61	6,20	4,04
	Juli	6,63		4,52	6,05	4,03	6,83		4,76	6,16	4,21
	Aug	6,59		4,72	6,08	4,00	6,74		4,95	6,20	4,21

Kronans kurs mot TCW-vägt index samt vissa valutakurser

Månadsgenomsnitt

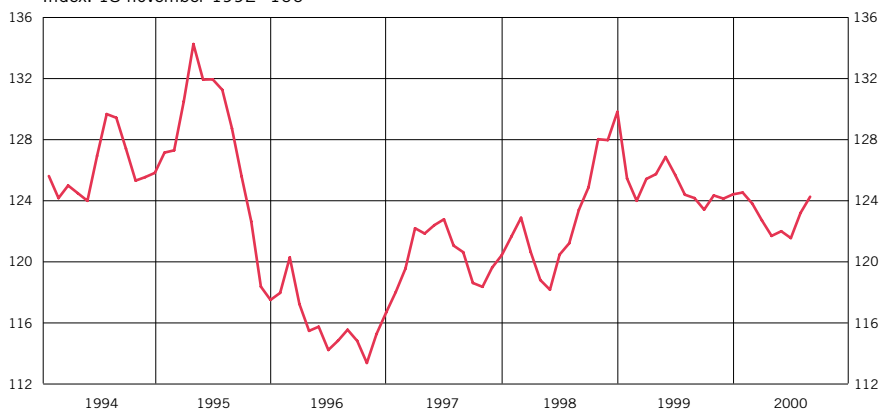
		TCW-index	SEK per			USD per		
			USD	100 DEM	EUR	100 JPY	DEM	JPY
1997	Jan	118,02	7,06	440,02		5,99	1,60	117,83
	Feb	119,55	7,40	442,22		6,02	1,67	122,93
	Mars	122,20	7,65	450,95		6,25	1,70	122,57
	April	121,85	7,68	449,31		6,12	1,71	125,56
	Maj	122,40	7,67	450,73		6,47	1,70	118,61
	Juni	122,79	7,74	448,77		6,78	1,73	114,29
	Juli	121,06	7,81	436,41		6,78	1,79	115,24
	Aug	120,63	8,00	433,89		6,78	1,84	117,91
	Sept	118,62	7,70	430,56		6,38	1,79	120,73
	Okt	118,36	7,57	430,99		6,26	1,76	120,96
	Nov	119,62	7,56	436,58		6,04	1,73	125,18
	Dec	120,44	7,78	438,03		6,01	1,78	129,49
1998	Jan	121,66	8,00	441,19		6,18	1,82	129,50
	Feb	122,89	8,08	445,30		6,43	1,81	125,69
	Mars	120,65	7,97	436,38		6,18	1,83	129,00
	April	118,81	7,82	431,28		5,93	1,81	132,13
	Maj	118,17	7,69	433,46		5,70	1,77	134,96
	Juni	120,47	7,91	441,36		5,62	1,79	140,15
	Juli	121,22	7,99	444,30		5,68	1,80	140,63
	Aug	123,41	8,13	447,56		5,61	1,79	144,68
	Sept	124,88	7,91	464,26		5,88	1,70	134,57
	Okt	128,03	7,85	479,02		6,49	1,64	120,78
	Nov	127,97	7,99	475,49		6,64	1,68	120,35
	Dec	129,83	8,05	482,79		6,86	1,67	117,24
1999	Jan	125,46	7,82	464,45	9,0838	6,92	1,69	113,16
	Feb	124,00	7,95	455,54	8,9096	6,82	1,75	116,72
	Mars	125,43	8,22	457,34	8,9447	6,87	1,80	119,64
	April	125,75	8,32	455,88	8,9162	6,97	1,83	119,72
	Maj	126,87	8,44	458,97	8,9766	6,93	1,84	122,05
	Juni	125,69	8,51	451,67	8,8338	7,05	1,88	120,76
	Juli	124,40	8,46	447,31	8,7485	7,07	1,89	119,54
	Aug	124,17	8,26	447,81	8,7584	7,29	1,84	113,25
	Sept	123,42	8,22	441,40	8,6330	7,67	1,86	107,01
	Okt	124,35	8,15	446,30	8,7289	7,69	1,83	106,03
	Nov	124,14	8,34	441,27	8,6305	7,96	1,89	104,70
	Dec	124,42	8,48	439,16	8,5892	8,27	1,93	102,59
2000	Jan	124,54	8,47	439,49	8,5956	8,07	1,93	105,10
	Feb	123,81	8,65	435,17	8,5112	7,91	1,99	109,45
	Mars	122,71	8,69	429,23	8,3950	8,16	2,03	106,38
	April	121,70	8,72	422,84	8,2700	8,28	2,07	105,53
	Maj	122,00	9,09	421,24	8,2388	8,41	2,16	108,28
	Juni	121,56	8,74	424,98	8,3118	8,24	2,06	106,11
	Juli	123,20	8,93	429,89	8,4080	8,28	2,08	107,90
	Aug	124,26	9,27	429,29	8,3962	8,58	2,16	108,13

