

En ny riksbankslag

Volym 2

Slutbetänkande av Riksbankskommittén

Stockholm 2019



STATENS OFFENTLIGA
UTREDNINGAR

SOU 2019:46

SOU och Ds kan köpas från Norstedts Juridiks kundservice.
Beställningsadress: Norstedts Juridik, Kundservice, 106 47 Stockholm
Ordertelefon: 08-598 191 90
E-post: kundservice@nj.se
Webbadress: www.nj.se/offentligapublikationer

För remissutsändningar av SOU och Ds svarar Norstedts Juridik AB
på uppdrag av Regeringskansliets förvaltningsavdelning.

Svara på remiss – hur och varför

Statsrådsberedningen, SB PM 2003:2 (reviderad 2009-05-02).

En kort handledning för dem som ska svara på remiss.

Häftet är gratis och kan laddas ner som pdf från eller beställas på regeringen.se/remisser

Layout: Kommittéservice, Regeringskansliet

Omslag: Elanders Sverige AB

Tryck: Elanders Sverige AB, Stockholm 2019

ISBN 978-91-38-24978-9

ISSN 0375-250X

Innehåll

Volym 1

Sammanfattning	41
Summary	59
1 Författningsförslag	79
1.1 Förslag till lag om ändring i regeringsformen	79
1.2 Förslag till lag om ändring i riksdagsordningen.....	82
1.3 Förslag till lag om Sveriges riksbank	85
1.4 Förslag till lag om Riksgäldskontorets upplåning för Riksbankens behov	134
1.5 Förslag till lag om ändring i lagen (1936:81) om skuldebrev	135
1.6 Förslag till lag om upphävande av lagen (1940:79) om utsträckning av tiden för upptagande av växelprotest m.m. vid krig eller krigsfara.....	137
1.7 Förslag till lag om ändring i lagen (1940:300) angående förordnande om anstånd med betalning av gäld m.m. (moratorielag)	138
1.8 Förslag till lag om ändring i lagen (1957:684) om betalningsväsendet under krigsförhållanden	140

1.9	Förslag till lag om upphävande av kungörelsen (1964:18) med vissa föreskrifter angående tillämpningen av lagen den 20 december 1957 (nr 684) om betalningsväsendet under krigsförhållanden	143
1.10	Förslag till lag om ändring i lagen (1986:765) med instruktion för Riksdagens ombudsmän.....	144
1.11	Förslag till lag om ändring i lagen (1998:1404) om valutapolitik	147
1.12	Förslag till lag om ändring i lagen (2002:1022) om revision av statlig verksamhet m.m.....	148
1.13	Förslag till lag om ändring i offentlighets- och sekretesslagen (2009:400)	149
1.14	Förslag till lag om ändring i budgetlagen (2011:203).....	154
1.15	Förslag till lag om ändring i lagen (2014:484) om en databas för övervakning av och tillsyn över finansmarknaderna	156
1.16	Förslag till förordning om ändring i förordningen (2015:1052) om krisberedskap och bevakningsansvariga myndigheters åtgärder vid höjd beredskap	158
	Unofficial translation of the main legislative proposals.....	160
2	Kommitténs uppdrag och arbete.....	223
2.1	Kommitténs uppdrag	223
2.2	Förutsättningar och avgränsningar.....	224
2.3	Kommitténs arbete.....	225
3	Disposition.....	231
	Del 1: Bakgrundsbeskrivningar	241
4	Centralbankers grundläggande uppgifter	243
4.1	Inledning	243

4.2	Nödvändiga egenskaper hos allmänt accepterade betalningsmedel	245
4.3	Tillhandahålla slutliga betalningsmedel	248
4.3.1	Statens ansvar.....	250
4.3.2	Centralbankens roll i normala tider och i kristider	251
4.3.3	Nuvarande lagstiftning och direktivens frågeställningar.....	252
4.4	Upprätthålla ett centralt system för betalningsavveckling	254
4.4.1	Centralbankens roll i normala tider och i kristider	255
4.4.2	Nuvarande lagstiftning och direktivens frågeställningar.....	255
4.5	Stabilisera betalningsmedlets värde.....	256
4.5.1	Centralbankens roll i normala tider och i kristider	257
4.5.2	Nuvarande lagstiftning och direktivens frågeställningar.....	258
4.6	Agera sista låneinstans	259
4.6.1	Likviditetsrisker i bankverksamhet	259
4.6.2	Centralbankens roll i normala tider och i kristider	261
4.6.3	Nuvarande lagstiftning och direktivens frågeställningar.....	262
4.7	Kommitténs överväganden.....	264
4.8	Referenser.....	265
5	Centralbanker 1668–1979: En ekonomisk-historisk bakgrund	267
5.1	Inledning.....	267
5.1.1	Avgränsningar och disposition	268
5.2	Internationell utveckling	269
5.2.1	Bakgrund.....	269

5.2.2	Tillkomst och framväxt av grundläggande uppgifter	270
5.2.3	Huvudsakliga mål.....	278
5.2.4	Penningpolitiska regimer	281
5.2.5	Relation till den politiska makten	288
5.3	Riksbankens utveckling.....	290
5.3.1	Tillkomst och framväxt av grundläggande uppgifter	290
5.3.2	Penningpolitiska regimer	292
5.3.3	Huvudsakliga mål.....	293
5.3.4	Roll inom finansiell stabilitet	295
5.3.5	Huvudsakliga instrument	296
5.3.6	Relation till den politiska makten	296
5.4	Referenser	300
6	Centralbanker 1980–2019: Nationalekonomisk bakgrund till kommitténs uppdrag	305
6.1	Inledning	305
6.2	Ekonomiska idéer bakom utvecklingen 1980–2007	306
6.2.1	Bakgrund.....	306
6.2.2	Oberoende centralbanker viktigt enligt nya rön	309
6.2.3	En ny syntes växer fram.....	310
6.2.4	Riksbanksutredningen 1993 och ny lagstiftning 1999.....	314
6.2.5	Den flexibla inflationsmålspolitiken tar form	316
6.3	Erfarenheter decenniet efter finanskrisen 2008–2019.....	320
6.3.1	Bakgrund.....	321
6.3.2	Tillgångsköp kompletterar räntestyrningen.....	322
6.3.3	Omprövning av regelverk	324
6.3.4	Penningpolitiska frågeställningar	326
6.3.5	Sämre måluppfyllelse efter finanskrisen	330
6.3.6	Oberoende och befogenheter.....	334
6.3.7	Svenska och internationella utvärderingar.....	336
6.3.8	Snabbt minskande kontantanvändning.....	337
6.4	Referenser	339

7	Det finansiella systemets roll, funktioner och risker.....	345
7.1	Inledning.....	345
7.2	Det finansiella systemets betydelse	345
7.2.1	Det finansiella systemet och dess grundläggande funktioner.....	345
7.2.2	En beskrivning av det finansiella systemet.....	348
7.2.3	Det finansiella systemet ska vara stabilt och effektivt	351
7.2.4	Systemviktiga företag.....	355
7.2.5	Soliditet och likviditet – två centrala begrepp.....	357
7.3	Soliditets- och likviditetsrisker i bankverksamhet och andra finansiella företag.....	359
7.3.1	Soliditetsrisker	360
7.3.2	Likviditetsrisker.....	360
7.4	Likvida tillgångar och risken för systemomfattande likviditetskriser.....	363
7.4.1	Efterfrågan på och utbud av likvida tillgångar	364
7.4.2	Säkra likvida tillgångar.....	365
7.4.3	Likviditet i normala tider	366
7.4.4	Orsaker till systemomfattande likviditetskriser	367
7.5	Regelverk för det finansiella systemet	374
7.6	Referenser.....	376
8	Det svenska krishanteringsramverket	379
8.1	Inledning.....	379
8.1.1	Bakgrund.....	379
8.2	Statliga åtgärder om ett individuellt företag får problem ...	381
8.2.1	Den krisförebyggande fasen	381
8.2.2	Begreppet fallera eller sannolikt komma att fallera	386
8.2.3	Resolution	387
8.2.4	Förebyggande statligt stöd till kreditinstitut.....	404
8.2.5	Nödkrediter och garantier	406

8.3	Statliga åtgärder vid marknadsstörningar.....	409
8.3.1	Repor av statspapper.....	409
8.3.2	Förebyggande statligt stöd till kreditinstitut	410
8.3.3	Likviditetsstöd från Riksbanken för att motverka en systemomfattande likviditetskris ...	411
8.4	Behovet av internationellt samarbete mellan myndigheter	412
8.5	Överenskommelser med andra myndigheter nationellt och internationellt	413
8.5.1	Samverkan nationellt inom Finansiella stabilitetsrådet	414
8.5.2	Överenskommelser med utländska myndigheter.....	415
8.6	Referenser	417
9	Unionsrättsliga regler om centralbanker.....	419
9.1	Unionsrättens förhållande till nationell rätt	419
9.2	EMU och penningpolitik.....	421
9.3	Europeiska centralbankssystemet.....	425
9.4	Oberoende för centralbanker	428
9.5	Innebörden av de ECBS-relaterade uppgifterna.....	433
9.6	Medlemsstater med undantag	435
9.7	Konvergenskraven och rättslig konvergens för Sveriges del	441
9.8	Referenser	446
10	En översikt över gällande svensk rätt	447
10.1	Inledning	447
10.2	Regeringsformen	448
10.3	Riksdagsordningen	451

10.4	Riksbankslagen.....	451
10.4.1	Uppgifter och mål	451
10.4.2	Penningpolitik	452
10.4.3	Att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende	452
10.4.4	Riksbankens befogenheter att begära uppgifter från företag	457
10.4.5	Samråd och informationsutbyte med andra myndigheter	457
10.4.6	Riksbankens organisation	457
10.5	Bestämmelser om valutapolitik	458
10.6	Beredskapslagstiftningen	460
11	Riksbanken och den svenska förvaltningsmodellen.....	463
11.1	Inledning.....	463
11.2	Från folkvilja till förvaltningsbeslut	464
11.2.1	Riksdagen är folkets främsta företrädare	465
11.2.2	Regeringen styr riket.....	467
11.3	Den svenska statliga förvaltningen – styrning, verksamhet och organisation.....	469
11.3.1	Begreppet förvaltningsmyndighet	469
11.3.2	Historiskt perspektiv på svenska förvaltningsmyndigheter.....	471
11.3.3	Nuvarande former för ledning av myndigheter...	472
11.3.4	Förvaltningsmyndigheterna – en heterogen grupp	474
11.3.5	Grundläggande principer för förvaltningsmyndigheternas verksamhet	478
11.3.6	Den svenska förvaltningsmodellen i ett internationellt perspektiv	480
11.4	Riksbanken i den svenska förvaltningsmodellen	481
11.4.1	Vad innebär det att Riksbanken lyder under riksdagen?	481
11.4.2	Riksbanken – en både unik och vanlig förvaltningsmyndighet	483

11.4.3	Riksbankens självständighet i jämförelse med andra förvaltningsmyndigheter	487
11.5	Ingående av internationella överenskommelser för Sveriges räkning	488
11.5.1	Regeringen ingår internationella överenskommelser	488
11.5.2	Riksdagens godkännande i vissa fall.....	489
11.5.3	Förvaltningsmyndigheters ingående av internationella överenskommelser	490
11.5.4	Riksbankens möjlighet att ingå internationella överenskommelser	491
11.6	Samverkan mellan myndigheter.....	492
11.7	Referenser	495
12	Innebörden av Riksbankens oberoende.....	497
12.1	Inledning	497
12.1.1	Kommitténs uppdrag	497
12.1.2	Oberoende institutioner och konstitutionalism	497
12.1.3	Bakgrunden till centralbankers oberoende.....	498
12.1.4	Demokratisk legitimitet.....	500
12.1.5	Utvecklingen efter den globala finanskrisen	501
12.2	Utvecklingen mot en mer självständig Riksbank	504
12.2.1	Tiden fram till mitten av 1980-talet	504
12.2.2	Införandet av riksbankslagen i slutet av 1980-talet.....	505
12.2.3	Arbetet med ett stärkt oberoende för Riksbanken	508
12.3	Riksbankens särställning som myndighet	512
12.4	Omfattar de unionsrättsliga kraven på oberoende även frågor om finansiell stabilitet?	517
12.5	Omfattar de unionsrättsliga kraven på oberoende även Riksbankens roll i internationella sammanhang?	525

12.6	Omfattar de unionsrättsliga kraven på oberoende frågor om kontantförsörjning och kontanthantering?	526
12.7	Referenser.....	529

Volym 2

13	Övergripande ställningstaganden.....	531
13.1	En ny riksbankslag.....	531
13.2	Anpassningar till unionsrätten.....	533
13.3	Förhållandet mellan regeringsformen respektive övriga lagar.....	536
13.4	Uppgifter, mål och befogenheter.....	539
13.5	En proportionalitetsprincip för Riksbankens beslutsfattande	550
13.6	En skyldighet att motivera beslut	554
13.7	Förtydligande av förbudet mot monetär finansiering	556
13.8	Huvudmannaskapet för Riksbanken	558
13.9	Omvärldsbevakning och forskning.....	559
13.10	Referenser.....	562
	Del 2: Penningpolitikens mål och medel	563
14	Utgångspunkter och principer för förslag inom penningpolitiken	565
14.1	Inledning och disposition.....	565
14.2	Ansvar för penningpolitiken enligt gällande rätt.....	566
14.3	Vad är penningpolitik?	568
14.3.1	Bakgrund.....	568
14.3.2	Räntestyrning i relation till grundläggande uppgifter.....	570
14.3.3	Diskussion efter finanskrisen	572

14.3.4	Internationell utblick.....	576
14.3.5	Utgångspunkter och principer.....	583
14.3.6	Sammanfattande kommentarer.....	588
14.4	Rekommendationer i finansutskottets externa utvärderingar.....	589
14.4.1	Tre utvärderingar – tre tidsperioder.....	590
14.4.2	Penningpolitikens nominella mål.....	591
14.4.3	Real hänsyn inom penningpolitiken.....	593
14.4.4	Annan samhällsekonomisk hänsyn inom penningpolitiken.....	595
14.5	Penningpolitikens transmissionsmekanism.....	596
14.5.1	Monetar bas och penningmängd.....	597
14.5.2	Transmissionsmekanism vid räntestyrning.....	598
14.5.3	Implementering av räntestyrning.....	602
14.6	Referenser.....	611
15	Precisering av prisstabilitetsmålet.....	615
15.1	Inledning.....	615
15.1.1	Frågeställningar och disposition.....	616
15.2	Målformulering i lag samt beslutsformerna för preciseringen av prisstabilitetsmål.....	617
15.2.1	Internationell utblick.....	617
15.2.2	Gällande svensk rätt.....	620
15.2.3	Unionsrättens regler.....	621
15.2.4	Kommitténs överväganden.....	625
15.3	Olika preciseringar av prisstabilitetsmålet.....	630
15.3.1	Internationell utblick.....	631
15.3.2	Alternativa målvariabler för penningpolitiken....	634
15.3.3	Inflationsmål med eller utan intervall?.....	645
15.3.4	Tidshorisont.....	648
15.3.5	Målnivå för nominell utvecklingstakt.....	650
15.3.6	Val av prisindex.....	658
15.3.7	Rättsliga förutsättningar.....	665
15.3.8	Kommitténs överväganden.....	668
15.4	Referenser.....	675

16	Realekonomisk hänsyn inom penningpolitiken	683
16.1	Inledning.....	683
16.1.1	Frågeställningar och disposition.....	684
16.2	Realekonomiska effekter av penningpolitik.....	684
16.2.1	Stabilisering över konjunkturcykeln	685
16.2.2	Realekonomiska effekter även på längre sikt?	687
16.3	Internationell utblick.....	689
16.4	Alternativa variabler och formuleringar	691
16.4.1	Riksbankens nuvarande realekonomiska hänsyn	691
16.4.2	Alternativa realekonomiska variabler	691
16.4.3	Avvågningar beträffande formuleringar i lag	692
16.5	De rättsliga förutsättningarna för realekonomisk hänsyn.....	694
16.6	Kommitténs överväganden.....	698
16.6.1	Bör realekonomisk hänsyn lagstadgas?	698
16.6.2	Vilken typ av realekonomisk hänsyn bör tas?	700
16.7	Referenser.....	704
17	Penningpolitik och hänsyn till finansiella obalanser....	707
17.1	Inledning.....	707
17.1.1	Frågeställningar och disposition.....	708
17.2	Bakgrund och terminologi.....	709
17.3	Relation till makrotillsynen.....	712
17.3.1	Första respektive andra försvarslinjen.....	713
17.4	Nationalekonomiska perspektiv	714
17.4.1	Räntor och finansiella variabler	714
17.4.2	Bred samsyn före finanskrisen.....	719
17.4.3	Analys efter finanskrisen	720
17.5	Internationell utblick.....	729
17.5.1	Länder som i större utsträckning beaktar finansiella obalanser inom penningpolitiken	729

17.5.2	Länder som i mindre utsträckning beaktar finansiella obalanser inom penningpolitiken	732
17.6	Kommitténs överväganden	736
17.6.1	Två principiella förhållningssätt	736
17.6.2	Behov av flera perspektiv	738
17.6.3	Kommitténs bedömningar.....	740
17.7	Referenser	743
18	Befogenheter inom penningpolitiken.....	749
18.1	Inledning	749
18.1.1	Frågeställningar	751
18.1.2	Disposition	751
18.2	Nuvarande ordning.....	752
18.2.1	Gällande svensk rätt	752
18.2.2	Unionsrättens regler och verksamheten inom Eurosystemet	761
18.2.3	Medlemsstater med undantag.....	765
18.2.4	Lagstödet för räntestyrning och andra penningpolitiska åtgärder	767
18.3	Internationell utblick	768
18.4	Negativ styrränta	769
18.4.1	Mekanismer	769
18.4.2	Risker	770
18.4.3	Rättsliga förutsättningar.....	778
18.5	Köp av statsobligationer.....	778
18.5.1	Effekter genom flera kanaler	779
18.5.2	Effekter på finansiella variabler och makroekonomisk utveckling	782
18.5.3	Risker	784
18.5.4	Rättsliga förutsättningar	793
18.6	Krediter till okonventionella villkor.....	794
18.6.1	Krediter till fast ränta med långa löptider.....	795
18.6.2	Villkorade krediter	796

18.7	Valutainterventioner	797
18.7.1	Effekter på reala och finansiella variabler.....	798
18.7.2	Risker	800
18.7.3	Rättsliga förutsättningar	803
18.8	Köp av privata värdepapper	804
18.8.1	Effekter på finansiella variabler	805
18.8.2	Risker och effekter på resursallokering.....	806
18.8.3	Rättsliga förutsättningar	809
18.9	Monetär finansiering av finanspolitik.....	809
18.9.1	MFFP och centralbankens balansräkning.....	810
18.9.2	Rättsliga förutsättningar	813
18.10	Ytterligare samhällsekonomiska hänsyn inom penningpolitiken?.....	814
18.10.1	De finansiella marknaderna och statsskuldshöjningen	815
18.10.2	Riksbankens balansräkning och offentliga finanser.....	816
18.10.3	Inkomstfördelningen	817
18.11	Kommitténs överväganden.....	818
18.11.1	Räntestyrnings- och likviditetsinstrument	818
18.11.2	Köp av statspapper	824
18.11.3	Direkta köp av privata värdepapper.....	827
18.11.4	Föreskrifter och kassakrav	829
18.11.5	Valutainterventioner.....	830
18.11.6	Monetär finansiering av finanspolitik	832
18.11.7	Uppgiftsskyldighet.....	833
18.12	Referenser.....	836
19	Växelkursstyrning	843
19.1	Uttrycket valutapolitik.....	843
19.2	Ansvarsfördelningen mellan regeringen och Riksbanken i växelkursfrågor.....	850
19.3	Växelkursstyrning enligt den nya riksbankslagen.....	852
19.4	Referenser.....	855

Del 3: Riksbankens ansvar för finansiell stabilitet.....	857
20 Utgångspunkter och principer för förslag om Riksbankens uppgifter inom finansiell stabilitet.....	859
20.1 Inledning.....	859
20.1.1 Disposition.....	861
20.2 Centralbankers grundläggande uppgifter och frågor relaterade till EU-rätten.....	861
20.2.1 Centralbankers grundläggande uppgifter.....	861
20.2.2 Unionsrättsliga förutsättningar.....	863
20.3 Ansvarsfördelning och målformulering avseende finansiell stabilitet i Sverige.....	864
20.4 Vad innebär Riksbankens uppgift att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende?.....	868
20.5 Synpunkter på nuvarande riksbankslag.....	872
20.5.1 Finanskriskommittén.....	873
20.5.2 Internationella valutafonden.....	875
20.5.3 Behandlingen av finansiell stabilitet i Finansutskottets tre externa utvärderingar.....	875
20.5.4 Riksbanken.....	879
20.5.5 Sammanfattning av synpunkterna.....	880
20.6 Riksbankens utformning av sitt arbete.....	881
20.7 Internationell utblick.....	884
20.8 Kommitténs överväganden.....	901
20.8.1 Delat ansvar innebär ett behov av samverkan.....	901
20.8.2 Avvägning mellan finansiell stabilitet och effektivitet.....	903
20.8.3 Förutsättningar för delegering av uppgifter och befogenheter.....	905
20.8.4 Riksbankens ställning behöver beaktas.....	906
20.8.5 Samordning och befogenheter i kristider.....	908
20.8.6 Formuleringen av Riksbankens mål.....	909
20.9 Referenser.....	912

21	Finansiell infrastruktur.....	915
21.1	Inledning.....	915
21.2	Riksbankens ansvar för betalningsavveckling	916
21.3	Övervakning av den finansiella infrastrukturen.....	929
21.4	Referenser.....	938
22	Generellt likviditetsstöd	939
22.1	Inledning.....	939
22.1.1	Bakgrund.....	939
22.1.2	Kommitténs uppdrag och utgångspunkter	941
22.1.3	Disposition.....	942
22.2	Internationell utblick och unionsrätten	942
22.2.1	Internationell utblick	942
22.2.2	Unionsrätten.....	943
22.3	Riksbankens mandat	945
22.4	Ansvarsfördelningen mellan Riksbanken och Riksgäldskontoret	950
22.5	Utgångspunkter för utformningen av Riksbankens generella likviditetsstöd	952
22.6	Hur ska syftet med Riksbankens generella likviditetsstödjande åtgärder formuleras?	956
22.7	Vilka befogenheter att ge generellt likviditetsstöd bör Riksbanken ha?	958
22.7.1	Kredit i svenska kronor mot betryggande säkerhet	960
22.7.2	Kredit i utländsk valuta mot betryggande säkerhet	967
22.7.3	Återköpsavtal i svenska kronor eller utländsk valuta	968
22.7.4	Återköpsavtal avseende värdepapper och liknande	970
22.7.5	Andra värdepapperstransaktioner	972

22.8	Särskilda likviditetsfaciliteter som får räknas in i likviditetsbufferten.....	978
	Appendix: Internationell utblick	985
22.9	Referenser	1001
23	Nödkrediter	1005
23.1	Inledning	1005
23.1.1	Utgångspunkter	1005
23.1.2	Kommitténs uppdrag	1006
23.1.3	Disposition	1006
23.2	Riksbankens och Riksgäldskontorets åtgärder för stöd till individuella företag	1007
23.3	När kan det bli aktuellt att ge en nödkredit?	1008
23.4	En jämförelse mellan nödkrediter och generell likviditetsstöd från Riksbanken	1009
23.5	Internationell utblick och unionsrätten	1011
23.5.1	Internationell utblick	1011
23.5.2	Unionsrätten	1011
23.6	Bagehots regel.....	1015
23.7	Vilka kriterier ska vara uppfyllda för att Riksbanken ska få ge en nödkredit?	1016
23.7.1	Riksbanken får besluta om nödkredit.....	1016
23.7.2	En nödkredit bör bygga på frivillighet.....	1017
23.7.3	Syftet med Riksbankens nödkrediter.....	1018
23.7.4	Nödkredit i svenska kronor eller utländsk valuta mot säkerhet	1021
23.7.5	Motpartsretsen	1026
23.7.6	Stödmottagarens finansiella ställning	1031
23.7.7	Ska det finnas en övre beloppsgräns för Riksbankens nödkrediter?	1039
23.7.8	Ska regeringen godkänna ett beslut om nödkredit innan det fattas?	1042
23.8	Nödkredit till ett företag i resolution	1043
23.8.1	En problembeskrivning.....	1044

23.8.2	Unionsrätten.....	1047
23.8.3	Riksgäldskontorets och Riksbankens roller enligt förarbetena till lagen om resolution.....	1048
23.8.4	IMF:s synpunkter på det svenska regelverket ...	1051
23.8.5	Arbetsfördelningen mellan Riksgäldskontoret och Riksbanken.....	1052
23.8.6	Kriterierna för att ge nödkredit när ett företag är försatt i resolution.....	1055
	Appendix: Internationell utblick.....	1059
23.9	Referenser.....	1075
24	Övriga frågor inom finansiell stabilitet	1077
24.1	Inledning.....	1077
24.1.1	Innehåll.....	1077
24.1.2	Disposition.....	1077
24.2	Riksbankens övervakning av det finansiella systemets funktionssätt	1078
24.3	Riksbanken ska förbereda sig för att hantera kriser	1081
24.4	Samverkan, samråd och information	1084
24.4.1	Samverkan och samråd.....	1084
24.4.2	Riksbankens informationsskyldighet.....	1091
24.5	En särskild garanti för nödkrediter?	1093
24.6	Ändringar av skuldebrevslagen	1095
24.7	Centrala motparter och ändringar i Emir-förordningen ..	1102
24.7.1	Bakgrund.....	1102
24.7.2	Nya uppgifter för centralbanker mot bakgrund av ändringarna Emir-förordningen....	1105
24.7.3	Nya uppgifter inom ramen för tillsynsarbetet rörande centrala motparter inom EU.....	1105
24.7.4	Nya uppgifter inom ramen för tillsynsarbetet rörande centrala motparter i tredjeland	1107
24.7.5	Behovet av lagstiftningsåtgärder.....	1109
24.8	Referenser.....	1114

25	Gränsdragning mellan det penningpolitiska målet och målet för det finansiella systemet	1117
25.1	Inledning	1117
25.1.1	Bakgrund.....	1118
25.1.2	Disposition	1119
25.2	Krediter	1119
25.2.1	Föreslagna befogenheter.....	1119
25.2.2	Syften med olika centralbankskrediter	1122
25.2.3	Diskussion	1123
25.3	Köp och försäljning av värdepapper	1126
25.3.1	Föreslagna befogenheter.....	1126
25.3.2	Syften med köp och försäljning av värdepapper	1127
25.3.3	Diskussion	1129
25.4	Sammanfattande kommentarer.....	1129
25.5	Referenser	1132
	Del 4: Riksbankens internationella arbete	1133
26	Internationellt arbete	1135
26.1	Inledning	1135
26.2	Kommitténs uppdrag	1137
26.3	Några utgångspunkter för Riksbankens internationella arbete	1139
26.4	Banken för internationell betalningsutjämning (BIS).....	1141
26.4.1	BIS ägare och organisation	1142
26.4.2	Riksbankens finansiella avtal med BIS.....	1143
26.5	Baselkommittén för banktillsyn	1143
26.5.1	Organisation och beslutsprocess	1144
26.5.2	Medlemmar.....	1145
26.5.3	Standarder, riktlinjer och god praxis.....	1146
26.5.4	Politisk vägledning	1147
26.5.5	Inflytande över lagstiftningen	1148
26.5.6	EU och Baselkommittén	1149

26.5.7	Svensk samordning inför Baselkommitténs möten	1150
26.6	Andra kommittéer och internationella grupper som BIS stödjer	1151
26.6.1	CGFS, CPMI och MC	1151
26.6.2	Rådet för finansiell stabilitet (FSB)	1151
26.7	Europeiska systemrisknämnden (ESRB)	1152
26.8	Övrigt EU-samarbete: EBA och EFK	1153
26.8.1	Europeiska bankmyndigheten (EBA)	1153
26.8.2	Ekonomiska och finansiella kommittén (EFK)	1154
26.9	Kommitténs överväganden	1155
26.9.1	Riksbankens deltagande i internationella sammanhang	1155
26.9.2	Fördjupade bedömningar rörande Baselkommittén	1156
26.9.3	Information till riksdagen och regeringen om internationellt arbete	1158
26.9.4	Samarbetsformer för myndigheterna i det internationella arbetet	1160
26.9.5	Vägledning från regeringen och riksdagen	1162
26.9.6	Övriga bestämmelser för Riksbankens internationella verksamhet	1164
26.10	Referenser	1167
27	Internationella valutafonden	1169
27.1	Inledning	1169
27.2	Bakgrundsfakta om Internationella valutafonden (IMF)	1171
27.2.1	Grundande länder och medlemsländer	1171
27.2.2	IMF:s verksamhet	1171
27.3	Tidigare utredningar och Sveriges syn på IMF	1173
27.3.1	Regeringens och finansutskottets syn på IMF ..	1173
27.3.2	Tidigare utredningar och ställningstaganden relaterade till IMF-åtagandena	1174

27.4	IMF:s organisation	1174
27.4.1	Guvernörstyrelsen är IMF:s högsta beslutande organ	1174
27.4.2	IMFC är IMF:s viktigaste policyskapande organ	1175
27.4.3	Exekutivstyrelsen sköter det dagliga arbetet.....	1176
27.4.4	IMF-frågor koordineras även inom EU	1177
27.4.5	IMF:s stadgar om hur medlemsländerna ska arbeta.....	1178
27.5	Gällande rätt	1179
27.5.1	Riksbanken är finansiell motpart mot IMF.....	1179
27.5.2	Riksbanken är förbindelseorgan gentemot IMF	1180
27.5.3	Riksbanken får förvärva och handla med IMF:s särskilda dragningsrätter	1180
27.6	En internationell utblick: andra länders val av kontaktmyndighet och finansiell motpart.....	1180
27.7	Medlemsländernas finansiella åtaganden mot IMF	1181
27.7.1	Ett medlemslands insatskapital	1181
27.7.2	Frivilliga bilaterala eller multilaterala lånearrangemang med IMF.....	1182
27.7.3	Åtaganden relaterade till innehav av IMF:s reservtillgång SDR	1183
27.7.4	Åtaganden relaterade till IMF:s utlåning till låginkomstländer	1185
27.7.5	IMF:s finansiella transaktionsplan (FTP) och förhandsavisering till medlemsländerna rörande transaktioner.....	1186
27.7.6	Kreditrisk vid utlåning till IMF.....	1187
27.8	Riksbankens finansiella åtaganden mot IMF	1187
27.8.1	En samlad bild av de finansiella åtagandena mot IMF	1187
27.8.2	Kommentarer om de svenska åtagandena.....	1188
27.9	Kommitténs överväganden	1190
27.9.1	Kommitténs övergripande bedömningar.....	1190
27.9.2	Riksbankens roll som förbindelseorgan	1191

27.9.3	Riksbankens roll som finansiell motpart	1192
27.10	Referenser.....	1199

Volym 3

Del 5: Riksbankens institutionella och finansiella oberoende 1201

28 Institutionellt oberoende 1203

28.1	Kommitténs uppdrag	1203
28.2	Instruktionsförbudet i svensk rätt.....	1203
28.3	Information till regeringen om penningpolitiska beslut m.m.	1215

29 Eget kapital, vinstdisposition och tillgångsförvaltning 1221

29.1	Inledning.....	1221
29.2	Bakgrund och behovet av översyn	1222
29.3	Riksbankens ställning och finansiella oberoende.....	1224
29.4	Storlek på Riksbankens eget kapital	1226
29.4.1	Finansiellt oberoende och kostnadsfritt kapital	1226
29.4.2	Orealiserade vinster och Riksbankens eget kapital.....	1229
29.4.3	Finansiering av driftskostnader	1232
29.4.4	En buffert för förlustrisker	1235
29.4.5	Regeringens förslag om storlek på Riksbankens eget kapital.....	1245
29.4.6	Kommitténs överväganden	1246
29.5	Strukturen på Riksbankens eget kapital	1247
29.5.1	Regeringens förslag	1249
29.5.2	Flamutredningens förslag	1249
29.5.3	Kommitténs överväganden	1250

29.6	Vinstdisposition.....	1251
29.6.1	Nuvarande ordning	1251
29.6.2	Regeringens förslag.....	1253
29.6.3	Finansiella avsättningar.....	1254
29.6.4	Flamutredningens förslag.....	1255
29.6.5	Kommitténs överväganden.....	1255
29.7	Beslutsformerna angående Riksbankens balans- och resultaträkning samt årets resultat.....	1258
29.8	Riksbankens tillgångsförvaltning	1263
29.9	Möjlighet till återställning av det egna kapitalet.....	1268
29.9.1	Regeringens förslag.....	1268
29.9.2	Flamutredningens förslag.....	1268
29.9.3	För- och nackdelar med automatisk återkapitalisering	1269
29.9.4	Hänsyn till orealiserade vinster vid återkapitalisering	1271
29.9.5	Nivå för återställning av det egna kapitalet	1272
29.9.6	Kommitténs överväganden.....	1273
29.10	Referenser	1275
30	Valutaupplåning till valutareserven.....	1277
30.1	Inledning	1277
30.2	Bakgrund.....	1278
30.2.1	Motiven för Riksbanken att hålla en valutareserv.....	1278
30.2.2	Valutareservens storlek och sammansättning	1280
30.2.3	Användning av valutareserven under finanskrisen	1282
30.2.4	Förstärkningen av valutareserven 2009 och 2012.....	1284
30.2.5	Flamutredningens förslag om valutaupplåning ..	1290
30.2.6	Utkastet till lagrådsremiss 2017	1296
30.2.7	Remissynpunkter på utkastet till lagrådsremiss.	1297
30.3	Unionsrättens regler om oberoende centralbanker och valutareserver	1301

30.4	Riksbankens eventuella möjligheter till valutaupplåning i eget namn enligt gällande rätt	1303
30.5	Bankernas behov av likviditetsstöd.....	1308
30.5.1	Likviditetsrisk i utländsk valuta.....	1309
30.5.2	Ökade likviditetskrav på bankerna sedan finanskrisen.....	1311
30.5.3	Tidigare bedömningar av behovet av likviditetsstöd	1312
30.6	Riksbankens behov av valutareserv.....	1317
30.6.1	Möjligheten att få valutareserven återställd	1318
30.6.2	Andra möjligheter till finansiering av likviditetsstöd i utländsk valuta	1320
30.6.3	IMF-åtaganden, valutainterventioner och andra uppgifter som skapar behov av valutareserv	1324
30.6.4	Valutareserv som förtroendeskapare på den internationella finansmarknaden.....	1327
30.7	Kommitténs överväganden.....	1329
30.8	Referenser.....	1337
31	Valutaåterköpsavtal mellan Riksbanken och andra centralbanker.....	1341
31.1	Inledning.....	1341
31.2	Vad är ett valutaåterköpsavtal?	1342
31.3	I vilka syften ingår centralbanker valutaåterköpsavtal?	1344
31.4	För- och nackdelar med valutaåterköpsavtal.....	1345
31.4.1	Fördelar med valutaåterköpsavtal.....	1345
31.4.2	Nackdelar med valutaåterköpsavtal.....	1346
31.5	Användning av valutaåterköpsavtal under finanskrisen och framåt.....	1347
31.5.1	Riksbankens valutaåterköpsavtal	1347
31.5.2	ECB:s och Federal Reserves valutaåterköpsavtal	1352

31.6	Gällande rätt	1352
31.6.1	Unionsrätten	1352
31.6.2	Regeringsformen.....	1354
31.6.3	Riksbankslagen.....	1354
31.7	Andra centralbankers möjlighet att ingå valutaåterköpsavtal	1355
31.8	Kommitténs överväganden	1355
31.8.1	Att tillgodose Riksbankens behov av utländsk valuta.....	1356
31.8.2	Att tillgodose andra centralbankers behov av valuta.....	1358
31.9	Referenser	1361
Del 6: Organisation och demokratisk granskning.....		1363
32 Organisation och ledning		1365
32.1	Inledning	1365
32.1.1	Kommitténs uppdrag.....	1365
32.1.2	En kort historik.....	1366
32.1.3	Utgångspunkter och disposition.....	1367
32.2	Gällande rätt	1368
32.2.1	Fullmäktige.....	1369
32.2.2	Direktionen	1371
32.2.3	Finansutskottet	1374
32.2.4	Unionsrätten	1374
32.3	Svenska myndigheter.....	1375
32.3.1	Olika sätt att organisera en svensk myndighet ..	1376
32.3.2	Hur myndighetschefer utses	1378
32.3.3	Myndighetschefens roll	1380
32.3.4	Riksbankens särställning som myndighet	1381
32.4	Den nuvarande organisationen: tidigare dokumenterade erfarenheter.....	1382
32.4.1	Externa utvärderingar	1382
32.4.2	Enkätundersökning 2010 om direktionsledamöternas erfarenheter	1385

32.4.3	Direktionsledamöters offentligt framförda synpunkter	1386
32.5	Den nuvarande organisationen: kommitténs intervjuer under 2018 och 2019	1387
32.5.1	Fullmäktiges uppdrag och sammansättning	1388
32.5.2	Riksbanksdirektionens uppdrag, effektivitet och sammansättning	1389
32.5.3	Om Riksbankens effektivitet i verksamheten och om den är ändamålsenligt dimensionerad ...	1393
32.6	Litteratur om centralbankers ledning	1394
32.6.1	Varför fattas penningpolitiska beslut oftast av en kommitté?	1394
32.6.2	Hur stor bör en penningpolitisk kommitté vara?	1395
32.6.3	Hur kan problem med beslutsfattande i grupp minskas?	1397
32.6.4	En eller flera kommittéer för policybeslut inom centralbanken?	1398
32.6.5	Om kommitténs sammansättning	1399
32.6.6	Om externa experter	1399
32.6.7	Om mandatperiod, anställningsskydd och omvalsmöjlighet för centralbankschefer	1400
32.7	En internationell utblick	1401
32.7.1	BIS kartläggning 2009	1402
32.7.2	Kommitténs internationella utblick	1403
32.8	Kommitténs överväganden	1406
32.8.1	Fullmäktige ska finnas kvar	1406
32.8.2	Fullmäktiges relation till direktionen	1407
32.8.3	Övriga bestämmelser om fullmäktige	1411
32.8.4	Hur fullmäktige utser riksbankschefen och de vice riksbankscheferna	1413
32.8.5	Riksbanken leds av en direktion	1416
32.8.6	Antalet direktionsledamöter och deras mandattid	1417
32.8.7	Inga externa experter i direktionen	1420
32.8.8	Direktionens ansvar	1421
32.8.9	Riksbankschefens ansvar	1423

32.8.10	Sammanträden och beslutsfattande.....	1425
32.8.11	Övriga bestämmelser för direktionen.....	1427
32.8.12	Övriga bestämmelser Riksbankens organisation	1428
32.8.13	Andra ledningsmodeller som kommittén överbägt.....	1429
32.8.14	Riksbankens effektivitet i verksamheten.....	1431
Appendix 1: Förteckning över intervjuade		1433
Appendix 2: Fördjupad internationell utblick		1434
32.9	Referenser	1443
33	Den demokratiska granskningen av Riksbanken	1445
33.1	Kommitténs uppdrag avseende den demokratiska granskningen av Riksbanken.....	1445
33.2	Demokrati, rättssäkerhet och effektivitet i offentlig maktutövning.....	1447
33.2.1	Den offentliga maktutövningens legitimitet	1447
33.2.2	Begränsningar av folkstyret – konstitutionalism	1450
33.2.3	Principal-agent-problemet avseende centralbanker	1452
33.2.4	Riksbankens legitimitet	1454
33.2.5	Förutsättningarna för en demokratisk granskning av Riksbankens verksamhet	1458
33.2.6	Slutsatser avseende legitimitet och demokratisk granskning	1463
33.3	Nuvarande ordning.....	1464
33.3.1	Unionsrätten	1464
33.3.2	Direktionens ansvar	1465
33.3.3	Fullmäktiges kontrollerande funktion.....	1466
33.3.4	Årlig revision av Riksbankens årsredovisning och beslut om ansvarsfrihet.....	1467
33.3.5	Finansutskottet och granskningen av penningpolitiken	1470
33.3.6	Granskning av övrig måluppfyllelse och effektivitet	1473

33.3.7	Att skilja en direktionsledamot från uppdraget.	1474
33.4	Riksdagens roll som huvudman för förvaltningsmyndigheter	1477
33.4.1	Utskottsorganisationen inom riksdagen.....	1477
33.4.2	Förhållandet mellan riksdagen och Riksrevisionen.....	1478
33.4.3	Förhållandet mellan riksdagen och Riksdagens ombudsmän (JO)	1479
33.5	Alternativa former för granskning – utländska centralbanker	1480
33.5.1	Inledning	1480
33.5.2	Demokratiska granskning av centralbanker som är medlemmar i BIS	1481
33.5.3	Den demokratiska granskningen av ECB	1483
33.6	Kommitténs överväganden.....	1487
33.6.1	Behovet av en stärkt granskning av Riksbanken.....	1487
33.6.2	Den nya riksbankslagens struktur och utformning förbättrar förutsättningarna för den demokratiska granskningen	1490
33.6.3	Riksbankens ansvar för information till allmänheten och redogörelser till riksdagen	1491
33.6.4	Granskningen av måluppfyllelse och effektivitet.....	1501
33.6.5	Granskningen av årsredovisningen (finansiell revision)	1512
33.6.6	Granskningen av regelefterlevnaden och JO:s tillsyn.....	1513
33.6.7	Utredning inför ett eventuellt beslut om att skilja en direktionsledamot från anställningen ..	1520
33.6.8	Fullmäktiges kontrollerande funktion	1522
33.7	Referenser.....	1527

Del 7: Kontanter och beredskap.....	1531
34 Kontanter.....	1533
34.1 Inledning.....	1533
34.1.1 Kommitténs delbetänkande.....	1534
34.1.2 Återstående frågor efter delbetänkandet.....	1536
34.1.3 Disposition.....	1538
34.2 Riksbankens ansvar för kontanter.....	1538
34.2.1 Gällande rätt.....	1538
34.2.2 Inget instruktionsförbud inom kontantverksamheten.....	1541
34.3 Målet för Riksbankens verksamhet avseende kontanter...	1541
34.4 Riksbankens uppgifter avseende kontanter.....	1544
34.4.1 Uppgiften att ansvara för kontantutgivningen...	1546
34.4.2 Uppgiften att ansvara för depåverksamheten.....	1548
34.4.3 Kontantutgivning och depåverksamhet får bedrivas i samarbete med annan.....	1560
34.4.4 Uppgiften att ha ett övergripande ansvar för kontanthantering.....	1561
34.4.5 Riksbankens ansvar vid problem i kontanthantering.....	1565
34.5 Riksbankens befogenheter avseende kontantutgivning och kontanthantering.....	1567
34.5.1 Uppgiftsskyldighet.....	1567
34.5.2 Räntekostnadsersättning.....	1568
34.5.3 Normgivningsbemyndigande.....	1569
34.6 Övriga bestämmelser om betalningsmedel.....	1571
34.7 Kontanter som lagligt betalningsmedel.....	1573
34.7.1 Skäl för att ha ett lagligt betalningsmedel.....	1574
34.7.2 Gällande rätt.....	1576
34.7.3 En internationell utblick.....	1578
34.7.4 Kommitténs överväganden.....	1579
34.8 Utredning om statens roll i betalningssystemet och på betalningsmarknaden.....	1585

34.9	Referenser.....	1586
35	Krisberedskap och höjd beredskap	1589
35.1	Inledning.....	1589
35.1.1	Kommitténs uppdrag	1589
35.1.2	Elektroniska betalningar	1591
35.1.3	Kontantbetalningar.....	1593
35.2	Risker och sårbarhet	1593
35.2.1	Operativa risker	1593
35.2.2	Sårbarheter i den finansiella infrastrukturen.....	1594
35.2.3	Finansiella och konventionella kriser.....	1595
35.2.4	Sårbarheter i kontantkedjan.....	1596
35.3	Gällande rätt och tidigare ansvarsfördelning.....	1597
35.3.1	Ansvar för beredskapsplaneringen inom det finansiella systemet	1597
35.3.2	Regleringen av krisberedskap och höjd beredskap i allmänhet	1600
35.3.3	Riksbankslagen	1602
35.3.4	Lagen om valuta- och kreditreglering	1603
35.3.5	Säkerhetsskyddslagstiftningen.....	1603
35.3.6	Skyddslagen.....	1605
35.3.7	NIS-direktivet och genomförandet i Sverige.....	1606
35.4	Tidigare behandling	1607
35.4.1	Riksrevisionens rapport 2007.....	1608
35.4.2	SKRIB-rapporten.....	1609
35.4.3	Utredningen om stärkt krisberedskap i det centrala betalningssystemet	1610
35.4.4	Regeringens ställningstagande i fråga om totalförvarsplaneringen	1612
35.4.5	Försvarsberedningens rapport	1613
35.5	Pågående utredningsarbete.....	1615
35.5.1	Struktur på och ledning av det civila försvaret ..	1615
35.5.2	Näringslivets roll inom totalförsvaret.....	1615
35.5.3	Samordning av utbetalningar från välfärdssystem.....	1616