Anmärkning. Bas för TCW-vägt index är den 18 november 1992.

8

Effektiv nominell växelkurs – TCW-vägt

Index: 18 november 1992=100



9

Riksbankens svenska Primary Dealers (på valutamarknaden) terminsposition gentemot nedan angivna sektorer

Miljoner kronor, ultimo för perioden

		Allmänhet		Utländsk bank	Riksbanken	Totalt	
		Svensk (1)	Utländsk (2)	Netto (3)	Netto (4)		
1998	Maj	-174 575	-47 495	133 608	0	- 88 462	
	Juni	-220 387	-23 274	112 675	0	-130 986	
	Juli	-218 997	-22 052	129 587	0	-111 462	
	Aug	-284 131	-27 586	201 845	0	-109 872	
	Sept	-239 370	-26 312	178 740	0	- 86 942	
	Okt	-283 253	-29 446	157 158	0	-155 541	
	Nov	-304 235	-26 910	158 008	0	-173 137	
	Dec	-274 469	-16 164	129 535	0	-161 098	
	1999	Jan	-251 675	-11 774	117 395	0	-146 054
		Feb	-252 950	-12 878	93 133	0	-172 695
		Mars	-272 142	-11 752	131 858	0	-152 036
		April	-274 127	- 9 540	127 642	0	-156 025
Maj		-289 324	- 4 744	150 131	0	-143 937	
Juni		-283 220	- 1 091	129 813	0	-154 498	
Juli		-279 761	- 2 317	147 386	0	-134 692	
Aug		-271 051	4 393	143 815	0	-122 843	
Sept		-262 300	-11 669	156 294	0	-117 705	
Okt		-258 628	- 6 778	174 294	0	- 91 112	
Nov		-272 818	327	185 332	0	- 87 159	
Dec		-285 131	5 843	182 019	0	- 97 269	
2000	Jan	-316 818	14 641	186 082	0	-116 095	
	Feb	-311 986	12 019	198 174	0	-101 793	
	Mars	-305 951	7 131	201 270	0	- 97 550	
	April	-308 822	10 696	190 084	0	-108 042	
	Maj	-344 256	8 940	214 764	0	-120 552	