35.6	Beredskapslagstiftning i Finland avseende den finansiella sektorn.....	1616
35.7	Kommitténs överväganden	1618
35.7.1	Uppgift och mål	1618
35.7.2	Planeringshorisont	1628
35.7.3	Vilka aktörer ska omfattas av Riksbankens planerings- och kontrollansvar?	1629
35.7.4	Information och samarbete	1637
35.7.5	Beslut om krigsplacering	1638
35.7.6	Förhållandet till andra författningar	1642
35.7.7	Säkerhetskrav på den finansiella infrastrukturen	1644
35.7.8	Offentlighet och sekretess	1646
35.7.9	Statliga konton för allmänheten och statliga krediter som alternativ till elektroniska betalningar	1650
35.7.10	Beredskapspengar.....	1651
35.7.11	Statliga utbetalningskort.....	1653
35.7.12	Fullmaktslagstiftningen i övrigt.....	1655
35.7.13	Valuta- och kreditreglering.....	1656
35.7.14	Växelprotestlagen och moratorielagen	1657
35.8	Referenser	1658
Del 8: Övriga kapitel.....		1661
36	Övriga författningsfrågor	1663
36.1	Uppgiftsskyldighet och behandling av insamlade uppgifter.....	1663
36.1.1	Gällande rätt	1663
36.1.2	Uppgiftsskyldighet	1668
36.1.3	Statistik	1680
36.1.4	Databaslagen.....	1685
36.2	Följdändringar om offentlighet och sekretess.....	1686
36.3	Riksbanken som administratör för en ny referensränta....	1691
36.4	Konsekvensutredning vid regelgivning	1697

36.5	Sanktioner, förelägganden och överklagande.....	1698
36.6	En ändring av rättelsekaraktär i regeringsformen.....	1703
37	Ikraftträdande- och övergångsbestämmelser	1705
37.1	Ikraftträdandebestämmelser.....	1705
37.2	Upphävande av den nuvarande riksbankslagen.....	1706
37.3	Övergångsbestämmelser.....	1707
37.3.1	Ledamöterna i direktionen.....	1707
37.3.2	Riksbankens eget kapital och årsredovisning	1709
37.3.3	Befintliga valutalån hos Riksgäldskontoret.....	1711
37.3.4	Formerna för finansiering av Internationella valutafondens verksamhet.....	1711
37.3.5	Åtal för brott	1712
37.3.6	Moratorielagen.....	1712
37.3.7	Behovet av övergångsbestämmelser i övrigt	1713
38	Konsekvenser av kommitténs förslag.....	1715
38.1	Kraven på kommitténs konsekvensanalys.....	1715
38.2	Förändringar i förhållande till gällande rätt	1715
38.2.1	Övergripande lagstiftningsstruktur.....	1715
38.2.2	Uppgiften att bedriva penningpolitik och upprätthålla prisstabilitet	1717
38.2.3	Uppgiften att bidra till stabilitet och effektivitet i det finansiella systemet	1719
38.2.4	Uppgiften att delta i internationellt arbete inom IMF och andra internationella fora.....	1721
38.2.5	Riksbankens institutionella och finansiella oberoende samt valutareserven.....	1722
38.2.6	Den demokratiska granskningen av Riksbanken.....	1724
38.2.7	Riksbankens organisation och ledning.....	1725
38.2.8	Uppgifter inom kontantutgivning och kontanthantering	1725
38.2.9	Uppgiften i fråga om krisberedskap och höjd beredskap	1727

38.2.10	Övriga viktiga förändringar i förhållande till gällande rätt	1728
38.3	Konsekvenser om inga åtgärder vidtas	1729
38.4	Övergripande konsekvenser för Riksbankens verksamhet	1731
38.4.1	Konsekvenser för organisation och ledning	1732
38.4.2	Konsekvenser för kontantverksamheten	1733
38.4.3	Konsekvenser för Riksbankens verksamhet inom samhällets krisberedskap och höjd beredskap	1735
38.4.4	Övriga konsekvenser för Riksbankens verksamhet	1736
38.4.5	Möjligheter till omprioriteringar och effektivisering	1736
38.4.6	Samlade konsekvenser för Riksbankens resursbehov och resultat	1737
38.5	Konsekvenser för andra berörda myndigheter	1739
38.5.1	Riksdagen och dess finansutskott	1739
38.5.2	Riksrevisionen	1739
38.5.3	Regeringskansliet och finansdepartementet	1739
38.5.4	Finansinspektionen	1740
38.5.5	Riksgäldskontoret	1740
38.5.6	Sveriges Domstolar	1741
38.5.7	Övriga förvaltningsmyndigheter	1741
38.6	Ekonomiska konsekvenser av förslagen	1742
38.6.1	Konsekvenser för offentliga finanser	1742
38.6.2	Förslagens effekter på statens finansiella sparande och budgetsaldo	1746
38.6.3	Effekter för statsskuldsförvaltningen	1750
38.6.4	Samhällsekonomiska konsekvenser	1752
38.6.5	Fördelningspolitiska konsekvenser	1753
38.6.6	Konsekvenser för kommuner och landsting	1754
38.6.7	Konsekvenser för vissa företag	1754
38.7	Förslagens konsekvenser i förhållande till Sveriges medlemskap i Europeiska unionen	1757
38.8	Övriga konsekvenser	1758

38.8.1	Sysselsättning och offentlig service i olika delar av landet	1758
38.8.2	Konsekvenser för miljön.....	1758
38.8.3	Konsekvenser för brottsligheten och det brottsförebyggande arbetet	1759
38.8.4	Konsekvenser för den kommunala självstyrelsen	1759
38.8.5	Övriga områden som anges i kommittéförordningen	1760
39	Författningskommentar	1761
39.1	Förslaget till lag om ändring i regeringsformen.....	1761
39.2	Förslaget till lag om ändring i riksdagsordningen.....	1765
39.3	Förslaget till lag om Sveriges riksbank	1767
39.4	Förslaget till lag om Riksgäldskontorets upplåning för Riksbankens behov	1862
39.5	Förslaget till lag om ändring i lagen (1936:81) om skuldebrev.....	1863
39.6	Förslaget till lag om upphävande av lagen (1940:79) om utsträckning av tiden för upptagande av växelprotest m.m. vid krig eller krigsfara.....	1865
39.7	Förslaget till lag om ändring i lagen (1940:300) angående förordnande om anstånd med betalning av gäld m.m. (moratorielag).....	1865
39.8	Förslaget till lag om ändring i lagen (1957:684) om betalningsväsendet under krigsförhållanden	1866
39.9	Förslaget till lag om upphävande av kungörelsen (1964:18) med vissa föreskrifter angående tillämpningen av lagen den 20 december 1957 (nr 684) om betalningsväsendet under krigsförhållanden.....	1868
39.10	Förslaget till lag om ändring i lagen (1986:765) med instruktion för Riksdagens ombudsmän	1868

39.11 Förslaget till lag om ändring i lagen (1998:1404) om valutapolitik	1869
39.12 Förslaget till lag om ändring i lagen (2002:1022) om revision av statlig verksamhet m.m.....	1870
39.13 Förslaget till lag om ändring i offentlighets- och sekretesslagen (2009:400)	1871
39.14 Förslaget till lag om ändring i budgetlagen (2011:203)	1874
39.15 Förslaget till lag om ändring i lagen (2014:484) om en databas för övervakning av och tillsyn över finansmarknaderna	1875
39.16 Förslaget till förordning om ändring i förordningen (2015:1052) om krisberedskap och bevakningsansvariga myndigheters åtgärder vid höjd beredskap	1876

Reservation	1877
--------------------------	-------------

Särskilda yttranden	1879
----------------------------------	-------------

Bilagor

Bilaga 1	Kommittédirektiv 2016:114.....	1913
Bilaga 2	Kommittédirektiv 2017:57.....	1923
Bilaga 3	Kommittédirektiv 2017:100.....	1925
Bilaga 4	Kommittédirektiv 2019:13.....	1927
Bilaga 5	En jämförelse mellan 1988 års riksbankslag och den föreslagna nya riksbankslagen	1929

13 Övergripande ställningstaganden

13.1 En ny riksbankslag

Kommitténs förslag: Den nuvarande riksbankslagen ska ersättas av en ny riksbankslag. Till följd av detta ses samtliga bestämmelser i den nuvarande riksbankslagen över.

Som framgår av avsnitt 2.1 berör kommittédirektiven sju större frågekomplex, som i sin tur kan delas upp i flera delfrågor. Direktiven berör i stort sett samtliga bestämmelser i riksbankslagen. Detta framgår också genom att kommitténs övergripande uppdrag har formulerats på ett sådant sätt att det bl.a. avser en översyn av riksbankslagen.

Den nuvarande riksbankslagen trädde i huvudsak i kraft den 1 januari 1989. Bara några år därefter inträffade händelser som föranledde att Sverige övergav den fasta växelkursen. Även om riksbankslagen är avsedd att kunna tillämpas vid såväl fast som rörlig växelkurs, bygger dess systematik på en distinktion mellan åtgärder som vidtas i ett penningpolitiskt respektive *valutapolitiskt* syfte. Som diskuteras närmare i avsnitt 19.1 är det under rörlig växelkurs inte helt klart vad som avses med uttrycket valutapolitik. Det gäller särskilt hur det förhåller sig till uttrycket penningpolitik och målet om prisstabilitet respektive frågor om finansiell stabilitet. I uttrycket valutapolitik rymms bl.a. åtgärder som syftar till att styra kronas växelkurs. Vid rörlig växelkurs är det svårt att se växelkursen som ett mål i sig. Snarare kan växelkursen ha betydelse för att uppnå prisstabilitet (se kapitel 19). Det finns således ett behov av att förtydliga bl.a. hur denna växelkursstyrning förhåller sig till penningpolitiken. Denna fråga behandlas i kapitel 19.

Ett annat uttryck av stor betydelse för tillämpningen av riksbankslagen är uppgiften att främja ett säkert och effektivt *betalningsväsende*. Med tanke på den utveckling som har ägt rum inom det finansiella systemet och vad gäller betalningsmedel under tiden efter regeringsformens och riksbankslagens ikraftträdande har innebörden av uttrycket betalningsväsendet blivit alltmer oklar (se avsnitt 20.4). Riksbanken har för egen del tolkat uppgiften avseende betalningsväsende som att banken bl.a. ska främja den finansiella stabiliteten. I vart fall Riksbankens ansvar för kontantförsörjningen och vissa andra frågor är en del av denna uppgift (se avsnitt 10.4.3). Med tanke på att innebörden av uttrycket betalningsväsendet är oklar bör det utmönstras ur riksbankslagstiftningen.

Den globala finanskrisen 2007–2009 har föranlett betydande insatser från Riksbanken. Dessa insatser har åtminstone delvis syftat till att värna den finansiella stabiliteten. Uttrycket *finansiell stabilitet* eller något annat snarlikt uttryck förekommer dock inte i riksbankslagen trots att finansiell stabilitet, i bemärkelsen åtgärder för att bemästra en finansiell kris, i praktiken är en viktig del av Riksbankens och andra centralbankers verksamhet. Den ingår således bland centralbankens grundläggande uppgifter (se kapitel 4). Även i viss utländsk centralbankslagstiftning saknas uttrycket finansiell stabilitet eller något liknande uttryck, eftersom detta uttryck har blivit vanligt förekommande först under senare år.

En annan förändring av stor vikt för Riksbankens verksamhet som har ägt rum sedan riksbankslagens ikraftträdande är Sveriges medlemskap i EU 1995. Medlemskapet har föranlett betydelsefulla lagändringar som trädde i kraft den 1 januari 1999. Lagändringarna avsåg framför allt prisstabilitetsmålet och Riksbankens oberoende ställning (se det som anges i avsnitt 13.2 nedan om reformen i slutet av 1990-talet). Som närmare utvecklas i avsnitt 9.7 finns det dock flera frågeställningar avseende anpassningar av svensk rätt till unionsrätten som ännu inte har behandlats. Det gäller bl.a. att instruktionsförbudet i regeringsformen enligt dess ordalydelse är begränsat till penningpolitiska frågor. Det kan också nämnas att Riksbankens roll inom Europeiska centralbankssystemet (ECBS) över huvud taget inte nämns i riksbankslagen.

Vidare berörs inte Riksbankens ställning som ett särskilt rättssubjekt eller statens ansvar för bankens förpliktelser mot tredje man i lagen.

Enligt kommitténs mening finns det ett behov av en ökad tydlighet vad gäller Riksbankens mål, uppgifter och befogenheter (se även avsnitt 13.4). Detta kan i sin tur förbättra förutsättningarna för den demokratiska granskningen av Riksbankens verksamhet (se avsnitt 33.6.2). Även dessa förhållanden talar starkt för att ta fram en ny riksbankslag snarare än att göra ändringar i den nuvarande lagen.

Sammantaget finns det alltså ett stort behov av att modernisera riksbankslagen. Som berörs i avsnitt 2.1 är uppdraget till kommittén mycket omfattande. Kommittén anser mot den bakgrunden att de överväganden som föranleds av kommittédirektiven medför så omfattande och genomgripande ändringar i riksbankslagen att det är lämpligast att lägga fram ett förslag till en ny riksbankslag. Som en konsekvens av detta behöver kommittén ta ställning till samtliga bestämmelser i den nuvarande riksbankslagen.

13.2 Anpassningar till unionsrätten

Kommitténs förslag: I den nya riksbankslagen förtydligas att Riksbanken ingår i ECBS, är delägare i ECB och ska delta i samarbetet med övriga centralbanker inom ECBS.

Kommitténs bedömning: Svensk lagstiftning bör återge de mest centrala unionsrättsliga reglerna för Riksbankens verksamhet. Vid utformningen av lagstiftningen bör hänsyn tas till att Sverige inte har euron som valuta och står utanför Bankunionen.

Det finns inte skäl att lägga fram sådana författningsförslag om den rättsliga integreringen av Riksbanken i ECBS som skulle möjliggöra ett omedelbart införande av euron som valuta i Sverige.

Som berörs i kapitel 9 finns det en rad regler om centralbanker och penningpolitik i EUF-fördraget inklusive ECBS-stadgan. Unionsrätten har företräde framför nationell rätt. I fråga om centralbankslagstiftning och penningpolitik anges det också särskilt i fördraget att varje medlemsstat ska säkerställa att dess nationella lagstiftning, inbegripet stadgan för dess nationella centralbank, är förenlig med fördragen och ECBS-stadgan (artikel 131). Detta innebär inte i sig att alla dessa krav måste återges i svenska rättsregler, men de svenska bestämmelser som eventuellt strider mot unionsrätten behöver ändras.

Enligt kommitténs uppfattning bör lagändringar göras i den utsträckning det krävs för att det regelverk som gäller i Sverige ska kunna utläsas ur svensk lag. Det bör alltså framgå av svensk lag vad som gäller i Sverige i fråga om Riksbanken och dess verksamhet. Svensk lagstiftning måste därför återge de mest centrala unionsrättsliga reglerna för Riksbankens verksamhet.

Såvitt gäller EU-förordningar som avser att Riksbanken ska medverka i andra myndigheters arbete utan att själv ansvara för en viss verksamhet kan det dock vara tillräckligt att vissa uppgifter framgår av unionsrätten utan att de återges i svensk lag.¹ Ett ytterligare skäl till detta är att EU-förordningar är direkt tillämpliga.

Enligt kommitténs mening finns det skäl att i den nya riksbankslagen förtydliga att Riksbanken ingår i ECBS, är delägar i ECB och ska delta i samarbetet med övriga centralbanker inom ECBS.

Såväl kommissionen som ECB har framfört kritik mot vissa bestämmelser i den svenska riksbankslagstiftningen och anfört att dessa bör ändras (se avsnitt 9.7). Även om det kan finnas utrymme för andra tolkningar av unionsrättens krav än de som kommissionen respektive ECB har gjort, anser kommittén att de aktuella bestämmelserna bör ses över på så sätt att risken för en bristande överensstämmelse med unionsrätten undanröjs. Ett exempel på detta är kommissionens och ECB:s kritik mot det svenska förbudet mot monetär finansiering, vilket behandlas i avsnitt 13.7.

Som berörs i avsnitt 2.1 anges det i kommittédirektiven att kommittén ska bedöma om de förslag och författningsändringar som föreslås är förenliga med vad som följer av Sveriges medlemskap i EU med beaktande av att Sverige inte har euron som valuta. ECB och kommissionen har visserligen framfört önskemål om att den svenska lagstiftaren ska anta alla de lagändringar som krävs för ett införande av euron, även om bestämmelserna inte behöver tillämpas eller träda i kraft förrän ett eventuellt införande av euron sker (se avsnitt 9.7). Syftet med att redan nu införa sådana bestämmelser om den rättsliga integreringen av Riksbanken i ECBS skulle vara att bestämmelsernas förenlighet med unionsrätten kan granskas på förhand.

¹ Här avses regler i EU-förordningar om att vissa centralbanker ska delta i s.k. tillsynskollegier etc. Se t.ex. artikel 18.2 h i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister.

Enligt kommitténs bedömning finns det dock inte tillräckliga skäl för att lägga fram sådana förslag. De bör anstå till dess att det eventuellt har fattats ett politiskt beslut om att Sverige ska införa euro som valuta. Kommitténs inriktning är således inte att lägga fram sådana lagändringar om den rättsliga integreringen av Riksbanken i ECBS som skulle möjliggöra ett omedelbart införande av euron som valuta i Sverige. De anpassningar av svensk rätt till unionsrätten som enligt kommitténs uppfattning bör göras gäller i stället sådana bestämmelser som avser den nuvarande situationen, dvs. att Sverige är en medlemsstat med undantag. Kommittén gör sammantaget i dessa avseenden i huvudsak samma bedömning som regeringen vid reformen av riksbankslagstiftningen i slutet av 1990-talet (prop. 1997/98:40 s. 49 och 50).

Det kan nämnas att det sannolikt skulle krävas dels grundlagsändringar, dels ett alternativt förslag till ny riksbankslag för att tillmötesgå önskemålet om en fullständig rättslig integrering av Riksbanken i ECBS. Vid ett eventuellt framtida beslut om att införa euron som valuta skulle det sannolikt, med tanke på den tid som det tar att genomföra grundlagsändringar, finnas utrymme för att ta fram ett förslag till en alternativ riksbankslag.

En utredning har tillsatts för att se över ett eventuellt svenskt deltagande i Bankunionen (dir. 2017:123). Uppdraget ska redovisas senast den 30 november 2019. Utredningen ska dock inte presentera författningsförslag, utan endast utvärdera för- och nackdelar med ett inträde i Bankunionen. Vid ett eventuellt ställningstagande om att Sverige bör gå med i Bankunionen kommer det därför att krävas en ytterligare utredning. Enligt kommitténs mening kan det inte utslutas att ett svenskt deltagande i Bankunionen skulle kräva ändringar i riksbankslagstiftningen, särskilt eftersom innebörden av samarbetet inom Bankunionen kan komma att förändras över tid. Kommittén bedömer därför att de eventuella ändringar i bestämmelserna om Riksbanken som föranleds av ett eventuellt kommande beslut om att Sverige ska gå med i Bankunionen kan och bör hanteras i samband med att det svenska regelverket i stort anpassas till detta. Mot den bakgrunden avser inte kommittén att anpassa förslagen i fråga om riksbankslagstiftningen till ett eventuellt svenskt deltagande i Bankunionen.

13.3 Förhållandet mellan regeringsformen respektive övriga lagar

Kommitténs förslag: Riksdagen ska genom lag kunna bemyndiga Riksbanken att meddela föreskrifter inom dess ansvarsområden enligt 9 kap. regeringsformen och i fråga om dess uppgifter i övrigt enligt särskild lag.

Bestämmelsen i 9 kap. 14 § regeringsformen om att bestämmelser om penning- och betalningsväsendet, utöver sedel- och myntmonopolet, meddelas genom lag, ändras till att avse föreskrifter om utgivning och giltigheten av sedlar och mynt.

Kommitténs bedömning: Vid ställningstagandet till vilka ändringar som ska göras i regeringsformen bör utgångspunkten vara att regeringsformen ska återge huvuddragen i hur Sverige styrs. Det innebär att Riksbankens oberoende i förhållande till andra organ bör behandlas i regeringsformen. Även de ansvarsområden och uppgifter som är av särskild betydelse för detta oberoende bör behandlas i regeringsformen.

Lagstiftningen om Riksbanken och dess verksamhet är i dag i huvudsak fördelad mellan regeringsformen, riksdagsordningen, riksbankslagen och lagen om valutapolitik. Regeringsformen är en av Sveriges grundlagar. Den innehåller bl.a. bestämmelser om ansvarsfördelningen mellan riksdagen, regeringen, förvaltningsmyndigheterna, domstolarna och kommunerna. Regleringen utgår från tanken att regeringsformen ska lägga fast grunderna för hur vårt land styrs och beskriva det grundläggande fri- och rättighetskyddet. Det har också uttalats att regeringsformen inte bör innehålla andra regler om lagstiftningens innehåll än sådana som är av grundläggande betydelse för den demokratiska styrelseformen eller som i vissa centrala hänseenden ger uttryck för de värderingar rörande förhållandet mellan samhällets organ och den enskilde individen som är kännetecknande för den demokratiska ideologin (prop. 1975/76:209 s. 128). Vid den senaste stora grundlagsreformen ansågs det vara självklart att dessa grundläggande utgångspunkter för regeringsformens struktur och innehåll skulle vara vägledande (prop. 2009/10:80 s. 84).

I fråga om Riksbanken anges det i regeringsformen bl.a. att Riksbanken har ansvaret för penningpolitiken och att ingen myndighet får bestämma hur Riksbanken ska besluta i frågor som rör penningpolitik. Någon definition av uttrycket penningpolitik finns dock inte i regeringsformen. Vidare finns det övergripande bestämmelser om två ledningsorgan i Riksbanken: fullmäktige och direktionen. Det framgår också av regeringsformen att Riksbanken är en myndighet under riksdagen. Detta förhållande och Riksbankens oberoende innebär att den i princip endast kan styras genom lag (se vidare avsnitt 12.3).