Tidigare utgivna specialartiklar

Kronemissioner i utlandet	<i>Loulou Wallman</i>	1990:1
Valutamarknaden i april 1989 – en global undersökning	<i>Robert Bergqvist</i>	1990:1
Betalningsbalansen 1989	<i>Gunnar Blomberg</i>	1990:2
Återinvesterade vinstmedel och direktinvesteringstillgångar	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:2
Utländsägandet – lagen om utländska företagsförvärv	<i>Per Arne Ström</i>	1990:2
Den internationella valutamarknaden 1989 och 1990	<i>Roberg Bergqvist</i>	1990:3
Utvecklingen av valutaregleringen – effekter på lång och kort sikt	<i>Christina Lindenius</i>	1990:3
Kreditmarknaden t.o.m. tredje kvartalet 1990	<i>Marianne Biljer och Per Arne Ström</i>	1990:4
Färre lån och större amorteringar – Riksbankens hushållsenkät första halvåret 1990	<i>Anna Thoursie</i>	1990:4
Nya uppgifter om resevalutautflödet	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:4
Bytesbalansen reviderad	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:4
Competition and Regulation: Trends in financial systems	<i>David T. Llewellyn</i>	1990:4
Utländska bankfilialers lånemöjligheter i Riksbanken	<i>Loulou Wallman</i>	1991:1
EMU-processen under 1990 – en uppsummering	<i>Gustaf Adlercreutz</i>	1991:1
Den norska kronans koppling till ECU	<i>Christina Lindenius</i>	1991:1
Betalningsbalansen 1990	<i>Fredrika Röckert</i>	1991:2
Det svenska innehavet av utländska portföljaktier	<i>Martin Falk</i>	1991:2
Affärsbankernas resultatutveckling	<i>Bo Dahlheim, Peter Lagerlöf och Per Arne Ström</i>	1991:2
De internationella kapitaltäckningsreglerna – arbetet går vidare	<i>Göran Lind och Åke Törnqvist</i>	1991:2
Värna Valutafondens monetära roll!	<i>Margareta Kyhlberg</i>	1991:2
Finansbolagen – sektor i omvandling	<i>Marianne Biljer</i>	1991:3
Den svenska kronans koppling till ecu	<i>Hans Lindberg och Christina Lindenius</i>	1991:3
Privat ecu – egenskaper och utveckling	<i>Jonny Nilsson</i>	1991:3

Den internationella valutamarknaden 1990 och 1991 – EMS-blocket expanderar <i>Robert Bergqvist och Leif Johansson</i>	1991:4
EES-avtalet och Riksbanken <i>Jan Nipstad</i>	1991:4
Hushållsenkäten första halvåret 1991 <i>Siv Stjernborg</i>	1991:4
Riksbanken och primary dealers <i>Robert Bergqvist och Ann Westman Mårtensson</i>	1992:1
Ekonomisk och monetär union – startskottet i Maastricht <i>Gustaf Adlercreutz</i>	1992:1
Den europeiska monetära unionen – konvergenskrav och anpassningsbehov <i>Christian Nilsson</i>	1992:1
Kreditmarknaden 1991 <i>Marianne Biljer</i>	1992:2
Banksektorns resultatutveckling i Sverige och i övriga Norden <i>Bo Dahlheim, Göran Lind och Anna-Karin Nedersjö</i>	1992:2
Avreglering av certifikat- och obligationsmarknaderna i svenska kronor <i>Loulou Wallman</i>	1992:2
Utländska förvärv av aktier i svenska företag <i>Rolf Skog</i>	1992:2
EES-avtalet och de finansiella marknaderna <i>Jan Nipstad</i>	1992:2
Budgetunderskottet och finanspolitikens inriktning <i>Krister Andersson</i>	1992:3
Utlandets placeringar i svenska räntebärande värdepapper <i>Martin Falk och Tomas Niemelä</i>	1992:3
The Performance of Banks in the UK and Scandinavia: A Case Study in Competition and Deregulation <i>David T. Llewellyn</i>	1992:3
Den internationella valutamarknaden 1991 och 1992 <i>Marie Kjellsson</i>	1992:4
Valutamarknaden i april 1992 <i>Robert Bergqvist</i>	1992:4
Räntetrappan <i>Ann Westman Mårtensson</i>	1992:4
Kommunernas ekonomi <i>Maude Svensson</i>	1992:4
Östeuropas reformsträvanden <i>Christina Nordh</i>	1992:4
Penningpolitiska indikatorer <i>Yngve Lindh</i>	1993:1
Betalningssystemen i brytningstid <i>Hans Bäckström</i>	1993:1
Annus horribilis för EMU <i>Gustaf Adlercreutz</i>	1993:1
Betalningsbalansen 1992 <i>Martin Falk och Anders Lindström</i>	1993:2
Kreditmarknaden 1992 <i>Marianne Biljer och Johanna Jonsson</i>	1993:2
Utvecklingen i banksektorn 1992 <i>Bo Dahlheim, Göran Lind och Anna-Karin Nedersjö</i>	1993:2
Strukturell sparandebrist – ett långvarigt problem i svensk ekonomi <i>Annika Alexius och Gunnar Blomberg</i>	1993:2
Riksbankens hushållsenkät 1992 <i>Eeva Seppälä</i>	1993:2
Fördelar och nackdelar med EMU <i>Annika Alexius och Yngve Lindh</i>	1993:2
Konvergensprocessen i EG-länderna inför en ekonomisk och monetär union <i>Maria Landell och Magnus Lindberg</i>	1993:2

Kapitaltäckning för marknadsrisker	<i>Robert Bergqvist och Mats Ericsson</i>	1993:3
Värdepapperisering på den svenska kreditmarknaden	<i>Willem van der Hoeven</i>	1993:3
Statliga indexobligationer	<i>Kerstin Hallsten</i>	1993:3
Skattning av terminsräntor	<i>Lars E.O. Svensson</i>	1993:3
Den internationella valutamarknaden under 1992 och 1993		
	<i>Kerstin Mitlid och Karolina Björklund</i>	1993:4
Skuldsanering pågår	<i>Daniel Barr och Kurt Gustavsson</i>	1993:4
Kommer Sverige att gå Finlands väg?	<i>Maria Landell</i>	1993:4
Penningpolitiska styrmedel i EMU	<i>Kari Lotsberg och Ann Westman</i>	1993:4
Penningpolitikens effekter på räntebildningen	<i>Annika Alexius</i>	1994:1
Tillgångsprisernas roll i ekonomin	<i>Claes Berg och Mats Galvenius</i>	1994:1
Andra fasen i EMU-processen	<i>Louise Lundberg</i>	1994:1
Betalningsbalansen 1993 under rörlig växelkurs		
	<i>Anders Lindström och Tomas Lundberg</i>	1994:2
Utlandets innehav av svenska värdepapper	<i>Mattias Croneborg och Johan Östberg</i>	1994:2
Kreditmarknaden	<i>Johanna Jonsson</i>	1994:2
Utvecklingen i banksektorn 1993	<i>Göran Lind och Anna-Karin Nedersjö</i>	1994:2
Riksbanken och systemrisken i derivatmarknaden	<i>Marianne Wolfbrandt</i>	1994:2
Riksbanken reducerar kassakraven för bankerna till noll	<i>Kari Lotsberg</i>	1994:2
Riksbankens nya räntestyrningssystem	<i>Lars Hörngren</i>	1994:2
Hushållsenkäten	<i>Eeva Seppälä</i>	1994:2
Statsskulden, räntorna och utländska placerares beteende	<i>Thomas Franzén</i>	1994:3
Monetära index – indikatorer för penningpolitiken	<i>Bengt Hansson och Hans Lindberg</i>	1994:3
Sveriges nettoskuld till utlandet	<i>Robert Bergqvist och Anders Lindström</i>	1994:3
Riksbanken, RIX och systemrisken	<i>Daniel Barr</i>	1994:3
RIX – Riksbankens system för clearing och avveckling	<i>Bertil Persson</i>	1994:3
Den internationella valutamarknaden	<i>Martin Edlund och Kerstin Mitlid</i>	1994:4
Avkastningskurvan och investerarnas beteende	<i>Lars Hörngren och Fredrika Lindsjö</i>	1994:4
Direktinvesteringar – tolkning och innebörd	<i>Johan Östberg</i>	1994:4
Prisstabilitet och penningpolitik	<i>Urban Bäckström</i>	1995:1
Samordning av den ekonomiska politiken i EU	<i>Christina Lindenius</i>	1995:1
Bankernas inlåningsmonopol och konkurrensen om sparandet		
	<i>Daniel Barr och Lars Hörngren</i>	1995:1
Bankernas räntor och Riksbankens ränteanalys	<i>Anna-Karin Nedersjö</i>	1995:1
Riksbanken och valutamarknaden	<i>Robert Bergquist och Ann Westman</i>	1995:1
Betalningsbalans 1994 – kapitalflöden och växelkurs		
	<i>Robert Bergquist och Mattias Croneborg</i>	1995:2