Den, jämfört med regeringsformen, mer detaljerade regleringen av frågor om statsskicket och riksdagens arbete finns i riksdagsordningen, som intar en ställning mellan grundlag och vanlig lag. Medan riksdagsordningens tilläggsbestämmelser beslutas som vanlig lag gäller för riksdagsordningens huvudbestämmelser samma lagstiftningsförfarande som för grundlag, dvs. två riksdagsbeslut med ett val och viss tid emellan (8 kap. 14 § regeringsformen). Det finns dock möjlighet att använda ett enklare förfarande för de senare bestämmelserna, där det räcker med ett riksdagsbeslut men med en spärr mot ändring genom enkel majoritet.

I riksbankslagen och lagen om valutapolitik finns de mer detaljerade bestämmelserna om Riksbankens verksamhet.

Enligt kommitténs uppfattning bör de förslag som läggs fram i detta betänkande, i likhet med tidigare lagstiftningsärenden, utgå från principen att regeringsformen ska återge huvuddragen i hur Sverige styrs (se även prop. 1997/98:40 s. 49–51). Det innebär att Riksbankens oberoende i förhållande till andra organ bör behandlas i regeringsformen. Även de ansvarsområden och uppgifter som är av särskild betydelse för detta oberoende bör behandlas i regeringsformen. Med tanke på regeringsformens struktur och att dess bestämmelser är av övergripande karaktär är det dock inte lämpligt att i regeringsformen t.ex. definiera uttrycket penningpolitik (angående innebörden av detta uttryck, se vidare avsnitt 13.4).

Alla Riksbankens uppgifter bör inte regleras i regeringsformen. Det finns i huvudsak två skäl för detta. För det första kräver inte behovet av att tydliggöra hur Sverige styrs att även sådana uppgifter som inte är av särskild betydelse för Riksbankens oberoende anges. Det förhållandet att det finns en generell bestämmelse i 12 kap. 2 § regeringsformen om förvaltningens självständighet medför inte heller att samtliga förvaltningsmyndigheters uppgifter eller ansvarsområ-

den behöver anges i regeringsformen. För det andra skulle en sådan detaljreglering i regeringsformen innebära att det tar lång tid att anpassa riksbankslagstiftningen till ändrade förhållanden. Det kan här nämnas att inga större förändringar av riksbankslagen har gjorts de senaste 20 åren, trots betydande förändringar av förutsättningarna för och i Riksbankens verksamhet (se avsnitt 13.1). Såvitt kommittén kan överblicka förefaller också centralbanksfrågor redan i dag regleras förhållandevis utförligt på grundlagsnivå i svensk rätt jämfört med rättsordningarna i t.ex. Norge, Danmark, Tyskland och Frankrike. Kommittén bedömer det därmed inte som lämpligt att ta in fler bestämmelser om Riksbankens verksamhet i grundlagen än vad som behövs mot bakgrund av de förhållanden som berörs ovan.

Frågan om bemyndiganden till Riksbanken behöver dock även fortsättningsvis regleras i regeringsformen. Den ordning för delegering av normgivningsmakt via regeringen, s.k. subdelegation, som tillämpas i fråga om förvaltningsmyndigheter under regeringen kan inte tillämpas vad gäller Riksbanken (8 kap. 7 § andra stycket regeringsformen). I stället sker delegering direkt från riksdagen till Riksbanken med stöd av en särskild bestämmelse i 8 kap. 13 § första stycket regeringsformen. Enligt den bestämmelsen kan riksdagen genom lag uppdra åt Riksbanken att meddela föreskrifter inom dess ansvarsområde enligt 9 kap. regeringsformen och i fråga om dess uppgift att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.² Med tanke på att någon uppgift att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende inte föreslås i den nya riksbankslagen (jfr avsnitten 13.1 och 20.8.6) bör denna bestämmelse ändras. Riksbanken bör enligt kommitténs uppfattning kunna meddela föreskrifter som rör i stort sett alla de uppgifter som banken tilldelas genom den nya riksbankslagen, efter riksdagens prövning av varje enskilt bemyndigande.

Mot den bakgrunden framstår det som mest lämpligt att göra bestämmelsen i regeringsformen mer flexibel på så sätt att riksdagen genom lag ska kunna bemyndiga Riksbanken att meddela föreskrifter inom dess ansvarsområden enligt 9 kap. regeringsformen och i fråga om dess uppgifter i övrigt enligt särskild lag, dvs. i första hand den nya riksbankslagen.

² I fråga om det senare begreppet berörs betalningsavvecklingssystemet och kontantförsörjningen, vad gäller bl.a. distribution och lagerhållning av kontanter, i förarbetena till bestämmelsen (se framställning 2001/02:RB4 s. 2 och 3).

I anslutning till den nyss nämna bestämmelsen i 8 kap. 13 § första stycket regeringsformen bör det uppmärksammas att ett snarlikt uttryck, *penning- och betalningsväsendet*, förekommer i 9 kap. 14 § regeringsformen. Där anges att endast Riksbanken har rätt att ge ut sedlar och mynt och att bestämmelser om penning- och betalningsväsendet meddelas i övrigt genom lag. Penning- och betalningsväsendet i detta avseende får förstås som ett smalare område än betalningsväsendet enligt 8 kap. 13 § regeringsformen. Anledningen till detta är att Riksbanken har föreskriftsrätt avseende betalningsväsendet och får meddela föreskrifter om t.ex. betalningsavvecklingssystem och kontantförsörjningen. Bestämmelsen om penning- och betalningsväsendet bör ses i ljuset av att den förekommer i anslutning till bestämmelsen om sedel- och myntmonopolet. Mot den bakgrunden får bestämmelsen förstås som att den gäller utgivning av, och giltigheten av, sedlar och mynt. Med detta avses bl.a. frågor om vilka valörer som kan förekomma, vilka sedlar och mynt som är giltiga och innebörden av att dessa är lagliga betalningsmedel. Enligt kommitténs uppfattning bör ett förtydligande av denna innebörd göras i 9 kap. 14 § regeringsformen.

13.4 Uppgifter, mål och befogenheter

Kommitténs förslag: Riksbankens uppgifter ska även fortsättningsvis anges på ett uttömmande sätt. Riksbanken får således endast utföra sådana uppgifter eller ta del i sådan verksamhet som anges i lag eller i rättsakter från EU.

Penningpolitik ska i den nya riksbankslagen definieras med ledning av det prisstabilitetsmål, det realekonomiska hänsynstagande och de penningpolitiska befogenheter som kommittén föreslår. Riksbankens uppgift att bedriva penningpolitik innebär således att den ska vidta sådana åtgärder som anges i kapitlet om penningpolitik i förslaget till ny riksbankslag, däribland att bestämma styrränta, i syfte att uppnå prisstabilitetsmålet och ta realekonomisk hänsyn.

Kommitténs bedömning: Riksbanken bör tilldelas vissa konkreta uppgifter. Vilka uppgifter det är bör i viss mån framgå av regeringsformen och i övrigt av den nya riksbankslagen. Uppgifterna bör preciseras och kopplas till ett eller flera mål, som kan

skilja sig åt beroende på vilken uppgift det rör sig om, även om prisstabilitet bör vara huvudmålet för Riksbankens verksamhet.

I den nya riksbankslagen bör en åtskillnad göras mellan bestämmelser om penningpolitik respektive bestämmelser om finansiell stabilitet. Dessa båda områden bör därför regleras i två olika kapitel i den nya riksbankslagen (2 respektive 3 kap.). Ett särskilt mål för det finansiella systemet bör tas in i den nya lagen.

Någon generell uppgift om att Riksbanken ska verka för finansiell stabilitet bör dock inte tas in i den nya riksbankslagen. I stället bör de uppgifter som ska knytas till ett mål om finansiell stabilitet vara relativt konkreta. Riksbanken bör ges flexibilitet vad gäller att använda olika befogenheter.

Riksbanken bör tilldelas de befogenheter som behövs för att utföra en viss uppgift.

Behovet av målstyrning

Det finns flera skäl till att Riksbankens verksamhet bör styras av ett eller flera lagstadgade mål. För det första innebär unionsrätten att prisstabilitetsmålet måste vara huvudmålet för penningpolitiken. För det andra innebär delegeringen av omfattande och viktiga samhällsfunktioner till en oberoende myndighet att det bör klargöras vad Riksbanken förväntas uppnå. För det tredje innebär Riksbankens konstitutionella ställning som en myndighet under riksdagen att möjligheterna att uppställa mål för verksamheten på annat sätt än genom lag är begränsade. Exempelvis förekommer det inte några regleringsbrev för Riksbankens del.

I avsnitt 12.3 gör kommittén bedömningen att Riksbanken har en särställning som statlig förvaltningsmyndighet och ett särskilt långtgående oberoende. I bl.a. den nationalekonomiska litteraturen har vissa grundläggande förutsättningar anförts beträffande om och i så fall hur samhällsfunktioner ska delegeras till en centralbank och, i förekommande fall med vilken grad av funktionellt oberoende.³ Bland dessa förutsättningar ingår att lagstiftaren ska tydliggöra de syften, mål och befogenheter som ska gälla för verksamheten.

³ Se avsnitt 6.3.6 och referenser däri.

I detta betänkande berörs vissa uppgifter som får anses vara grundläggande för centralbanker i allmänhet samt några ytterligare uppgifter som kommittén anser att Riksbanken bör ha. Uppgifterna är av något skiftande slag. Det är således inte givet att samma mål ska gälla för Riksbankens verksamhet som helhet, även om prisstabilitetsmålet bör ses som Riksbankens huvudmål som inte får åsidosättas när Riksbanken fullgör uppgifter på andra områden.⁴ Om samma mål gäller för hela verksamheten, kan detta t.ex. medföra att ett eventuellt mål om finansiell stabilitet blir styrande även för penningpolitiken så att Riksbanken i praktiken kan tvingas att välja mellan målen. I praktiken framstår inte heller prisstabilitetsmålet som styrande för t.ex. den dagliga driften av RIX-systemet eller för kontantförsörjningen. Oavsett vilka för- och nackdelar det kan medföra att beakta risker för den finansiella stabiliteten inom ramen för penningpolitiken bör det vara så tydligt reglerat som möjligt vilka mål som ska styra Riksbanken. Det gäller även om avvägningar mellan t.ex. målet om prisstabilitet och realekonomisk hänsyn i praktiken kan vara föremål för olika bedömningar. I den senaste utvärderingen av penningpolitiken av Marvin Goodfriend och Mervyn King berörs en situation då olika ledamöter i direktionen gjorde olika tolkningar av Riksbankens penningpolitiska mål (2015/16:RFR6 s. 8). Även detta talar för att målen för Riksbankens verksamhet ska vara tydligt angivna.

Det kan också nämnas att unionsrätten är tydlig i fråga om vilka mål som kan tillåtas styra penningpolitiken (se avsnitten 9.2 och 15.2.3). Däremot finns det inget i unionsrätten som hindrar att en nationell centralbank tilldelas ett mål om finansiell stabilitet.

Kommittén tar ställning till vilket eller vilka mål som ska gälla för respektive uppgift var för sig. Det kan exempelvis gälla en uppgift att motverka allvarliga störningar i likviditetsförsörjningen till det finansiella systemet med målet att det finansiella systemet ska vara stabilt och effektivt.⁵ Denna ansats bedöms vara förenligt med unionsrätten.

En konsekvens av denna ansats är att Riksbanken förutsätts ta ställning till om en viss åtgärd i huvudsak syftar till att bidra till att nå t.ex. prisstabilitetsmålet eller ett mål om finansiell stabilitet, även

⁴ Angående s.k. flexibel inflationsmålspolitik, se avsnitt 16.2. Se även avsnitt 17.6 angående olika förhållningssätt till s.k. finansiella obalanser.

⁵ Angående behovet av mål om finansiell stabilitet i centralbankslagstiftning i allmänhet, se bl.a. Gjedrem (2016).

om de befogenheter som står till buds i dessa båda situationer kan vara likartade (se vidare förslaget om en skyldighet att motivera beslut i avsnitt 13.6). I kapitel 25 diskuteras hur gränsdragningar mellan främjandet av prisstabilitet respektive finansiell stabilitet kan göras, inklusive hur Riksbanken kan agera då gränsdragningsproblem uppkommer.

En uttömmande uppräknig av uppgifter

Av gällande rätt följer att Riksbanken endast får bedriva eller ta del i sådan verksamhet som enligt lag ankommer på Riksbanken (1 kap. 1 § riksbankslagen). I förarbetena till riksbankslagen framgår att avsikten med bestämmelsen är att avgränsa Riksbankens verksamhet till sådana uppgifter som har en tillräckligt tydlig centralbankskaraktär (prop. 1986/87:143 s. 45).

Nu mera finns det en liknande bestämmelse i förvaltningslagen (2017:900). Enligt den bestämmelsen får en myndighet endast vidta åtgärder som har stöd i rättsordningen (5 § första stycket). Denna legalitetsprincip är också grundlagsfäst genom den i 1 kap. 1 § regeringsformen intagna bestämmelsen om att den offentliga makten utövas under lagarna. Med uttrycket lagarna avses i detta sammanhang inte endast sådana föreskrifter som riksdagen har beslutat. Inom förvaltningsrätten är legalitetsprincipen av central betydelse eftersom kravet på författningsstöd bildar utgångspunkt för myndigheternas verksamhet såväl när det gäller att handlägga ärenden och besluta i dessa som i fråga om annan verksamhet som en myndighet driver (prop. 2016/17:180 s. 57–59). Bestämmelsen i riksbankslagen har dock företräde framför bestämmelsen i förvaltningslagen enligt principen om *lex specialis* (se 4 § sistnämnda lag).

Den nuvarande riksbankslagstiftningen beskriver vilka verksamhetsområden och uppgifter som Riksbanken ansvarar för i relativt vida ordalag. Exempelvis anges i regeringsformen att Riksbanken ansvarar för penningpolitiken och i riksbankslagen att Riksbanken ska främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Den senare formuleringen har medfört en viss osäkerhet vad gäller hur den ska tolkas (se avsnitten 10.4.3 och 20.4). Det finns alltså ett behov av en ökad tydlighet vad gäller Riksbankens uppgifter och mål. Vidare har Riksbankens uppgift vad gäller kontantförsörjningen tolkats på olika

sätt under den tid som har gått sedan riksbankslagen trädde i kraft. Även om ett visst mått av flexibilitet i lagstiftningen är önskvärt och nödvändigt, är det generellt sett av betydelse för den demokratiska legitimiteten för en viss offentlig verksamhet att det finns en överensstämmelse mellan å ena sidan den aktuella myndighetens faktiska agerande och å andra sidan myndighetens mandat. Om lagstiftaren ger verksamheten ett mycket brett mandat kan risken för en bristande legitimitet visserligen sägas minska, men å andra sidan skulle en otydlighet angående den närmare omfattningen av en centralbanks mandat kunna påverka förutsättningarna för ansvarsutkrävande och demokratisk kontroll.⁶ Som närmare berörs i avsnitt 33.2.5 innebär ett långtgående oberoende för en centralbank begränsningar i möjligheterna till ansvarsutkrävande.

Mot den bakgrunden bör utgångspunkten för den nya riksbankslagen vara att så långt som möjligt precisera vilka uppgifter som Riksbanken ska ha. Det gäller såväl nuvarande som tillkommande uppgifter. Det bör dock inte uteslutas att Riksbanken kan tilldelas en mer omfattande uppgift som t.ex. består av flera delmoment. Vilka slags uppgifter det rör sig om kan således variera. Här avses t.ex. att bedriva penningpolitik, att se till att viss statistik publiceras eller att övervaka vissa delar av det finansiella systemet.

Enligt kommitténs uppfattning ska Riksbankens uppgifter även fortsättningsvis anges på ett uttömmande sätt. En konsekvens av utgångspunkten ovan, att tydliggöra vilka uppgifter som ska delegeras till Riksbanken, är att banken inte på egen hand kan åta sig nya uppgifter. Vidare innebär den frihetsgrad som Riksbanken har i fråga om att självständigt förvalta offentliga tillgångar och intäkter att bankens uppgifter bör författningsregleras av konstitutionella skäl. Dessutom innebär även unionsrätten begränsningar för vilken slags verksamhet som en nationell centralbank får ägna sig åt, vilket talar i samma riktning (se kapitel 9). Med verksamhet avses här allt det arbete som drivs vid en centralbank.

I den nya riksbankslagen bör det således tas in en bestämmelse om att Riksbanken endast får utföra sådana uppgifter eller ta del av sådan verksamhet som anges i lag eller i EU-rättsakter.⁷

⁶ Angående behovet av att klargöra vad som delegeras till en oberoende myndighet, se Tucker (2018), s. 104 och 105 och 334–342.

⁷ Vissa uppgifter kan alltså följa direkt av unionsrätten. Det gäller framför allt EU-förordningar, som är direkt tillämpliga.

Vid utformningen av de uppgifter som ska delegeras till Riksbanken behöver hänsyn också tas till att Riksbanken i vissa fall har hela ansvaret för ett visst verksamhetsområde. Det gäller särskilt för penningpolitiken (se förslaget till definition av detta uttryck nedan). Inom detta område råder ett instruktionsförbud och unionsrätten innebär att Riksbanken behöver ha ett s.k. funktionellt oberoende. Inom andra verksamhetsområden kan det dock förhålla sig så att även andra myndigheter har ett ansvar. Om Riksbanken ska tilldelas uppgifter som syftar till att värna den finansiella stabiliteten, måste det därför beaktas att det finns flera andra myndigheter, inklusive regeringen, som också har ett ansvar på detta område. Detta medför att uppgifter för Riksbankens del kan överlappa övriga myndigheters ansvarsområden. Mot den bakgrunden har kommittén som utgångspunkt att i möjligaste mån precisera Riksbankens uppgifter på detta område särskilt nog. Kommittén återkommer i det följande till den närmare innebörden av olika uppgifter när respektive sakfråga behandlas.

Som kommittén berör i avsnitten 12.4–12.6 kan den grad av oberoende, särskilt i fråga om instruktionsförbud, som krävs enligt unionsrätten skilja sig åt beroende på vilken uppgift det rör sig om. Bland de nationella centralbankerna inom EU förekommer ett flertal uppgifter som inte ingår i ECBS verksamhet. För vissa sådana uppgifter kan det finnas skäl att reglera Riksbankens samverkan med andra berörda myndigheter på ett annat sätt än vad som gäller för penningpolitiken.

Penningpolitik och finansiell stabilitet

Som närmare utvecklas i kapitlen 4, 14, 20 och 25 ger centralbanker krediter bl.a. för att styra räntan i enlighet med fattade penningpolitiska beslut. Krediter kan dock lämnas även av andra skäl. I kristider kan finansiella företag få likviditetsproblem som riskerar att innebära att det finansiella systemet inte kan utföra sina grundläggande funktioner på ett tillfredsställande sätt. Centralbanker agerar då som s.k. sista låneinstans, vilket är en grundläggande uppgift för centralbanker i allmänhet såvitt gäller lån i den egna valutan. I sådana situationer syftar kreditgivning ofta till att motverka en systemomfattande likviditetsstress som uppkommit. Det kan även bli aktuellt

med ett riktat stöd till vissa systemviktiga finansiella aktörer, s.k. nödkrediter.

Att bestämma vilken grad av finansiell stabilitet som ska råda, och därigenom den grad av risk som det finansiella systemet ska tillåtas utgöra för samhället, är en i grunden politisk fråga som inte bör undantas från ett demokratiskt inflytande (se kommitténs bedömning i denna fråga i avsnitt 20.8.2). Vidare är det svårare att bedöma om ett mål om finansiell stabilitet har uppfyllts eller inte jämfört med ett prisstabilitetsmål. Åtgärder som vidtas för att stärka den finansiella stabiliteten kan också ha fördelningspolitiska effekter och påverka den offentliga sektorns finansiella ställning på ett mycket påtagligt sätt. Av den anledningen skiljer sig förutsättningarna för delegering av sådana uppgifter.

Enligt kommitténs bedömning ger unionsrätten utrymme för att medlemsstaterna föreskriver att deras myndigheter, inklusive centralbanker, samarbetar nära med varandra inom det finansiella stabilitetsområdet. Detta synsätt anknyter till en regel i EUF-fördraget om att ECB ska medverka till att de behöriga myndigheterna, dvs. andra myndigheter än centralbanker, kan genomföra sin verksamhet avseende finansiell stabilitet (artikel 127.5). Ett sådant samarbete är också önskvärt.

I kommittédirektiven anges att kommittén särskilt ska överväga om Riksbankens möjligheter att ge likviditetsstöd (till en vidare krets än ett enskilt företag, kommitténs anmärkning) bör förtydligas (dir. 2016:114). Likviditetstillförsel till en större grupp av finansiella företag får i dag, enligt den nuvarande riksbankslagen, ske endast i penningpolitiskt syfte. Av förarbetena till lagen framgår att Riksbanken får använda de penningpolitiska instrumenten för att avvärja en kris i betalningssystemet, förutsatt att prisstabilitetsmålet är hotat (prop. 1997/98:40 s. 54).

Enligt kommittédirektiven ska kommittén, utöver att se över det penningpolitiska ramverket, förtydliga Riksbankens ansvar för finansiell stabilitet. En utgångspunkt för kommitténs arbete är således att prisstabilitet och finansiell stabilitet inte är samma sak, även om det givetvis finns starka kopplingar mellan dessa frågor. Riksbankens deltagande i Finansiella stabilitetsrådet är en omständighet som stödjer denna utgångspunkt. Anledningen till detta är att ett sådant samarbete inte hade varit möjligt med tanke på hur unionsrättens regler om oberoende centralbanker har tolkats om de berörda frågorna

hade ansetts gälla prisstabilitet (penningpolitik). När det gäller likviditetsstöd kan det vidare noteras att Riksbankens direktion har anförts att de anser att likviditetsstöd till både enskilda och flera kreditinstitut kan behöva ske *i finansiellt stabilitets syfte*.⁸ Kommittén instämmer i denna bedömning. Samtidigt gav Riksbanken under krisen s.k. fasträntelån till banker och andra kreditinstitut *i penningpolitiskt syfte*. Beroende på den situation som föreligger kan alltså lån ges i olika syften.

Som diskuteras i kapitel 25 anser kommittén att det är möjligt i praktiken att avgöra om en viss åtgärd i huvudsak är ett led i att nå prisstabilitetsmålet eller om den till övervägande del syftar till att värna den finansiella stabiliteten. De svenska erfarenheterna från den globala finanskrisen talar också för att Riksbanken överlag gjorde en åtskillnad mellan vissa åtgärder som framför allt bedömdes vara penningpolitik och andra åtgärder som framför allt gällde finansiell stabilitet. Denna åtskillnad tog sig bl.a. uttryck genom i både hur besluten beskrevs offentligt och att Riksbanken kommunicerade kommande åtgärder med andra myndigheter i olika grad.