Prisstabilitet och ekonomisk tillväxt	<i>Mats Galvenius och Yngve Lindh</i>	1995:2
Produktionsgap och inflation i ett historiskt perspektiv	<i>Mikael Apel</i>	1995:2
Kreditmarknaden 1994 – skuldsättningen minskar	<i>Felice Marlor</i>	1995:2
Bankerna och bostadsinstituterna 1994	<i>Björn Hasselgren och Anna-Karin Nedersjö</i>	1995:2
Riksbankens hushållsenkät 1994 – ökat finansiellt sparande	<i>Hans Dillén</i>	1995:2
Penningpolitisk styrning i teori och praktik	<i>Lars Hörngren</i>	1995:3
Estimating Forward Interest Rates with the Extended Nelson and Siegel Method	<i>Lars E. O. Svensson</i>	1995:3
Hushållens sparande i privatobligationer	<i>Lotte Schou och Marianne Wolfbrandt</i>	1995:3
Turismen styr resevalutan	<i>Fredrika Röckert</i>	1995:3
Riksbanken och det europeiska monetära samarbetet	<i>Urban Bäckström</i>	1995:4
Strategi och instrument i etapp tre av EMU	<i>Claes Berg</i>	1995:4
EMU och sysselsättningen	<i>Krister Andersson och Anatoli Annenkov</i>	1995:4
EMU:s slutmål – en gemensam valuta	<i>Stefan Ingves och Agneta Brandimarti</i>	1995:4
EU, EMU och betalningssystemet	<i>Hans Bäckström</i>	1995:4
Hanteringen av bankkrisen – sedd i efterhand	<i>Stefan Ingves och Göran Lind</i>	1996:1
Kronans reala jämviktskurs	<i>Annika Alexius och Hans Lindberg</i>	1996:1
Snabba kast i internationella kapitalflöden	<i>Fredrika Röckert och Karin Stillerud</i>	1996:1
Den svenska derivatmarknaden domineras av ett fåtal aktörer	<i>Antti Koivisto och Marianne Wolfbrandt</i>	1996:1
”Herstatt-risken” och det internationella banksystemet	<i>Hans Bäckström</i>	1996:1
Penningpolitiska strategier för den Europeiska centralbanken	<i>Claes Berg</i>	1996:2
Producent- och importpriser samt KPI – starkt samband på disaggregerad nivå	<i>Hans Dellmo</i>	1996:2
Riksbankens hushållsenkät 1995: Nyupplåningen minskar	<i>Peter Lundkvist</i>	1996:2
Penningpolitik, inflation och arbetslöshet	<i>Mikael Apel och Lars Heikensten</i>	1996:3
Potentiell produktion och produktionsgap	<i>Mikael Apel, Jan Hansen och Hans Lindberg</i>	1996:3
Statens förändrade roll på finansmarknaderna	<i>Martin Blåvarg och Stefan Ingves</i>	1996:3
Statens utlandsskuld ur olika perspektiv	<i>Robert Bergqvist och Tomas Lundberg</i>	1996:4
Riksbankens räntestyrningssystem	<i>Karolina Holmberg</i>	1996:4
Strukturella perspektiv på de offentliga finanserna	<i>Johan Fall</i>	1996:4
Penningpolitiken och arbetslösheten	<i>Urban Bäckström</i>	1997:1
Macroeconomic indicators of systemic risk	<i>Felice Marlor</i>	1997:1
Strukturomvandlingen och prisbildningen	<i>Tor Borg och Mattias Croneborg</i>	1997:1
Elektroniska pengar – risker, möjligheter, frågetecken	<i>Hans Bäckström och Peter Stenkula</i>	1997:1

Har inflationsprocessen förändrats? <i>Claes Berg och Peter Lundkvist</i>	1997:2
Förväntningar om EMU och ränteutvecklingen <i>Hans Dillén och Martin Edlund</i>	1997:2
EMU 1999 – en lägesrapport <i>Jonas Eriksson och Loulou Wallman</i>	1997:2
Riksbanken hushållsenkät 1996: Nyupplåningen ökar <i>Peter Lundkvist</i>	1997:2
Den svenska repomarknaden <i>Christian Ragnartz och Johan Östberg</i>	1997:3/4
Floaten i betalningssystemet <i>Johanna Lybeck</i>	1997:3/4
Lärdomar av den nederländska modellen <i>Jonas A. Eriksson och Eva Uddén-Jondal</i>	1997:3/4
Kronans roll utanför EMU <i>Kerstin Mitlid</i>	1998:1
EMU snart verklighet – hur påverkas den ekonomiska politiken? <i>Lars Heikensten och Fredrika Lindsjö</i>	1998:1
Fem år med prisstabilitetsmål <i>Urban Bäckström</i>	1998:1
Samspelet för finansiell stabilitet <i>Göran Lind</i>	1998:1
Varför är det bra med en självständig Riksbank <i>Mikael Apel och Staffan Viotti</i>	1998:2
Ska Riksbanken bry sig om aktiepriser? <i>Ossian Ekdahl, Jonas A Eriksson och Felice Marlor</i>	1998:2
Valutakurser och valutaoptioner som EMU-indikatorer <i>Javiera Aguilar och Peter Hördahl</i>	1998:2
Value at Risk <i>Lina El Jahel, William Perraudin och Peter Sellin</i>	1998:2
Effektivitet i betalningssystemet – ett nätverksperspektiv <i>Gabriela Guibourg</i>	1998:3
Värdepapperisering – en framtida finansieringsform? <i>Martin Blåvarg och Per Lilja</i>	1998:3
Sambanden mellan konkurrens och inflation <i>Marcus Asplund och Richard Friberg</i>	1998:3
The New Lady of Threadneedle Street <i>Edward George</i>	1998:3
The inflation target five years on <i>Mervyn King</i>	1998:3
Kan man skapa ett globalt nätverk för betalningar? <i>Hans Bäckström och Stefan Ingves</i>	1998:4
Varför ska man använda ränteindex? <i>Christian Ragnartz</i>	1998:4
Internationella valutafondens utveckling och finansiella struktur <i>Maria Götherström</i>	1998:4
Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering <i>Lars Heikensten</i>	1999:1
Hedgefonder – orosstiftare? <i>Per Walter och Pär Krause</i>	1999:1
Optionspriser och marknadens förväntningar <i>Javiera Aguilar och Peter Hördahl</i>	1999:1
Managing and Preventing Financial Crises <i>Martin Andersson och Staffan Viotti</i>	1999:1
Den aktuella penningpolitiken <i>Urban Bäckström</i>	1999:2
Inflationsprognos med osäkerhetsintervall <i>Mårten Blix och Peter Sellin</i>	1999:2
Marknadsvärderad utlandsställning <i>Gunnar Blomberg och Johan Östberg</i>	1999:2
Därför har Sverige bytt stabiliseringspolitisk regim <i>Villy Bergström</i>	1999:2
Mot nya nationella och internationella bankregler <i>Göran Lind och Johan Molin</i>	1999:3

Valutareservens ränterisk	<i>Christian Ragnartz</i>	1999:3
Inflation Forecast Targeting	<i>Claes Berg</i>	1999:3
Den aktuella penningpolitiken	<i>Urban Bäckström</i>	1999:4
Olika sätt att bedriva inflationspolitik – teori och praktik	<i>Mikael Apel, Marianne Nessén, Ulf Söderström och Anders Vredin</i>	1999:4
Strukturella förändringar i banksektorn – drivkrafter och konsekvenser	<i>Per Lilja</i>	1999:4
Ekonomisk-politisk samordning i EU/EMU	<i>Lars Heikensten och Tomas Ernhagen</i>	2000:1
Finns det en "ny ekonomi" och kommer den till Europa?	<i>Jonas A Eriksson och Martin Ådahl</i>	2000:1
Makroindikationer på kreditrisker vid företagsutlåning	<i>Lena Lindhe</i>	2000:1
Internationella portföljinvesteringar	<i>Roger Josefsson</i>	2000:1
Den aktuella penningpolitiken	<i>Urban Bäckström</i>	2000:2
Makroekonomiskt beroende av demografin:		
En nyckel till bättre framtidsbedömningar	<i>Thomas Lindh</i>	2000:2
Euron och svensk bostadsfinansiering	<i>Margareta Kettis och Lars Nyberg</i>	2000:2
Conducting Monetary Policy with a Collegial Board:		
The New Swedish Legislation One Year On	<i>Claes Berg och Hans Lindberg</i>	2000:2