Ovanstående beskrivning talar sammantaget för att det är möjligt och lämpligt att i den nya riksbankslagen skilja mellan å ena sidan uppgiften att bedriva penningpolitik och å andra sidan en uppgift om att motverka allvarliga störningar i likviditetstillförseln till det finansiella systemet och övriga eventuella uppgifter avseende det finansiella systemet.

Mot den bakgrunden inställer sig frågan om unionsrätten innebär några begränsningar i fråga om möjligheten att i den nya riksbankslagen göra en uppdelning mellan områdena finansiell stabilitet respektive prisstabilitet. På senare tid har EU-domstolen vid några tillfällen tagit ställning till frågan om avgränsningen av unionens penningpolitik. Enligt EU-domstolen är avgränsningen främst beroende av målet med den aktuella åtgärden, men de medel som används inom ramen för en viss åtgärd i syfte att uppnå dessa mål är också av betydelse.⁹ De penningpolitiska befogenheterna i ECBS-stadgan är i huvudsak inte tillämpliga på medlemsstater med undantag, bl.a. vad gäller artikel 18 som tillämpades i det aktuella rättsfallet. Vidare rör rättsfallen avgränsningen av en unionsinstitutions handlingsutrymme. Dessa förhållanden medför att EU-domstolens slutsatser inte är

⁸ Riksbanken (2016), s. 3.

⁹ Se bl.a. domen i mål C-493/17, Weiss m.fl., med vidare hänvisningar.

direkt tillämpliga på institutionella förhållanden i en medlemsstat med undantag. Domstolens resonemang kan inte heller dras så långt att alla åtgärder som en centralbank inom Eurosystemet vidtar utgör penningpolitik redan på den grunden att den påverkar hur transmissionsmekanismen fungerar (se vidare avsnitt 18.2.3).

De institutionella förutsättningarna i Sverige vad gäller ansvarsfördelningen mellan Finansdepartementet, Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgäldskontoret talar för att Riksbanken behöver samarbeta nära med övriga myndigheter på detta område. Detta behov har enligt kommitténs bedömning inte minskat efter genomförandet i svensk rätt av EU:s krishanteringsramverk genom bl.a. lagen om resolution. Det kan här nämnas att Riksrevisionen i en effektivitetsrevision avseende erfarenheterna från den globala finanskrisen har anfört att Riksbanken och Finansinspektionen bör ha ett nära samarbete om de olika aspekterna av arbetet med finansiell stabilitet.¹⁰ Dessa förutsättningar, vad gäller att bl.a. Finansinspektionen och Riksgäldskontoret ansvarar för viktiga uppgifter inom finansiell stabilitet, talar också emot att tilldela Riksbanken en generell uppgift att verka för finansiell stabilitet. En anledning till det är att det finns en risk för överlappande ansvarsområden eller att motsättningar mellan olika myndigheter uppstår i onödan. En generell uppgift inom finansiell stabilitet skulle sannolikt inte heller bidra till att förtydliga Riksbankens delansvar för finansiell stabilitet i förhållande till övriga berörda myndigheter (jfr kommittédirektiven). Det kan också noteras, som nämns ovan, att EUF-fördraget anger att centralbankerna ska samverka med de myndigheter som ansvarar för tillsyn över kreditinstitut och det finansiella systemets stabilitet (artikel 127.5). Kommitténs bedömning är att det, även om frågan om samarbete är viktig att behandla, inte är tillräckligt att i den nya riksbankslagen uttrycka Riksbankens ansvar för finansiell stabilitet på ett sådant sätt, eftersom det inte klagör omfattningen av Riksbankens ansvar.

Som berörs ovan uppställer unionsrätten ett långtgående krav på oberoende för centralbanker på det penningpolitiska området. Enligt kommitténs bedömning är det både möjligt och lämpligt att göra en åtskillnad mellan penningpolitik respektive uppgifter kopplade till finansiell stabilitet. Det möjliggör att Riksbankens förhållande till övriga myndigheter kan utformas på olika sätt i dessa båda fall. Det innebär i sin tur, i förening med behovet av samarbete, att pen-

¹⁰ Riksrevisionen (2011), s. 58.

ningpolitiken respektive frågor om finansiell stabilitet bör regleras i två olika kapitel i den nya riksbankslagen (i 2 respektive 3 kap.). En sådan ordning skapar också större tydlighet och underlättar ansvarsutkrävandet.

Med tanke på den ovan berörda lagstiftningstekniken, behovet av en tydligare reglering av Riksbankens verksamhet och förslaget att Riksbankens uppgifter ska anges på ett uttömmande sätt, finns det skäl att ta in en definition av uttrycket penningpolitik i den nya riksbankslagen. Enligt kommitténs mening ska penningpolitik definieras med ledning av de penningpolitiska mål och befogenheter som kommittén föreslår. Riksbankens uppgift att bedriva penningpolitik innebär således att den ska vidta sådana åtgärder som anges enligt kapitlet om penningpolitik i förslaget till ny riksbankslag, däribland att bestämma styrränta, i syfte att uppnå prisstabilitetsmålet och ta realekonomisk hänsyn.

Befogenheter

Med befogenheter avses i det följande framför allt Riksbankens rätt att

- ge kredit,
- ta upp lån eller ingå liknande åtaganden,
- köpa och sälja finansiella instrument på de finansiella marknaderna,
- ge ut sedlar och mynt,
- ställa krav på enskilda, t.ex. vad gäller att lämna uppgifter (uppgiftsskyldighet), och
- utfärda föreskrifter.

I den mån det krävs befogenheter i lag för att Riksbanken ska kunna utföra en viss uppgift på ett ändamålsenligt sätt, bör dessa befogenheter tas in i den nya riksbankslagen. Detta har delvis att göra med principen om att Riksbankens uppgifter ska anges uttömmande i den nya riksbankslagen (se ovan). Det är dock också av betydelse att de befogenheter som det rör sig om till stor del gäller att använda offentliga medel på olika sätt eller att ingå förpliktelser som staten ytterst ansvarar för. Det kan t.ex. röra sig om att låna ut pengar till finansiella företag, varvid kraven på säkerhet kan skilja sig åt bero-

ende på situationen. Vissa av de transaktioner som är typiska för en centralbank medför således en kreditrisk, särskilt vad gäller likviditetsstöd. Tillgångsköp kan medföra marknadsrisker då värdet av tillgången kan variera över tid. Oavsett dessa risker finns det starka skäl för att Riksbankens användning av offentliga medel behöver författningsregleras. Med tanke på att Riksbanken är en myndighet under riksdagen kan, som berörs ovan, en sådan reglering i praktiken endast ske i form av lag.

Som en jämförelse kan nämnas att regeringen förvaltar och förfogar över statens tillgångar, om de inte avser riksdagens myndigheter eller i lag har avsatts till särskild förvaltning. Regeringen får inte utan riksdagens medgivande ta upp lån eller göra andra ekonomiska åtaganden för staten (9 kap. 8 § regeringsformen). Riksdagen beslutar om grunder för förvaltningen av och förfogandet över statens tillgångar. Riksdagen kan också besluta att en åtgärd av ett visst slag inte får vidtas utan att riksdagen har medgett det (9 kap. 9 § regeringsformen).

Enligt gällande rätt tilldelas inte Riksbanken några anslag över statens budget. I stället finansieras bankens verksamhet genom intäkter från tillgångar som den självständigt förfogar över (bland annat s.k. seignorage, se avsnitt 4.3.1). Den styrning av medelsförvaltningen som annars sker från riksdagens sida gäller således inte för Riksbanken. I förarbetena till regeringsformen sägs också att det av Riksbankens grundlagsfästa ställning som landets centralbank torde följa att banken utan särskilt riksdagsmedgivande har befogenhet att göra ekonomiska åtaganden som har omedelbart samband med bankens verksamhet (prop. 1973:90 s. 351). Hur Riksbanken använder sina medel berör dock statens finanser bl.a. på så sätt att vinstutdelningen till staten kan påverkas, att staten ytterst ansvarar för Riksbankens förpliktelser mot tredje man och att staten i vissa situationer skulle kunna behöva göra kapitaltillskott till Riksbanken.

Förutom att förfoga över offentliga medel kan Riksbanken ha befogenheter som innebär att besluta om skyldigheter för enskilda. Det kan t.ex. röra sig om en skyldighet för finansiella företag att lämna vissa uppgifter. Sådana befogenheter behöver i Riksbankens fall regleras i lag för att de ska kunna göras gällande gentemot enskilda. Den föreslagna strukturen med befogenheter som knyts till vissa mål och uppgifter bör dock inte utesluta att t.ex. information

som huvudsakligen inhämtas i ett syfte under vissa förutsättningar även kan användas i andra syften.

Sammantaget behöver således Riksbankens befogenheter regleras i lag. Det kan dock tänkas att vissa uppgifter för Riksbankens del inte kräver några uttryckliga befogenheter. Exempel på detta skulle kunna vara att ta fram rapporter på ett visst område eller att samverka med andra centralbanker och internationella organisationer.

Kommitténs ställningstagande vad gäller strukturen med uppgifter och befogenheter i förslaget till ny riksbankslag överensstämmer i allt väsentligt med den lagstiftningsteknik som användes i förslaget till nuvarande riksbankslag 1986.¹¹

Behovet av flexibilitet

Med tanke på att stora förändringar kan komma att ske inom det finansiella systemet, betalningsmarknaden m.m. framöver krävs en viss flexibilitet vid utformningen av den nya lagen. Exempelvis bör Riksbankens uppgifter anges på ett sådant sätt att den nya lagen kan tillämpas under relativt lång tid utan att alltför frekventa och omfattande ändringar krävs. Riksbankslagen bör också ge utrymme för att regeringen enligt 2 § lagen om valutapolitik kan besluta om ett växelkurssystem. Enligt kommitténs bedömning innebär inte den föreslagna lagtekniska strukturen avseende olika mål och uppgifter i sig en minskad flexibilitet för Riksbankens del.

13.5 En proportionalitetsprincip för Riksbankens beslutsfattande

Kommitténs förslag: Riksbanken får vidta en åtgärd endast om

1. åtgärden kan antas leda till det avsedda resultatet,
2. åtgärden inte är mer långtgående än vad som behövs, och
3. det avsedda resultatet står i rimligt förhållande till de kostnader och risker som åtgärden medför för Riksbankens och statens finanser.

¹¹ SOU 1986:22, se t.ex. s. 123.

Förvaltningslagen

I svensk rätt kan det sägas vara en allmän förvaltningsrättslig princip att förvaltningsmyndigheter inte ska vidta mer långtgående eller ingripande åtgärder än vad som krävs för att uppnå ett eftersträvat mål.¹² Numera kommer denna princip också till uttryck i 5 § tredje stycket förvaltningslagen. Enligt denna bestämmelse får en förvaltningsmyndighet ingripa i ett enskilt intresse endast om åtgärden kan antas leda till det avsedda resultatet. Åtgärden får aldrig vara mer långtgående än vad som behövs och får vidtas endast om det avsedda resultatet står i rimligt förhållande till de olägenheter som kan antas uppstå för den som åtgärden riktas mot.

Bestämmelsen gäller även Riksbankens verksamhet. Bortsett från frågor om inlösen av sedlar och mynt är det emellertid ovanligt att Riksbankens åtgärder berör ett enskilt intresse på det sätt som avses i bestämmelsen. De flesta av Riksbankens beslut är snarare generell utformade och av policykaraktär (se vidare kapitlen 11 och 12). Detta gäller i synnerhet inom penningpolitiken. Det finns ingen bestämmelse i svensk lag om en proportionalitetsprincip för penningpolitik, arbetet med finansiell stabilitet, kontanthantering eller liknande verksamhet, som inte rör ett enskilt intresse.

Hushållning med statens medel

I 9 kap. 1 a § i den nuvarande riksbankslagen finns dock en bestämmelse om att Riksbanken ska hushålla väl med statens medel. I anslutning till den bestämmelsen kan det nämnas att kommittén anser att även principerna för statlig tillgångs- och skuldförvaltning har betydelse för Riksbankens verksamhet, i vart fall vad gäller valutalån till valutareserven. Med de aktuella principerna avses att staten vanligtvis ska ha minsta möjliga skuld vid varje given tidpunkt och därmed största möjliga statsfinansiella handlingsfrihet för att hantera oväntade behov av utgifter (se bl.a. vad som anförs om upplåningsarrangemang med Riksgäldskontoret i kapitel 30). En annan sak är att en centralbank som ett led i sin löpande verksamhet med penningpolitik, kontantutgivning m.m. behöver ha betydande skulder i den egna valutan, till följd av utgivning av värdepapper och kontanter samt inlåning.

¹² SOU 2010:29, s. 176–181.

Unionsrätten

Proportionalitetsprincipen är central även inom det unionsrättsliga systemet och är en av de allmänna rättsprinciper som ges närmast konstitutionell status vid all unionsrättslig tillämpning. Det framgår av fast praxis från EU-domstolen att den unionsrättsliga proportionalitetsprincipen i artikel 5.4 i EU-fördraget innebär att bl.a. rättsakterna från unionsinstitutionerna ska vara ägnade att säkerställa att de legitima mål som eftersträvas med den berörda lagstiftningen uppnås och att de inte går utöver vad som är nödvändigt för att uppnå dessa mål.¹³ Förenklat kan man alltså säga att proportionalitetsprincipen innebär att en ingripande åtgärd ska vara ägnad att tillgodose det åsyftade ändamålet, vara nödvändig för att uppnå detta ändamål och medföra fördelar som står i rimlig proportion till den skada som åtgärden riskerar att förorsaka. Det ska alltså finnas en balans mellan mål och medel. Principen är även tillämplig på policybeslut av nu aktuellt slag, som fattas av unionsinstitutionerna. Innebörden av proportionalitetsprincipen, framför allt vad gäller lagstiftningsåtgärder, preciseras i protokoll nr 2 till EUF-fördraget.

EU-domstolen har i fråga om tillämpningen av proportionalitetsprincipen inom penningpolitiken särskilt framhållit betydelsen av att sådana åtgärder som utsätter ECB för en finansiell risk är förenade med tillräckliga garantier för att minska denna risk.¹⁴ Ett program för köp av obligationer som omfattas av penningpolitiken får enligt EU-domstolen endast antas och genomföras om de åtgärder som programmet innehåller står i proportion till målen för penningpolitiken.

Vad gäller tillämpningen av proportionalitetsprincipen ska ECBS enligt EU-domstolen tillerkännas ett stort utrymme för skönmässig bedömning. Anledningen till detta är att ECBS, när det utformar och genomför ett program för marknadstransaktioner, behöver göra tekniska val och avancerade prognoser och bedömningar.¹⁵

¹³ Se bl.a. dom den 16 juni 2015 i mål C-62/14, Gauweiler m.fl., punkt 67, och där angiven rättspraxis.

¹⁴ Se dom den 16 juni 2015 i mål C-62/14, Gauweiler m.fl., punkt 124. Se även punkterna 66–92.

¹⁵ Se dom av den 16 juni 2015 i mål C-62/14, Gauweiler m.fl., punkt 68, och där angiven rättspraxis.

Behovet av en proportionalitetsprincip i den nya riksbankslagen

Enligt kommitténs uppfattning är det av stor betydelse att även Riksbankens policybeslut är proportionerliga. Det finns därför skäl att ta in en bestämmelse om proportionalitet i den nya riksbankslagen. Förslaget innebär att Riksbanken ska göra en bedömning av de förväntade effekterna av en viss åtgärd i förhållande till målet för åtgärden och Riksbankens och statens finanser. Om två olika potentiella åtgärder förväntas leda till i allt väsentligt samma grad av måluppfyllelse, ska Riksbanken således välja den åtgärd som är minst riskabel ur ett statsfinansiellt perspektiv. Som ett exempel kan nämnas en penningpolitisk operation som antingen kan genomföras med återköpsavtal, dvs. i praktiken kreditgivning mot säkerhet, eller genom direkta värdepappersköp. I praktiken blir det frågan om bedömningar från Riksbankens sida.

En sådan bestämmelse kan innebära vissa begränsningar för Riksbankens manöverutrymme i fråga om penningpolitiken. I fråga om det funktionella oberoendet enligt unionsrätten torde dock det avgörande vara att Riksbanken har tillgång till tillräckligt verkningfulla penningpolitiska instrument för att fullgöra sitt uppdrag och att det är banken som självständigt avgör vilket instrument som används. Dessutom finns det alltså begränsningar av liknande slag även för ECB:s del, vilket innebär att en proportionalitetsprincip i den nya riksbankslagen måste anses vara förenlig med unionsrätten.

Såväl konventionell som okonventionell penningpolitik påverkar många samhällsekonomiska områden utöver inflation och realekonomisk utveckling. I normalfallet är dessa effekter begränsade och tar ut varandra över konjunkturcykeln. Vissa åtgärder som innebär att Riksbankens balansräkning ändrar storlek och sammansättning kan dock medföra stora och snabba konsekvenser för vissa samhällsekonomiska områden (se avsnitten 18.4–18.9). Det är ur ett samhällsekonomiskt perspektiv därför rimligt att hänsyn tas även till detta inom ramen för den föreslagna proportionalitetsprincipen, så att den penningpolitiska åtgärden står i proportion till de konsekvenser som åtgärden riskerar att få. Åtgärden bör således inte vara mer långtgående än vad som behövs för att uppnå det avsedda resultatet. Riksbanken bör givetvis inte heller välja att vidta en åtgärd som inte kan antas leda till det avsedda resultatet.

Det kan också nämnas att beslut som avser att stärka den finansiella stabiliteten i vissa fall kan medföra ett större risktagande, särskilt vad gäller motpartsrisiker, jämfört med penningpolitiska beslut. Sådana beslut kan påverka såväl Riksbankens som statens finanser. Att ta risker – även stora sådana – kan dock mycket väl vara förenligt med proportionalitetsprincipen med tanke på de stora samhällsekonomiska värden som står på spel i en finanskris.

Enligt kommitténs uppfattning ska den nya bestämmelsen innebära att de finansiella risker som uppstår i förhållande till Riksbankens balansräkning och statens finanser i övrigt beaktas i tillräcklig grad. Riksbankens huvudmål enligt kommitténs förslag är att säkerställa prisstabilitet och, utan att åsidosätta detta, främja en stabil realekonomisk utveckling, inte att leverera vinst till staten. Samtidigt är det från ett samhällsekonomiskt perspektiv inte rimligt att penningpolitiska åtgärder medför oproportionella finansiella risker i relation till dess förväntade effekter på penningpolitikens nominella mål. Vissa av Riksbankens åtgärder, framför allt köp av privata värdepapper och valutainterventioner, kan få stora och snabba effekter på Riksbankens finansiella ställning och därmed i förlängningen statens finanser (se avsnitten 18.7 och 18.8).

Sammanfattningsvis föreslår kommittén att bestämmelsen om en proportionalitetsprincip ska innebära att Riksbanken får vidta en åtgärd endast om den kan antas leda till det avsedda resultatet, den inte är mer långtgående än vad som behövs, och det avsedda resultatet står i rimligt förhållande till de kostnader och risker som åtgärden medför för Riksbankens och statens finanser.

I fråga om beslut som innebär att Riksbanken ingriper i ett enskilt intresse ska även fortsättningsvis bestämmelserna i 5 § tredje stycket förvaltningslagen tillämpas. Kommitténs förslag ovan är således begränsat till beslut som inte innebär ett ingripande i ett enskilt intresse.

13.6 En skyldighet att motivera beslut

Kommitténs förslag: Riksbankens beslut ska som huvudregel innehålla en klaggörande motivering, om det inte är uppenbart obehövligt. En sådan motivering ska innehålla uppgifter om vilka bestämmelser som har tillämpats och vilka omständigheter som har varit avgörande för Riksbankens ställningstagande.

Enligt 32 § förvaltningslagen gäller att ett beslut som kan antas påverka någons situation på ett inte obetydligt sätt ska innehålla en klargörande motivering, om det inte är uppenbart obehövligt. En sådan motivering ska innehålla uppgifter om vilka föreskrifter som har tillämpats och vilka omständigheter som har varit avgörande för myndighetens ställningstagande. En motivering får helt eller delvis utelämnas, om

1. beslutet gäller anställning av någon,
2. ett väsentligt allmänt eller enskilt intresse kräver att beslutet meddelas omedelbart,
3. det är nödvändigt med hänsyn till rikets säkerhet, skyddet för enskildas personliga eller ekonomiska förhållanden eller något annat jämförbart förhållande, eller om
4. beslutet gäller meddelande av föreskrifter som avses i 8 kap. regeringsformen.

Om motiveringen har utelämnats enligt punkt 1, 2 eller 3 ska myndigheten om möjligt ge en motivering i efterhand, om någon enskild begär det och det behövs för att han eller hon ska kunna ta till vara sin rätt.

Bestämmelsen i förvaltningslagen är för Riksbankens del framför allt tillämplig i fråga om beslut i individärenden, dvs. ärenden i vilka det finns en enskild part. Som exempel kan nämnas beslut om inlösen av sedlar och mynt. Så bör även vara fallet när den nya riksbankslagen träder i kraft. Som berörs i föregående avsnitt fattar dock Riksbanken beslut som är av mycket stor betydelse för samhällsekonomin. Enligt kommitténs uppfattning är behovet av att motivera dessa beslut inte mindre än det som gäller i individärenden, inte minst eftersom Riksbanken ska bedriva penningpolitik självständigt.

Det bör därför införas en ny bestämmelse av innebörden att även Riksbankens beslut som inte avser något enskilt intresse ska motiveras. En sådan motivering ska innehålla uppgifter om vilka bestämmelser som har tillämpats och vilka omständigheter som har varit avgörande för Riksbankens ställningstagande. Från denna skyldighet bör samma undantag gälla som i de ovan berörda punkterna 2–4 i förvaltningslagen. Vidare bör undantag gälla för beslut som inte har någon samhällsekonomisk betydelse eller endast en försumbar sådan

betydelse. För beslut i individärenden ska i stället bestämmelsen i förvaltningslagen tillämpas.

Förslaget innebär i viss utsträckning en kodifiering av den praxis som Riksbanken redan tillämpar. I fråga om penningpolitiska beslut i synnerhet förekommer omfattande redogörelser för skälen för besluten, särskilt vad gäller nationalekonomiska överväganden.

En skyldighet att motivera policybeslut är också naturlig med tanke på den lagtekniska struktur som kommittén föreslår, med olika uppgifter och mål (se avsnitt 13.4). Frågan har särskild betydelse vad gäller gränsdragningen mellan penningpolitik och arbetet med finansiell stabilitet (se kapitel 25).

Det förhållandet att en åtgärd primärt vidtas för att ett visst mål ska uppnås utesluter inte att åtgärden även får effekter på ett annat politikområde. Det är således det huvudsakliga syftet som är avgörande för vilket område som åtgärden hänförs till och hur den motiveras. Kommittén hänvisar i detta avseende till EU-domstolens praxis om att en penningpolitisk åtgärd inte kan jämföras med en ekonomisk-politisk åtgärd enbart av den anledningen att den kan ha indirekta verkningar som också eftersträvas inom den ekonomiska politiken.¹⁶ Detta utesluter dock inte att Riksbanken kan behöva redogöra även för indirekta verkningar i beslutet (se även det som anförs om proportionalitet i avsnitt 13.5). Redan i dag förekommer det att Riksbanken redogör för olika förväntade effekter av fattade beslut.

13.7 Förtydligande av förbudet mot monetär finansiering

Kommitténs förslag: Bestämmelsen om förbud mot monetär finansiering anpassas till artikel 123 i EUF-fördraget. Riksbanken får således inte ge kredit till eller förvärva skuldförbindelse direkt från

1. staten, kommuner, landsting, regioner, andra offentliga organ, offentligt ägda företag, eller
2. institutioner, organ eller byråer inom EU.

¹⁶ Se bl.a. domen den 11 december 2018 i mål C-493/17, Weiss m.fl., punkt 61, och där angivna referenser.

Riksbanken får dock förvärva skuldförbindelser på andrahandsmarknaden i enlighet med bestämmelserna om detta.

Riksbanken får också ge staten sådan kredit som behövs för funktionen i Riksbankens system för betalningsavveckling, som inte löper över en dygnsgräns och som är förenlig med rådets förordning (EG) nr 3603/93 av den 13 december 1993 om fastställande av definitioner för tillämpningen av de förbud som avses i artiklarna 104 och 104 b.1 i fördraget (se avsnitt 21.2).

Riksbanken får också ge kredit till eller förvärva skuldförbindelser direkt från offentligt ägda kreditinstitut och utländska kreditinstitut under samma förutsättningar som gäller för andra kreditinstitut.

Som berörs i bl.a. avsnitt 9.2 finns det ett förbud mot s.k. monetär finansiering i artikel 123.1 i EUF-fördraget (se även avsnitt 18.9). Förbudet innebär att Riksbanken inte får ge kredit eller förvärva skuldförbindelser från vissa organ som anges i bestämmelsen. Dessa är staten, andra offentliga organ och institutioner inom EU. Det finns ett undantag från förbudet vad gäller offentligt ägda kreditinstitut. Dessa ska av de nationella centralbankerna och Europeiska centralbanken behandlas på samma sätt som privata kreditinstitut vad gäller tillförseln av centralbanksreserver.

Förbudet har genomförts i svensk rätt genom bestämmelser i 8 kap. 1 § tredje och fjärde styckena riksbankslagen. Ett undantag gäller för finansinstitut som ägs av staten eller annat offentligt organ.

ECB har anfört att detta undantag bör begränsas till att endast avse offentligt ägda kreditinstitut, vilket har en snävare innebörd. Även kommissionen har anfört att bestämmelsen i riksbankslagen inte överensstämmer med regeln i EUF-fördraget, vad gäller kretsen av organ som omfattas (dvs. staten, andra offentliga organ och institutioner inom EU, se även avsnitt 9.7).

Mot denna bakgrund anser kommittén att en anpassning bör ske. Kretsen av organ som omfattas av förbudet bör utvidgas till att avse staten, kommuner, landsting, regioner, andra offentliga organ, offentligt ägda företag, eller institutioner, organ eller byråer inom Europeiska unionen. Vidare bör det ovan angivna undantaget begränsas till offentligt ägda kreditinstitut. I linje med artikel 123.2 i EUF-fördraget bör det dock förtydligas att kreditinstitut och utländska kreditinstitut som är offentligt ägda ska behandlas på samma sätt som pri-

vatägda institut av sådant slag vad gäller tillförsel av centralbanksreserver, vilket sker genom antingen förvärv av skuldförbindelser eller kreditgivning från centralbankens sida. En bestämmelse om detta bör således tas in i den nya Riksbankslagen.

Vid sidan av kommissionens och ECB:s synpunkter behöver bestämmelserna om förbud mot monetär finansiering anpassas till strukturen i den nya riksbankslagen. Som berörs i avsnitt 21.2 ska även staten kunna få sådan kortfristig kredit som behövs för funktionen i Riksbankens system för betalningsavveckling, under förutsättning att krediten inte löper över en dygnsgräns och är förenlig med rådets förordning (EG) nr 3603/93 av den 13 december 1993 om fastställande av definitioner för tillämpningen av de förbud som avses i artiklarna 104 och 104 b.1 i fördraget (angående denna förordning, se även avsnitt 9.2). Som berörs i avsnitt 21.2 bör bestämmelserna om möjligheten att ge sådan kredit kopplas till de nu aktuella bestämmelserna om förbud mot monetär finansiering.

13.8 Huvudmannaskapet för Riksbanken

Kommitténs bedömning: Det finns inte skäl att ändra huvudmannaskapet för Riksbanken.

Riksdagen har varit Riksbankens huvudman under drygt 350 år. Det får därför anses krävas starka skäl för att ändra på detta förhållande.¹⁷

Huvudmannaskapet har i praktiken stärkt Riksbankens självständighet (se avsnitt 12.3). Detta överensstämmer med de överväganden som gjordes vid den senaste större reformen av riksbankslagstiftningen, då den institutionella ramen för penningpolitiken ansågs kunna bidra till trovärdigheten för prisstabilitetsmålet (prop. 1997/98:40 s. 48). Utgångspunkten i kommittédirektiven, att Riksbanken även fortsättningsvis ska åtnjuta en hög grad av oberoende, talar således mot att ändra huvudmannaskapet.

¹⁷ SOU 1986:22, s. 92.

Samtidigt medför huvudmannaskapet att Riksbanken endast kan styras genom lag. Med tanke på att målen i den nuvarande riksbankslagen är relativt vaga och att lagen generellt sett är i ett stort behov av modernisering kan riksdagens styrning av Riksbanken uppfattas som otillräcklig.

Kommittén bedömer att förslaget till ny riksbankslag innebär en tydligare styrning i lag vad gäller uppgifter, mål och befogenheter jämfört med nuvarande lag. Vidare föreslås att den demokratiska granskningen av Riksbanken ska stärkas. Detta ska bl.a. ske genom finansutskottets försorg. Under sådana förhållanden finns det enligt kommitténs mening inte skäl för att ändra huvudmannaskapet.

13.9 Omvärldsbevakning och forskning

Kommitténs förslag: I syfte att kunna utföra sina uppgifter ska Riksbanken följa den allmänna ekonomiska utvecklingen och utvecklingen på de finansiella marknaderna. Riksbanken ska även identifiera de hot mot en hållbar utveckling som påverkar förutsättningarna för att nå målen enligt den nya riksbankslagen.

Riksbanken får också driva forskning som har betydelse för förutsättningarna att nå sina mål.

För att Riksbanken ska kunna utföra sina uppgifter är det nödvändigt att den ägnar sig åt en omfattande omvärldsbevakning. Det innebär att Riksbanken behöver analysera den ekonomiska utvecklingen ur olika perspektiv, t.ex. vad gäller prisutveckling, lönebildning och hur finanspolitiken påverkar förutsättningarna för penningpolitiken. Vidare behöver Riksbanken följa utvecklingen på de finansiella marknaderna, bl.a. vad gäller kreditgivning, den finansiella infrastrukturens funktionssätt och växelkurser. Detta är av betydelse för att Riksbanken ska kunna fullgöra sin penningpolitiska uppgift, men också för att den ska kunna bidra till ett stabilt och effektivt finansiellt system. Den ekonomiska utvecklingen och utvecklingen på de finansiella marknaderna kan dock även ha betydelse för Riksbankens arbete med kontanter respektive krisberedskap och höjd beredskap. Den globala ekonomiska utvecklingen kan, förutom penningpolitik och det finansiella systemet, påverka Riksbankens internationella arbete. Utvecklingen på valutamarknaden påverkar även valutariskerna

i valutareserven. En väl fungerande omvärldsbevakning är således av betydelse också i fråga om Riksbankens tillgångsförvaltning. Omvärldsbevakningen har därmed betydelse för Riksbankens uppgifter i stort.

Frågan är då hur Riksbankens omvärldsbevakning ska komma till uttryck i den nya riksbankslagen. Enligt den nuvarande riksbankslagen ska Riksbanken följa utvecklingen på valuta- och kreditmarknaderna (6 kap. 2 §). Denna bestämmelse bör enligt kommitténs mening ersättas med en vidare bestämmelse som tar sikte på den allmänna ekonomiska utvecklingen och utvecklingen på de finansiella marknaderna.

Om samhällsekonomin utvecklas på ett ohållbart sätt, t.ex. vad gäller klimatpåverkan, kan det innebära ett långsiktigt hot mot såväl den ekonomiska utvecklingen i stort som stabiliteten i det finansiella systemet. Med en hållbar utveckling avses långsiktig miljömässig, social och ekonomisk utveckling (se vidare prop. 2017/18:271 s. 24–26). För att det finansiella systemet ska fungera väl och kunna utföra sina grundläggande funktioner som kapitalförsörjning och riskhantering, krävs att hänsyn tas till risker som kan hota en hållbar utveckling. Sådana hållbarhetsrisker kan påverka t.ex. försäkringsmarknaden och värdet på finansiella tillgångar som exempelvis banker har. En centralbank har genom sina uppgifter goda förutsättningar att analysera och ta initiativ till diskussioner kring hållbarhetsfrågor i det finansiella systemet. Riksbanken bör delta i diskussioner med andra centralbanker om implikationerna av klimatförändringarna. Det kan nämnas att det finns ett nätverk för centralbanker vad gäller miljöhänsyn inom det finansiella systemet.

Eftersom Riksbanken bör ha ett tydligt lagstöd för att delta i arbetet med hållbarhetsfrågor, finns det enligt kommitténs mening ett behov av en bestämmelse av innebörden att Riksbanken ska identifiera de hot mot en hållbar utveckling som påverkar förutsättningarna för att nå målen enligt den nya riksbankslagen.

I anslutning till frågorna om omvärldsbevakning finns det också skäl att nämna att Riksbanken driver en relativt omfattande forskningsverksamhet om bl.a. penningpolitik. I motsats till vad som gäller för t.ex. Konjunkturinstitutet finns det inte någon bestämmelse som uttryckligen medger att Riksbanken får göra detta (jfr 1 § 7 förordningen [2007:759] med instruktion för Konjunkturinstitutet). Mot bakgrund av behovet av forskning om frågor som rör

Riksbankens verksamhet finns det skäl att också ta in en bestämmelse om forskning i den nya riksbankslagen. Riksbanken ska således få driva forskning som har betydelse för förutsättningarna att nå sina mål.

13.10 Referenser

- Gjedrem, S. (2016), "Central banks' role, objectives and accountability", *Penning- och valutapolitik* 2016:3, s. 104–108. Riksbanken.
- Riksbanken (2016), *Förslag till frågor att ta upp i översynen av riksbankslagen, Promemoria*, 13 maj, dnr 2016-00436.
- Riksrevisionen (2011), "Myndigheternas insatser för finansiell stabilitet, Lärdomar i ljuset av utvecklingen i Baltikum 2005–2007", *RiR* 2011:9.
- SOU 1986:22, *Riksbanken och Riksgäldskontoret. Förslag till ny riksbankslag och ändrat huvudmannaskap för Riksgäldskontoret*.
- SOU 2010:29, *En ny förvaltningslag*.

Del 2:

Penningpolitikens mål och medel

14 Utgångspunkter och principer för förslag inom penningpolitiken

14.1 Inledning och disposition

I detta kapitel beskrivs ett antal utgångspunkter och principer vilka ligger till grund för överväganden och förslag i kommande kapitel inom området penningpolitikens mål och medel.¹

Kapitlet inleds med en beskrivning av gällande rätt beträffande ansvaret för penningpolitiken (avsnitt 14.2). Som framgår där behåller Sverige, som en s.k. medlemsstat med undantag, rätten att själv bestämma vilka befogenheter som gäller inom ramen för penningpolitiken.

I syfte att utgöra ett underlag för kommitténs förslag till vilka penningpolitiska befogenheter som ska delegeras till Riksbanken följer i avsnitt 14.3 en principiell diskussion inklusive internationell utblick kring begreppet ”penningpolitik”. Denna diskussion är också en utgångspunkt för analysen av gränsdragningar mellan åtgärder inom ramen för prisstabilitetsmålet respektive åtgärder inom ramen för Riksbankens arbete med att bidra till finansiell stabilitet och effektivitet (se kapitel 25).

I avsnitt 14.4 följer en beskrivning av hur de tre externa utvärderingarna som genomförts på uppdrag av finansutskottet har kommenterat de penningpolitiska frågeställningar som kommittén tar ställning till i kapitel 15–18.

Som en bakgrund till hur penningpolitiken påverkar ekonomin och vilka instrument som behövs för att bedriva s.k. räntestyrning beskrivs i avsnitt 14.5 penningpolitikens transmissionsmekanism och Riksbankens räntestyrning. Det utgör en utgångspunkt till kommit-

¹ Den nationalekonomiska bakgrunden till de penningpolitiskt relaterade frågeställningarna i kommitténs direktiv beskrivs i kapitel 6. Juridisk bakgrund beträffande unionsrättsliga regler och innebörden av Riksbankens oberoende ges i kapitel 9 respektive kapitel 12.

téns förslag om vilka befogenheter som behövs inom penningpolitiken (kapitel 18).

14.2 Ansvar för penningpolitiken enligt gällande rätt

Som framgår i avsnitt 9.3 är en ECBS-relaterad uppgift att utforma och genomföra unionens penningpolitik (artikel 127.2 i EUF-fördraget).² Denna regel är tillämplig på de medlemsstater som har infört euron som valuta (artikel 139.2 c samma fördrag). Den avser således i praktiken Eurosystemet. För medlemsstater med undantag gäller i stället att de ska ”behålla sina befogenheter” på det penningpolitiska området (artikel 282.4 i EUF-fördraget). Med detta avses att bl.a. Sverige behåller ansvaret för att utforma lagstiftningen om penningpolitik och att reglerna om olika marknadstransaktioner och andra penningpolitiska befogenheter i ECBS-stadgan i huvudsak inte är tillämpliga på bl.a. Sverige. Dessa frågor behandlas också i avsnitten 18.2.2 och 18.2.3.

Av artikel 131 i EUF-fördraget följer att varje medlemsstat ska säkerställa att dess nationella rättsordning är förenlig med fördragen och ECBS-stadgan. Detta brukar benämnas rättslig konvergens. ECB har för sin del uttryckt detta på följande sätt. Enligt EUF-fördraget måste den nationella lagstiftningen vara förenlig med fördragen och stadgan. En eventuell oförenlighet måste därför åtgärdas. Kravet på att den nationella lagstiftningen ska vara förenlig innebär inte att fördraget kräver att de nationella centralbankernas stadgar måste harmoniseras (ECB:s konvergensrapport för 2018, s. 18).

I det senare avseendet förefaller ECB hysa uppfattningen att medlemsstater med undantag ska anpassa sig till regeln om penningpolitiska befogenheter i artikel 18 i ECBS-stadgan inför ett införande av euron, dvs. att denna regel inte är direkt tillämplig så länge som dessa har ett undantag.³

Det är inte möjligt att uppnå en fullständig rättslig konvergens förrän euron eventuellt har införts som valuta. Detta eftersom en egen valuta förutsätter lagstiftning kring dels utgivning av sedlar och mynt, dels den penningpolitik som ska bedrivas på nationell nivå i

² I den engelska språkversionen av EUF-fördraget och ECBS-stadgan används begreppet ”monetary policy” vilket i den svenska språkversionen benämns ”monetar politik”. Det ska likställas med begreppet ”penningpolitik” som används i betänkandet.

³ ECB (2016).

den egna valutan. Exempelvis måste ett ansvarigt organ för de penningpolitiska besluten på nationell nivå regleras i lag. Medlemsstaterna med undantag behåller nämligen, som berörs ovan, sina befogenheter på det penningpolitiska området, dvs. ansvaret för penningpolitiken, till dess att euron har införts som valuta i respektive land. Det medför också att de penningpolitiska befogenheterna i sådana fall måste regleras på nationell nivå. I det sammanhanget kan det nämnas att de riktlinjer för penningpolitiska instrument som ECB har utfärdat endast gäller för Eurosystemet och inte för medlemsstater med undantag (se artikel 1.1 i ECB:s riktlinje (EU) 2015/510 om genomförandet av Eurosystemets penningpolitiska ramverk).

I fråga om svensk rätt framgår det av en bestämmelse i regeringsformen att Riksbanken har ansvaret för penningpolitiken (9 kap. 13 § första stycket andra meningen). Bestämmelsen fick sitt nuvarande innehåll genom de ändringar i riksbankslagstiftningen som genomfördes i slutet av 1990-talet (prop. 1997/98:40, se vidare avsnitten 10.2 och 12.2.3). Uttrycket kreditpolitik ersattes då av uttrycket penningpolitik, som ansågs mer adekvat efter avregleringen av kreditmarknaden och som ansågs överensstämma med internationellt språkbruk (samma prop. s. 86). Den närmare innebörden av uttrycket penningpolitik framgår dock inte av regeringsformen eller dess förarbeten.

Den omständigheten att ansvaret för penningpolitiken har ansetts så betydelsefull att det har reglerats i grundlag har ett nära samband med Riksbankens självständighet i penningpolitiska frågor. Denna självständighet kommer bl.a. till uttryck genom ett instruktionsförbud i regeringsformen och riksbankslagen vad avser penningpolitiska frågor (se vidare avsnitten 12.3 och 28.2).

I fråga om valutapolitiken ansvarar regeringen för övergripande valutapolitiska frågor (val av växelkurssystem) medan Riksbanken ansvarar för tillämpningen av valutapolitiken (se vidare avsnitten 10.5 och 19.2).

Även om ansvaret för penningpolitiken åvilar Riksbanken ensam kan beslut inom andra politikområden, exempelvis finanspolitiken, påverka förutsättningarna för att uppnå det nuvarande inflationsmålet.⁴ En jämförelse kan göras med den nya centralbankslagen i Norge enligt vilken Norges Bank har en skyldighet att ge det norska finansdepartementet råd när det behövs för att andra än banken ska

⁴ Se avsnitt 6.3.5.

agera för att de mål som gäller för Norges Bank ska kunna uppfyllas (1 kap. 5 § andra stycket centralbankloven).⁵ För Norges del kan man således tala om ett i vart fall potentiellt delat ansvar för prisstabilitetsmålet, även om bestämmelsen i första hand torde beröra frågor om finansiell stabilitet.⁶ Frågor om Riksbankens kommunikation med bl.a. regeringen behandlas i avsnitt 28.3.

Regeringsformen ger utrymme för riksdagen att dels fastställa ett penningpolitiskt mål, dels att besluta om den närmare innebörden av detta mål. Ett övergripande penningpolitiskt mål om prisstabilitet har också tagits in i riksbankslagen (se avsnitt 6.2.4). Frågan om att definiera målets innebörd (t.ex. en viss målsatt inflationstakt) har dock överlåtits till Riksbanken. Denna fråga behandlas närmare i avsnitt 15.2.

14.3 Vad är penningpolitik?

Även om penningpolitik som begrepp har funnits i över ett sekel har dess innebörd varierat och som framgår i detta avsnitt finns ingen vedertagen definition. Vilka befogenheter⁷ som delegeras inom ramen för penningpolitiken skiljer sig mellan länder. Som noteras i avsnittet ovan behåller Sverige, såsom en medlemsstat med undantag, sina befogenheter på det penningpolitiska området. Det är därmed riksdagen som bestämmer vilka befogenheter som ska delegeras till Riksbanken och därmed vilken innebörd uttrycket penningpolitik ska ha i Sverige. I linje med detta ska kommittén enligt direktiven analysera och föreslå vilka befogenheter Riksbanken ska ha inom ramen för penningpolitiken. Detta behandlas i kapitel 18.

14.3.1 Bakgrund

Som framgår i avsnitt 13.4 finns det flera skäl till att det i den nya riksbankslagen bör framgå vad som avses med penningpolitik. En central utgångspunkt är unionsrätten, som svensk rätt behöver vara

⁵ Se <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2019-06-21-31>. Lagen träder i kraft den 1 januari 2020.

⁶ Se NOU 2017:13, s. 315.

⁷ Med befogenhet avses de instrument Riksbanken tilldelas (t.ex. att ge krediter) inklusive eventuella begränsningar i tillämpningen av dessa instrument (t.ex. att krediter endast får ges mot betryggande säkerheter). Se vidare avsnitt 13.5.

förenlig med. Den föreskriver att det som inkluderas i uttrycket penningpolitik ska omfattas av ett operationellt oberoende och instruktionsförbud.⁸ Det är ett viktigt skäl till att uppgifter och befogenheter för att nå penningpolitiska mål respektive målen inom finansiell stabilitet beskrivs i separata kapitel i den nya riksbankslagen. Ett annat skäl till att det bör framgå vad som avses med penningpolitik är att den ekonomiska politiken i normalfallet beslutas av riksdagen och genomförs av regeringen. Därför måste de befogenheter som delegeras inom ramen för penningpolitiken noga övervägas även om det finns mycket hög grad av samsyn kring att penningpolitiska *beslut* inte bör fattas av folkvalda politiker.⁹ Vanliga utgångspunkter för vilka befogenheter som lämpar sig för delegering där stort oberoende i utförandet föreligger är att de är politiskt okontroversiella, väldefinierade, innebär begränsade effekter på fördelning och allokering i ekonomin samt förväntas ha begränsade offentligfinansiella effekter över konjunkturcykeln.¹⁰

Ett annat skäl för att definiera begreppet penningpolitik är att Riksbankens grad av oberoende påverkar vilken typ av samarbete som är möjligt att ha med andra myndigheter och beslutande församlingar, inklusive regering och riksdag. Ett sådant samarbete är särskilt viktigt i en kris.¹¹ Som framgår av kapitlen 22 och 23 föreslår kommittén att Riksbanken ska ges befogenheter som ger den möjlighet att även fortsättningsvis ge likviditetsstöd i en finansiell kris. Dessa åtgärder kan dock behöva samordnas med andra aktörers åtgärder vilka utgör komplement eller substitut till Riksbankens.¹²

Som framgår i detta avsnitt är det dock inte enkelt att lägga fast vilka principer som ska vara vägledande för vad som bör rymmas inom begreppet ”penningpolitik”. Som beskrivs i kapitel 4 har centralbanker flera grundläggande uppgifter som handlar om att säkerställa det finansiella systemets stabilitet och effektivitet. Målen inom ramen för det finansiella systemet är – liksom många samhällsliga mål – dock inte oberoende av prisstabilitetsmålet inom penningpolitiken. Åtgärder som Riksbanken vidtar kan därför påverka flera mål och principer för hur gränsdragningar kan göras behandlas i

⁸ Inom andra områden, t.ex. finansiell stabilitet, gäller regeringsformen 12 kap. 2 § beträffande förvaltningsmyndigheters självständighet. Se avsnitt 11.4.

⁹ Se avsnitt 6.2 för en beskrivning.

¹⁰ Se avsnitt 6.3.6 inklusive referenser däri.

¹¹ Se t.ex. Goodhart (2010) och Orphanides (2018).

¹² Se avsnitt 24.4 samt kapitel 25.

kapitel 25. Vidare finns ingen bred konsensus att luta sig mot inom detta område och länder har valt olika förhållningssätt (se internationell utblick i avsnitt 14.3.4). Dessutom rymmer frågeställningen, utöver nationalekonomiska dimensioner, även institutionella, demokratiska och rättsliga perspektiv. Som framgår i avsnittet varierar både bredden av penningpolitiska mandat och i vilken mån de folkvalda vid behov kan påverka centralbankens beslut. Enkelt uttryckt kan penningpolitik i ett visst land sägas vara vad som centralbanken ”tillåts” göra (dvs. vilka befogenheter som delegerats till den) i syfte att uppnå prisstabilitet och andra eventuella penningpolitiska mål.

Avsnittet inleds med en kort beskrivning av den innebörd begreppet ”penningpolitik” vanligtvis hade i teori och praktik före den globala finanskrisen och den internationella diskussion kring begreppet som föranleddes av de åtgärder som vidtogs under och efter finanskrisen. I en internationell utblick ges därefter exempel på hur några andra centralbanker förhåller sig till begreppet penningpolitik. Avsnittet avslutas med ett antal utgångspunkter och principer som kommittén avser att tillämpa då befogenheter inom penningpolitiken konkretiseras i kapitel 18.

14.3.2 Räntestyrning i relation till grundläggande uppgifter

I avsnitt 4.5 konstaterar kommittén att en grundläggande uppgift för en centralbank är att stabilisera betalningsmedlets värde.¹³ Som framgår där kan denna uppgift härledas ifrån en annan grundläggande uppgift – att tillhandahålla slutliga betalningsmedel. Det sistnämnda utgör därmed en utgångspunkt för analysen av vilka befogenheter som ryms inom ramen för penningpolitiken.

Riksbanken, liksom andra centralbanker, tillhandahåller elektroniska betalningsmedel som banker använder sinsemellan och kan därigenom påverka kvantiteten av och priset (räntan) på dessa betalningsmedel. Kvantiteten kan påverkas genom att centralbanker köper och säljer tillgångar samt genom att erbjuda krediter till bankerna. Som ensam utgivare ges även unika möjligheter att styra marknadsräntor och då speciellt på kort sikt. Denna s.k. räntestyrning, vilken beskrivs i

¹³ De övriga tre grundläggande uppgifterna är att tillhandahålla slutliga betalningsmedel, att upprätthålla ett centralt system för betalningsavveckling samt att agera sista låneinstans, se kapitel 4.

avsnitt 14.5.3, var det dominerande sättet att bedriva penningpolitik fram till den globala finanskrisens utbrott 2008.¹⁴ Enkelt uttryckt bedrev centralbankerna ”penningpolitik” då de med hjälp av sina styrräntor påverkade de korta marknadsräntorna i ekonomin i syfte att uppnå en målsatt inflationstakt. Det var också på detta sätt som penningpolitik framställdes i läroböcker i modern monetär teori.¹⁵

Den allra kortaste marknadsräntan, dagslåneräntan, används mellan banker för lån sinsemellan ”över natten” och den sammanfaller i normalfallet med centralbankens viktigaste styrränta (Riksbankens reporänta i Sverige). Styrräntan brukar betraktas som riskfri.¹⁶ Avkastningskurvan för statspapper, som i likhet med fordringar på centralbanken i normalfallet är fria från kreditrisk¹⁷, avspeglar förväntade genomsnittliga dagslåneräntor, samt eventuella löptidspremier. Marknadsräntor (på olika horisonter) brukar baseras på avkastningskurvan för statspapper justerat för riskpremier där de sistnämnda består av likviditets- och kreditriskpremier. Centralbanken kan signalera, t.ex. genom prognoser av styrräntan, vad den tror att den korta räntan kommer att vara på olika tidshorisonter. Via förväntningar påverkas räntorna på längre löptider och därmed hela avkastningskurvan. När centralbanken via styrräntan och signalering om framtida styrränta påverkar den förväntade utvecklingen av den riskfria räntan kan även riskpremier på marknaden påverkas.

Det kan noteras att köp av statsobligationer kan påverka avkastningskurvan för statspapper och därmed den ränta som i normalfallet är fri från kreditrisk vilken alltså är basen för marknadsräntorna.¹⁸ Det kan i detta sammanhang också noteras att en centralbank som givits befogenheter att köpa privata värdepapper påverkar riskpremier inom, i första hand, de marknadssegment som köpen

¹⁴ Se kapitel 5 för en beskrivning av hur penningpolitiken har bedrivits i olika penningpolitiska regimer genom historien.

¹⁵ Se t.ex. Galí (2008, första utgåvan), Walsh (2003, andra utgåvan) och Woodford (2003). Även senare utgåvor av de två förstnämnda referenserna (Galí, 2015, och Walsh, 2017) betonar hur centralbanker i normalfallet bedriver penningpolitik via s.k. räntestyrning.

¹⁶ Se t.ex. Smets (2014).

¹⁷ Huruvida så är fallet beror på förtroendet för att staten uppfyller sina åtaganden vilket i sin tur bl.a. beror på den offentligfinansiella ställningen och stödet för det finanspolitiska ramverket.

¹⁸ Denna åtgärd var inte vanligt förekommande före finanskrisen. Ett undantag var Bank of Japan som redan 2001 köpte statsobligationer då deras styrränta hade sänkts och låg nära noll.

sker.¹⁹ En sådan åtgärd innebär dock dels ett finansiellt risktagande för centralbanken, dels att kreditallokeringen påverkas på ett direkt sätt genom att relativa riskpremier förskjuts på marknaden. Det är inte oproblemiskt att en oberoende centralbanks åtgärder gynnar vissa företags finansiering i förhållande till andra. Bank of England uttrycker sig på följande sätt angående detta:²⁰

Vid implementeringen av penningpolitiken försöker centralbanken normalt endast påverka det riskfria elementet av marknadsräntorna och försöker på detta sätt undvika att snedvrider riskpremier som har etablerats på marknaden.

Sammanfattningsvis kan konstateras att uppgiften att stabilisera penningvärdet kan härledas från den grundläggande uppgiften att tillhandahålla slutliga betalningsmedel och att det sistnämnda möjliggör räntestyrning i form av kontroll över räntan på lån av och fordringar på centralbanken. Det har varit och är det dominerande penningpolitiska instrumentet. På senare år har penningpolitiken ställts inför nya utmaningar, vilket föranlett andra typer av instrument.

14.3.3 Diskussion efter finanskrisen

Som noteras i avsnitt 6.3 är det viktigt att skilja på den globala finanskrisens akuta fas (2008–2009) och den fas som följde åren därefter. Den akuta fasen kännetecknades av en systemomfattande likviditetskras i det finansiella systemet och centralbanker, inklusive Riksbanken, agerade som sista låneinstans för att undvika en finansiell härdsmläta.²¹ Den andra fasen kännetecknades av en internationell lågkonjunktur, vilken var särskilt djup och långvarig i euroområdet. Inflationstakten förblev låg även i länder där ekonomin utvecklades väl. Centralbankernas styrräntor sänktes till nivåer där de ansågs inte kunna sänkas mer. Samtidigt bedömdes att ekonomierna var i behov av ytterligare stimulans. Centralbankerna vidtog därför olika balansräkningsåtgärder (s.k. kvantitativa lättnader) som

¹⁹ Huruvida tillgångsköp är en befogenhet som bör falla inom ramen för penningpolitiken diskuteras i avsnitten 18.8 och 18.11.3.

²⁰ Bank of England (2015), s. 3. (Kommitténs översättning. Gäller samtliga citat i avsnittet). Se även Jansson (2018) för en liknande ståndpunkt.

²¹ Se avsnitt 7.4.4 för en beskrivning av orsaker till systemomfattande likviditetskriser samt avsnitt 22.3 för en beskrivning hur centralbanker kan lösa en sådan kris. Se också SOU 2013:6, avsnitt 5.2, för en beskrivning av Riksbankens åtgärder under finanskrisen.

innebar att de både ändrade balansräkningens omslutning (via den monetära basen²²) och sammansättning. Exempel på sådana åtgärder var att erbjuda krediter på längre löptider, köp av statsobligationer och privata värdepapper. Det skedde vid olika tidpunkter i olika länder. I Sverige inledde Riksbanken statsobligationsköp i februari 2015. Den realekonomiska utvecklingen var då jämförelsevis stark men Riksbanken uttryckte oro över den låga inflationen och inflationsförväntningarna. Vid denna tid hade dessutom ECB signalerat ett tillgångsköpsprogram vilket startade i mars 2015.

Om alla förändringar av den monetära basen (balansräkningsåtgärder) bör klassificeras som penningpolitik är en flerdimensionerad frågeställning. Som beskrivs i kapitel 18 kan det finnas mer eller mindre framträdande effekter av finans-, allokering- och fördelningsspolitisk karaktär när balansräkningsåtgärder vidtas.²³ Vilka balansräkningsåtgärder som är lämpliga att vidta inom ramen för penningpolitiken och det oberoende som gäller inom den är därför inte endast en frågeställning av nationalekonomisk karaktär utan den har även demokratiska dimensioner.

Som exemplifieras nedan har såväl centralbanker som forskare efter finanskrisen rest frågor kring huruvida de åtgärder som vidtogs under och efter finanskrisen bör anses utgöra penningpolitik. Det beror framför allt på att vissa av åtgärderna, som noterats, kan ha icke obetydliga effekter på andra politikområden vilket, i kombination med det starka oberoendet inom penningpolitiken, behöver beaktas. Några exempel på frågeställningar som rests från centralbanker och internationella organisationer följer nedan:

- Riksbanken har uttryckt att den upplevde svårigheter med att kategorisera de likviditetsstöd den erbjöd under finanskrisens akuta fas som penningpolitik.²⁴

²² Den monetära basen består av sedlar och mynt samt bankernas inlåning (reserver) i centralbanken, se avsnitt 14.5.1.

²³ Med allokeringsspolitik, eller ”näringspolitik”, avses att man avsiktligt direkt eller indirekt stöder en viss bransch eller ett visst företag.

²⁴ Riksbanken (2016b), s. 4.

- Åtgärder som ECB motiverade utifrån sitt penningpolitiska mandat har ifrågasatts och tagits upp i EU-domstolen.²⁵ EU-domstolen har dock hittills funnit att ECB inte har brutit mot de befintliga regelverken, bl.a. med hänvisning till att åtgärderna har underlättat den penningpolitiska transmissionsmekanismen.
- IMF har rekommenderat att ECB:s mandat vad gäller finansiell stabilitet ska uttryckas mer explicit eftersom åtgärder som kan motiveras utifrån det penningpolitiska mandatet kan visa sig vara otillräckliga i en krissituation.²⁶ Befogenheter inom ramen för penningpolitikens mål om prisstabilitet kan skilja sig från de som krävs för att nå önskvärd finansiell stabilitet. Bland annat rekommenderar IMF att ett framtida mandat inom finansiell stabilitet bör medföra en befogenhet att ge s.k. generell likviditetsstöd (eng. *system-wide liquidity*; se kapitel 22).

Vidare har det bland forskare diskuterats hur olika åtgärder som centralbanker vidtog efter finanskrisen angränsar till andra politikområden. En relaterad diskussion är om folkvalda ska ges inflytande när centralbankens åtgärder påverkar andra politikområden? Några exempel från denna diskussion följer nedan.

- Professor Athanasios Orphanides, tidigare centralbankschef på Cypern och tidigare ledamot av ECB-rådet, uttrycker sig på följande sätt:²⁷

Jämfört med konventionell penningpolitik har balansräkningspolitik mer uttalade fördelningseffekter och potentiellt stora finanspolitiska konsekvenser. Dessa egenskaper belyser den enorma kraften i centralbankens balansräkning och reser frågor om demokratisk legitimitet och gränserna för centralbankens oberoende.

- Ett annat exempel är professor Marvin Goodfriend, tidigare forskningschef och rådgivare vid Federal Reserve Bank of Richmond som, mot bakgrund av finanskrisen, lyfter fram åtgärder som

²⁵ Se avsnitten 13.4 och 13.5 för beskrivningar av rättsfall. I detta sammanhang kan noteras att tyska Bundesbanks dåvarande ordförande Axel Weber, medlem i ECB:s råd, samt Jürgen Stark, medlem i ECB:s direktion, båda avgick 2011 efter att de hade motsatt sig flera av ECB:s åtgärder som vidtogs inom ramen för unionens penningpolitik, se Sinn (2018).

²⁶ Se IMF (2018).

²⁷ Orphanides (2018), s. 5.

Federal Reserve enligt hans uppfattning inte kan besluta om oberoende från de folkvalda:²⁸

Kreditåtgärder som utökar Feds kreditfaciliteter vad beträffar storlek, löptid och accepterade säkerheter till oövervakade eller eventuellt insolventa institutioner eller inköp av icke-statliga värdepapper, kommer oundvikligen att innebära en kreditrisk vilket reser frågor kring fördelning och hotar både Feds och finansdepartementets legitimitet. Därför bör kongressen i sin övervakningsroll klargöra gränsen för Feds ansvar för att besluta om expansiva kreditåtgärder och på motsvarande sätt begränsa dess oberoende inom detta område. Kongressen bör insistera på att Feds tillgångsköp endast gäller statsobligationer[...]

- Ett ytterligare exempel är professor Ricardo Reis vid London School of Economics som också är akademisk konsult till Bank of England och Federal Reserve. Han delar in centralbankers åtgärder i tre grupper: räntepolitik, kvantitetspolitik (storlek på balansräkningen) och kreditpolitik (kompositionen av balansräkningen). Beträffande kreditpolitik uttrycker han sig på följande sätt:²⁹

[...]det finns många kraftfulla invändningar mot att engagera sig i kreditpolitik. En framträdande risk är att centralbanken realiserar signifikanta förluster[...] En annan invändning är att kreditpolitiken, om den är effektiv, nödvändigtvis kommer att påverka resursallokeringen på finansiella marknader[...] Allokering på finansiella marknader är en fråga för skatte- och regleringspolitik, inte för centralbanker. Medan konventionella köp och försäljningar av statsobligationer inte ger några klara fördelar för vissa företag eller vissa sektorer har kreditpolitik tydliga omfördelade effekter. De exponerar också centralbanken för lobbying från finansmarknadsaktörer.

- Ett avslutande exempel är Hans-Werner Sinn, professor och tidigare ordförande för tyska IFO-institutet. Han skriver följande beträffande ECB:s åtgärder och mandat under och efter finanskrisen:³⁰

Införandet av euron och Lehman-krisen drev de europeiska institutionerna, inklusive ECB, till en interventionsspiral av oöverträffade dimensioner som steg för steg ledde ECB djupare och djupare in på finanspolitiskt territorium.

²⁸ Goodfriend (2013), s. 4.

²⁹ Reis (2013), s. 17.

³⁰ Sinn (2018), s. 4.

Sammanfattningsvis indikerar ovanstående exempel från policyinstitutioner och forskare att det inte är uppenbart vilka typer av befogenheter som bör rymmas inom penningpolitiken och/eller centralbankernas operationella oberoende.

14.3.4 Internationell utblick

Nedan följer en kort beskrivning av vilka befogenheter som fyra centralbanker använder inom ramen för penningpolitiken. Exemplet är valda för att visa på den spännvidd som finns beträffande både befogenheter och grad av oberoende i användandet av dessa inom penningpolitiken. Beskrivningen syftar därmed till att visa på olika förhållningssätt till begreppet ”penningpolitik”.

Det bör dock inledningsvis påpekas att direkta internationella jämförelser är svåra att göra. Det beror bl.a. på att hänsyn måste tas till de olika institutionella förutsättningarna. I Sverige ligger Riksbanken under riksdagen vilket innebär att den bara kan styras via lag, dvs. inte exempelvis via årliga regleringsbrev eller liknande styrmedel (eng. *remits*) vilket är vanligt i andra länder. Vidare är centralbankers lagstiftningar ofta relativt gamla och information om vad som de facto rymms inom penningpolitiken måste i stället hämtas från officiella policydokument. Till sist bör framhållas att Sverige, som en s.k. medlemsstat med undantag, måste förhålla sig till unionsrätten vilket bl.a. innebär ett långtgående oberoende och instruktionsförbud inom penningpolitiken.³¹ Med undantag för ECB är de andra länderna som används som exempel nedan inte bundna av unionsrätten.

ECB

ECB:s verksamhet regleras i EUF-fördraget och ECBS-stadgan. Där framgår att huvudmålet för ECBS är prisstabilitet (artikel 2). De befogenheter som tilldelas ECBS (i praktiken Eurosystemet) i ECBS-stadgan kan användas för att uppfylla samtliga fyra s.k. ECBS-relaterade uppgifter (artikel 3.1). Av dessa uppgifter rör den första explicit penningpolitiken:

³¹ Se kapitel 12.

- utforma och genomföra unionens penningpolitik
- genomföra valutatransaktioner
- inneha och förvalta medlemsstaternas valutareserver
- främja väl fungerande betalningssystem.

Eftersom de tre sistnämnda uppgifterna räknas upp särskilt är de inte nödvändigtvis en integrerad del av att utforma och genomföra penningpolitiken enligt den första punkten, även om samband finns mellan uppgifterna (se vidare avsnitt 9.3). För att lösa dessa fyra uppgifter tilldelas ECBS ett antal befogenheter där nedanstående är av särskild relevans för diskussionen i detta avsnitt:

- Köpa och sälja fordringar och lätt omsättningsbara värdepapper och ge och ta upp lån i sådana fordringar och värdepapper, såväl i euro som i andra valutor (artikel 18.1).
- Utföra lånetransaktioner med kreditinstitut och andra marknadsaktörer, varvid lån ska lämnas mot tillfredsställande säkerheter (artikel 18.1).
- Köpa och sälja valutatillgångar, inklusive värdepapper, och alla andra tillgångar oberoende av form som är utställda i något lands valuta (artikel 23).

Utöver dessa befogenheter får ECB-rådet³² med två tredjedelars majoritet besluta om ”andra operativa metoder för monetär styrning” så länge de respekterar unionens mål såsom de kommer till uttryck i artikel 2 (artikel 20).

När det gäller oberoende får ECB inte begära eller ta emot instruktioner när den utför sina uppgifter (artikel 7).³³ Vidare ska ECB själv fastställa principer för dess marknads- och kredittransaktioner (artikel 18.2).

Sammanfattningsvis går det inte utifrån ECBS-stadgan att avgöra vad som ryms inom ”penningpolitik” i euroområdet. Det beror på att ECB:s befogenheter ovan gäller samtliga uppgifter som listades ovan och vilka som gäller penningpolitik specificeras inte. Penning-

³² ECB-rådet består av ECB:s direktion samt de nationella centralbankscheferna.

³³ Oberoende enligt ECBS-stadgan beskrivs mer ingående i kapitel 12.

politik är därmed inte definierat i ECBS-stadgan. Därtill kommer att ECB inte har något uttryckligt mål för finansiell stabilitet enligt EUF-fördraget eller ECBS-stadgan.³⁴ ECB har därmed inte heller några uttryckliga uppgifter eller befogenheter på detta område, utöver att Eurosystemet får driva verksamhet inom clearing och avveckling av betalningar som ett led i att främja väl fungerande betalningssystem (artikel 22 i ECBS-stadgan och artikel 127.2 fjärde strecksatsen i EUF-fördraget). Samtidigt kan noteras att de befogenheter som listas ovan är breda och allmänna till sin karaktär. Det finns dock några explicita begränsningar såsom att de tillgångar ECB köper ska vara ”lätt omsättningsbara” och att krediter endast får ges mot ”tillfredsställande säkerheter”. Noterbart är också att ECB-rådet självt kan besluta om ”operativa metoder” om det anser att det krävs. I den mån dessa metoder innebär förpliktelser för tredje man ska de dock godkännas av rådet, dvs. av ministrar från medlemsstaterna.

Angående rättsfall från EU-domstolen som rör penningpolitiska befogenheter i unionsrätten, se avsnitten 18.2.2 och 18.2.3.

Federal Reserve

Lagstiftningen för Federal Reserve i USA är betydligt mindre transparent än ECBS-stadgan beträffande befogenheter.³⁵ I stället får officiella dokument användas för att identifiera vad Federal Reserve anser hamnar inom ramen för penningpolitiken. Federal Reserve definierar penningpolitik på följande sätt:³⁶

Penningpolitiken i USA består av Federal Reserves åtgärder och kommunikation för att främja maximal sysselsättning, stabila priser och måttliga långa räntor.

³⁴ Av EUF-fördraget framgår att andra myndigheter än ECB antas ha ansvaret för det finansiella systemets stabilitet (se artikel 127.5). Angående artikel 127.2 fjärde strecksatsen i EUF-fördraget och artikel 22 i ECBS-stadgan, se även avsnitten 21.2 och 28.2. Som berörs i avsnitt 20.7 har ECB tilldelats ansvaret för uppgifter som rör finansiell stabilitet, men detta ansvar följer inte av EUF-fördraget eller ECBS-stadgan utan av en EU-förordning.

³⁵ Den amerikanska centralbanken (The Federal Reserve System) består av flera delar. Genomgående avses nedan Federal Reserve Board of Governors. Lagen, Federal Reserve Act, finns tillgänglig här: www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm

³⁶ Se www.federalreserve.gov/monetarypolicy.htm

Federal Reserve listar vidare de åtgärder som ryms inom penningpolitiken:³⁷

- *Marknadsoperationer*: Köp- och försäljning av tillgångar i syfte att styrräntan (eng. *Federal funds rate*) ska etableras på dagslåne marknaden.^{38,39}
- *Diskonteringsränta*: Den ränta finansiella aktörer får betala för lån (mot säkerhet) i centralbanken.⁴⁰
- *Reservkrav* (kassakrav): Krav på att finansiella aktörer måste placera medel hos centralbanken.
- *Ränta på reserver*: Den ränta finansiella aktörer får på reserver enligt reservkravet samt eventuellt en annan ränta på reserver utöver reservkravet. Räntan sätts i syfte att styrräntan ska etableras på dagslåne marknaden.
- *Certifikat* (eng. *Term deposit facility*): En form av kortsiktig inlåning där räntan sätts i syfte att styrräntan ska etableras på dagslåne marknaden. Den har stora likheter med Riksbankens veckovisa certifikat (se avsnitt 14.5.3).

Ovanstående befogenheter, inklusive begränsningen av vilka tillgångar Federal Reserve får köpa och sälja, är alltså vad som ryms inom penningpolitiken enligt Federal Reserves definition.

Federal Reserve är oberoende inom ramen för sina penningpolitiska befogenheter medan oberoendet är svagare inom dess övervakande och reglerande roll av det finansiella systemet.⁴¹

³⁷ Se www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policytools.htm

³⁸ Dagslåne marknaden är den marknad där banker och andra kreditinstitut lånar av varandra "över natten" (eng. *overnight rate*). Se avsnitt 14.5.3 för en beskrivning av hur Riksbanken arbetar för att etablera dagslåneräntan vid reporäntan.

³⁹ Under lågkonjunkturen efter finanskrisen ökade Fed innehavet av tillgångar i syfte att pressa ned räntor på längre sikt då styrräntan inte kunde sänkas mer. Fed köpte statsobligationer och obligationer från statligt stödda verksamheter (eng. *government-subsidized enterprises*). Bland de sistnämnda ingår Fannie Mae och Freddie Mac vilkas bostadsobligationer Fed köpte under finanskrisen. Fed får dock inte köpa privata värdepapper, se Broadus och Goodfriend (2001) och referenser däri.

⁴⁰ Det finns flera diskonteringsräntor vilka skiljer sig åt beroende på löptid och säkerhetskrav. De olika diskonteringsräntorna kan därför också skilja sig från styrräntan.

⁴¹ Fischer (2015).

Norges Bank

Norges Bank har enligt den nya centralbankslagen som träder i kraft 1 januari 2020 i uppgift att utöver prisstabilitet även ta hänsyn till finansiell stabilitet och den realekonomiska utvecklingen. Följande målformulering gäller för den verksamhet Norges Bank bedriver (1 kap. § 2 första och andra stycket):⁴²

Formålet for sentralbankvirksomheten er å opprettholde en stabil pengeverdi og fremme stabilitet i det finansielle systemet og et effektivt og sikkert betalingssystem. Sentralbanken skal bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting.

Norges Bank har tilldelats ett antal befogenheter för att kunna lösa sina uppgifter. Dessa befogenheter är gemensamma för samtliga uppgifter, dvs. det särskiljs inga specifika befogenheter beträffande målet om ett stabilt penningvärde. Det innebär att det inte explicit framgår vad den norska utredningen anser ryms inom ramen för penningpolitiken. På motsvarande sätt framgår inte vad som ryms inom ramen för dess arbete att främja finansiell stabilitet.

För att lösa sina tilldelade uppgifter har Norges Bank följande befogenheter (3 kap. 1 och 2 §§ centralbankslagen):

- ta emot insättningar och ge kredit till banker och andra företag inom finanssektorn
- köpa, sälja och förmedla valuta- och finansinstrument
- utge och omsätta egna finansiella instrument
- fastställa villkor för insättningar och kredit
- sätta minsta krav för insättningar från företag som har konto i banken
- ge kredit på särskilda villkor när särskilda förhållanden föreligger⁴³
- kräva betryggande säkerheter vid kreditgivning

⁴² Se <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2019-06-21-31>.

⁴³ Här kan noteras att den norska centralbanksutredningen skriver i sin rapport att dessa s.k. S-lån bör vara avgränsade till bankens ansvar för finansiell stabilitet, se NOU 2017:13, s. 335. S-lånen är en motsvarighet till det som i riksbankslagen benämns nödkrediter vilket är likviditetsstöd till enskilda institut. Nödkrediter (eng. *Emergency Liquidity Assistance*, ELA) benämns heller inte som penningpolitik av ECB.

- bestämma hur stor den officiella valutareserven ska vara och hur den ska placeras; reserven ska vara tillgänglig för att uppfylla centralbankens mål och internationella förpliktelser.

När det gäller frågan om oberoende kan noteras att Norges Bank inte är fullt ut oberoende inom penningpolitiken då det finns möjligheter för regeringen att instruera Norges Bank vid extraordinära omständigheter.

Bank of England

I Storbritanniens centralbankslagstiftning finns ingen uppräknning av befogenheter som faller inom ramen för penningpolitiken.⁴⁴ Detta förhållande beror sannolikt på den brittiska rättsordningen (eng. *common law*) som skiljer sig från den i huvudsak författningsbase-erade ordningen i bl.a. kontinentaleuropeiska länder (eng. *civil law*). Nuvarande uppdrag för Bank of England framgår i stället av andra officiella dokument samt uppdateras genom en årlig instruktion från regeringen (eng. *remit*). Bank of England definierar penningpolitik på följande sätt:⁴⁵

Penningpolitik är åtgärder som en centralbank eller en regering kan vidta för att påverka mängden pengar som finns i ett lands ekonomi och hur mycket det kostar att låna. Som Storbritanniens centralbank använder vi två huvudsakliga penningpolitiska instrument. Först fastställer vi den ränta som vi debiterar bankerna för att låna pengar från oss. För det andra kan vi skapa pengar digitalt för att köpa företags- och statsobligationer – det kallas tillgångsköp eller kvantitativa låtnader... Penningpolitiken påverkar hur mycket priserna stiger, vilket kallas inflationstakten. Vi bedriver penningpolitik för att uppnå regeringens mål att hålla inflationen på 2 procent.

Bank of England har tre kommittéer – en för penningpolitiska frågor (Monetary Policy Committee, MPC), en för finansiella stabilitetsfrågor (Financial Policy Committee, FPC) och en för reglering (Prudential Regulation Committee, PRC). Dessa kommittéer har olika befogenheter. De befogenheter som MPC har tilldelats beskrivs enligt följande:⁴⁶

⁴⁴ Se www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/about/legislation/1998-act.pdf?la=en&hash=6AB6E224CAA41A2044D66FEA0AB72E88BF22790B#page=141

⁴⁵ Se www.bankofengland.co.uk/monetary-policy

⁴⁶ Se Bank of England (2018a).

MPC [har] beslutsbefogenhet avseende alla instrument och faciliteter, vilka varierar över tid, med det primära syftet att påverka de övergripande monetära förhållandena för att uppnå inflationsmålet. Vid nuvarande tidpunkt, innefattar befogenheterna variationer i styrräntan, volymen av tillgångsköp som finansieras genom utökande av reserver samt valutainterventioner.

Som framgår i ovanstående citat har MPC alltså för närvarande (fr.o.m. juni 2018) tre penningpolitiska instrument: styrränta, tillgångsköp och valutainterventioner. Dessa kan ändras av banken, antingen genom att Court of directors – det högsta beslutande organet – själva beslutar eller att de delegerar beslutet till centralbankschefen alternativt Executive Board. Likviditetsstödande åtgärder tillhör de befogenheter som faller under FPC.⁴⁷

MPC och FPC består vardera av nio ledamöter där tre ledamöter – centralbankschefen samt två vice centralbankschefer som är ansvariga för penningpolitik respektive finansiell stabilitet – sitter i båda kommittéerna. Det sker kontinuerlig delning av information och dialog mellan MPC och FPC vilket möjliggör att hänsyn kan tas till den andra kommitténs beslut.⁴⁸

Bank of England är inte fullt ut oberoende inom ramen för de penningpolitiska befogenheterna. Finansdepartementet (eng. *HM Treasury*) bestämmer bl.a. det belopp som ställs till centralbankens förfogande för tillgångsköp.⁴⁹ Dessutom kan regeringen, om det ligger i det allmännas intresse, under exceptionella omständigheter instruera banken inom penningpolitiken.⁵⁰

Sammanfattande kommentarer

Som framgår i den internationella utblicken skiljer sig befogenheterna en del åt mellan centralbanker. Federal Reserve och Bank of England redovisar de befogenheter som används för att uppnå målen inom penningpolitiken vilket skulle kunna tolkas som deras implicita definition av vad penningpolitik ”är”. När det gäller ECB är det

⁴⁷ Bank of England skiljer på likviditetsoperationer som görs i syfte att främja betalningssystemets effektivitet, implementera penningpolitik och lösa likviditetskriser. Se appendix till kapitel 22 för en beskrivning. En liknande uppdelning görs i Bertsch och Molin (2016), se kapitel 25. Beträffande FPC:s likviditetsfaciliteter, se Bank of England (2018b).

⁴⁸ Se Shakir och Tong (2014).

⁴⁹ HM Treasury (2017).

⁵⁰ Bank of England Act 1998, kapitel 19.

sistnämnda oklart då befogenheterna kan användas för att uppnå samtliga ECBS-relaterade uppgifter där endast en av uppgifterna explicit berör penningpolitik. På liknande sätt kan de befogenheter som Norges Bank räknar upp (med ett undantag) användas både för att nå prisstabilitetsmålet och målet om finansiell stabilitet.

Vissa likheter och skillnader i befogenheter mellan centralbankerna kan noteras. Ett exempel på skillnader är att köp av privata värdepapper inte uppenbart ingår bland de penningpolitiska befogenheterna i USA, medan sådana befogenheter ingår inom euroområdet, i Norge och i Storbritannien. Beträffande tillgångsköp kan också noteras att oberoendet för denna befogenhet är mindre än för andra befogenheter i Storbritannien. När det gäller likviditetsstöd ligger de för närvarande inte under den penningpolitiska kommittén MPC utan under kommittén för finansiell politik, FPC. I euroområdet och i Norge har i stället gemensamma befogenheter (däribland likviditetsstöd) för samtliga sina uppgifter (däribland prisstabilitet).

Även om det är svårt att göra direkta jämförelser mellan olika länder pekar ovanstående beskrivningar mot att ECB har bredast befogenheter inom ramen för penningpolitiken följt av Norge. Den penningpolitiska kommittén i Bank of England, MPC, kan för närvarande sägas ha minst befogenheter, dels då den saknar tillgång till likviditetsstödjande åtgärder, dels då belopp för tillgångsköp måste godkännas av finansministern.

14.3.5 Utgångspunkter och principer

De internationella erfarenheterna ovan visar att det inte finns någon färdig mall beträffande vilka befogenheter som bör hamna inom ramen för penningpolitiken. De folkvalda i olika länder har valt lite olika vägar både vad gäller delegerade befogenheter och graden av oberoende i utförandet av dessa. Som noteras i inledningen av avsnitt 14.3 behåller Sverige, såsom en medlemsstat med undantag, sina befogenheter på penningpolitikens område och det är därför riksdagen som bestämmer vilka befogenheter som ska delegeras till Riksbanken inom penningpolitikens område. Som också noteras i avsnittets inledning behöver även institutionella förhållanden beaktas, framför allt den högre grad av oberoende som unionsrätten före-

skriver för penningpolitiken i Sverige jämfört med vad som är fallet i t.ex. Storbritannien och Norge.

I detta delavsnitt diskuteras ett antal utgångspunkter och principer som vägleder kommitténs ställningstaganden dels i kapitel 18 beträffande vilka befogenheter som Riksbanken bör tilldelas inom ramen för penningpolitiken, dels hur åtgärder som främst främjar prisstabilitet respektive finansiell stabilitet kan skiljas åt (kapitel 25). Som framgår nedan kan de olika utgångspunkterna komma i konflikt med varandra och det är en politisk bedömning vilka avvägningar som är lämpliga.

Vad som är penningpolitik ska framgå av riksbankslagen

En första utgångspunkt för kommitténs arbete är att vad som avses med penningpolitik i Sverige ska utgöras av de mål, uppgifter och befogenheter som framgår i kapitlet om penningpolitik i den nya riksbankslagen. Detta föreslås av kommittén i avsnitt 13.4. Det finns både likheter och skillnader med den struktur som kommittén föreslår jämfört med andra länder. Den skiljer sig exempelvis från den struktur som den norska centralbankslagen har (se avsnitt 14.3.4). Enligt denna har Norges Bank ett antal mål (prisstabilitet, finansiell stabilitet samt hög och stabil produktion och sysselsättning) samt ett antal befogenheter för att nå dessa mål. Det framgår då inte om alla eller bara en delmängd av dessa befogenheter ska betraktas som penningpolitiska åtgärder. Den struktur som kommittén föreslår ligger närmare den som Bank of England valt, dvs. att delegera vissa befogenheter som den penningpolitiska kommittén (MPC) får använda för att uppnå de penningpolitiska målen.

Befogenheter för att trovärdigt kunna ta ansvar för att värna prisstabiliteten

En annan utgångspunkt är att Riksbanken bör ha befogenheter som gör att den trovärdigt under rimliga omständigheter klarar uppgiften att uppnå prisstabilitetsmålet. Denna till synes självklara ståndpunkt behöver betonas av flera skäl. Ett skäl är att Riksbanken återkommande utvärderas utifrån hur väl den uppfyllt prisstabilitetsmålet och Riksbanken bör därför ha rimliga möjligheter att klara uppgif-

ten. Befogenheterna behöver vidare upplevas som trovärdiga av ekonomins aktörer. Det beror på att de förväntningar som ekonomins aktörer har beträffande Riksbankens möjlighet att nå det penningpolitiska målet påverkar bl.a. de löne- och prisbeslut som tas, vilka i sin tur påverkar inflationstakten. En central penningpolitisk uppgift är därför att styra aktörernas förväntningar (eng. *managing of expectations*) om framtida inflation. Lyckas centralbanken få ekonomins aktörer att tro på att den har tillräckligt med befogenheter för att kunna se till att inflationen uppnår målsatt nivå så ökar sannolikheten att ekonomins aktörer fattar löne- och prisbeslut i linje med detta. Denna fundamentala insikt innebär att en centralbank behöver tillgång till befogenheter som är tillräckliga för att under rimliga omständigheter klara uppgiften att uppnå prisstabilitetsmålet.

Som noteras i avsnitt 14.3.2 är räntestyrning det dominerande penningpolitiska instrumentet. Det gällde även under den globala finanskrisen och perioden därefter. När finanskrisen bröt ut var således kraftfulla sänkningar av styrräntor den viktigaste penningpolitiska åtgärden. Och i länder som efter krisen har normaliserat penningpolitiken, t.ex. USA från slutet av 2015, har styrräntorna höjts. Även i Sverige höjde Riksbanken styrräntan i slutet av 2018 för att minska penningpolitikens expansiva inverkan. Erfarenheterna från senare år talar dock för att en centralbank i vissa lägen kan behöva fler penningpolitiska verktyg. Det beror inte minst på att styrräntor har en undre gräns och det vid denna nivå kan krävas fortsatta penningpolitiska åtgärder för att nå inflationsmålet.

Flera faktorer talar således för att Riksbanken bör ha befogenheter utöver styrräntan i syfte att säkerställa trovärdigheten för den penningpolitiska måluppfyllelsen:

- *Risk för fortsatt låg neutral⁵¹ realränta*: Som noteras i avsnitt 15.3.5 kan den neutrala realräntan komma att vara låg även framöver. Det ökar sannolikheten att centralbankerna, däribland Riksbanken, på grund av räntegolvet inte kan använda styrräntan fullt ut i kommande lågkonjunkturer. Det ökar behovet av att ha tillgång till olika balansräkningsåtgärder.
- *Oförändrade internationella inflationsmål*: Högre inflationsmål bland världens centralbanker skulle kunna minska sannolikheten för att räntegolvet begränsar penningpolitiken. Med undantag för

⁵¹ Se avsnitt 6.3.4 för begreppet neutral realränta.

Japan höjde dock inte världens ledande centralbanker sina inflationsmål efter finanskrisen vilket understryker behovet att ha tillgång till andra åtgärder.

- *Andra centralbankers åtgärdsarsenal*: För en liten öppen ekonomi som den svenska är utvecklingen av omvärldens penningpolitik av stor betydelse. Det gäller inte minst effekter av utländska åtgärder på växelkursen och därmed på importerad inflation och nettoexportens utveckling. Det är argument som talar för att Riksbanken bör ha befogenheter som inte avviker markant från vad andra centralbanker har.

Principer för delegering av befogenheter inom penningpolitiken

Delegeringen av penningpolitiken och det operationella oberoendet för centralbanker har i litteraturen motiverats utifrån att ett antal förutsättningar är uppfyllda. Från ett demokratiskt perspektiv är en sådan förutsättning att det finns samstämmiga preferenser (synsätt) inom det politiska systemet, dels när det gäller penningpolitikens mål, dels när det gäller risken för betydande långsiktiga kostnader av en penningpolitik styrd av politisk kortsiktighet.⁵² Vidare har ett antal ytterligare nödvändiga ekonomisk-politiska kriterier lyfts fram i litteraturen. Här ingår bl.a. möjligheten att formulera ett tydligt mål som går att utvärdera, en systematisk beslutsprocess samt ett begränsat behov av samarbete i utförandet av uppgiften.⁵³

Angående frågan om vilka befogenheter som lämpar sig för delegering lyfts i litteraturen fram att penningpolitiska åtgärder bör ha begränsade effekter på finans-, allokerings- och fördelningspolitik samt innebära begränsade offentligfinansiella risker. Kommittén behöver därför söka en rimlig avvägning mellan dessa aspekter och behovet av ytterligare befogenheter.

När det gäller den traditionella räntestyrningen och köp av statsobligationer råder sannolikt få tvivel om att de uppfyller ovan nämnda kriterier och därför bör utgöra befogenheter inom ramen för penningpolitiken. I kapitel 18 analyserar kommittén andra tänk-

⁵² Se avsnitt 6.2 för en beskrivning inklusive referenser.

⁵³ För en beskrivning av de förutsättningar som från ett demokratiskt perspektiv möjliggör delegering inom penningpolitiken, se avsnitt 6.3.6 med tillhörande referenser.

bara befogenheter utifrån nämnda kriterier, bl.a. köp av privata värdepapper och valutainterventioner.

Det huvudsakliga syftet med en åtgärd är av betydelse

Samhällsekonomin brukar beskrivas som en s.k. allmän jämvikt där en förändring, t.ex. en åtgärd från centralbanken, direkt påverkar ett antal variabler som i sin tur påverkar andra osv. tills en ny jämvikt nås. Som framgår i avsnitt 14.5 beskriver den s.k. penningpolitiska transmissionsmekanismen hur en penningpolitisk förändring fortplantar sig i ekonomin och påverkar inflationen. Samtidigt är alla åtgärder som påverkar transmissionsmekanismen inte med nödvändighet att betrakta som ”penningpolitik”. Det gäller bl.a. åtgärder som vidtas inom skattepolitiken, mikro- och makrotillsynen⁵⁴, stats-skuldpolitiken⁵⁵ men även räntebeslut i andra länder. Att centralbanken måste ta vissa faktorer som givna när den analyserar transmissionsmekanismen och på vilken nivå styrräntan bör hållas är således ofrånkomligt.

Därutöver finns flera skäl till att inte per automatik benämna allt som en centralbank kan göra som påverkar transmissionsmekanismen för ”penningpolitik”.⁵⁶ Flera av de åtgärder som nämnts ovan, bl.a. köp av privata värdepapper, påverkar transmissionsmekanismen samtidigt som de, beroende på utformning, riskerar att få betydande allokering-, fördelnings- och offentligfinansiella effekter.

Som framgår i betänkandet föreslår kommittén att liknande befogenheter delegeras till Riksbanken inom några verksamhetsområden. Ett exempel är befogenheten att erbjuda krediter vilket centralbanker gör i fyra primära syften: främja betalningssystemets funktionssätt, implementera penningpolitiken, motverka systemomfattande likviditetsstress samt motverka likviditetsstress hos enskilda banker.⁵⁷ Kreditåtgärder i dessa syften påverkar transmissionsme-

⁵⁴ Se t.ex. Alpanda m.fl. (2018), Beyer m.fl. (2017), Billi och Vredin (2014) och Borio och Zhu (2012).

⁵⁵ Se Bean (2017) och Bernanke (2018).

⁵⁶ Detta är i linje med EU-domstolens praxis om att en ekonomisk-politisk åtgärd inte kan jämföras med en penningpolitisk åtgärd enbart av den anledningen att den kan ha indirekta verkningar avseende penningvärdet, se domstolens dom den 11 december 2018 i mål C-493/17, Weiss m.fl. Det bör dock noteras att Sverige som ett medlemsland med undantag själv bestämmer sina penningpolitiska befogenheter och inte är bunden av artikel 18 som tillämpades i det aktuella rättsfallet.

⁵⁷ Se avsnitt 25.2 inklusive referenser däri.

nismen i större eller mindre omfattning men det är inte ett tillräckligt villkor för att en kreditåtgärd ska kategoriseras som en befogenhet inom penningpolitiken. För det sistnämnda är det rimligt att huvudsyftet med kreditåtgärden är att systematiskt implementera penningpolitiken, inte att löpande verka för ett effektivt betalningssystem eller för att avvärja en akut finansiell kris. Det viktigaste skälet till att skilja på kreditåtgärder med avseende på huvudsakligt syfte är att möjliggöra för Riksbanken att vidta åtgärder inom ramen för sitt arbete med finansiell stabilitet och därmed främja samverkan mellan Riksbanken och andra berörda myndigheter som har kompletterande eller substituerande instrument.⁵⁸ Det är inte möjligt om exempelvis alla kreditåtgärder skulle kategoriseras som penningpolitik.

Slutligen bör även noteras att det kan finnas omständigheter där huvudsyftet med en åtgärd som centralbanker kan tänkas vidta är att uppnå prisstabilitetsmålet men att åtgärden ändå inte bör tillåtas inom ramen för penningpolitiken ur ett demokratiskt perspektiv. Det vanligaste exemplet är s.k. helikopterpengar där centralbanken skapar nya betalningsmedel och distribuerar dessa till ekonomiska aktörer i syfte att uppnå prisstabilitetsmålet (se avsnitt 18.9). Kommittén föreslår att sådana åtgärder inte ska vara tillåtna för Riksbanken att vidta och därigenom inte heller anses vara penningpolitik. I relation till diskussionen i detta delavsnitt skulle en sådan distribution av betalningsmedel kunna benämnas som ”otillåten penningpolitik”.

14.3.6 Sammanfattande kommentarer

I och med de åtgärder som centralbanker vidtog under låginflationsperioden som följde i många länder efter den globala finanskrisen när styrräntorna inte kunde sänkas mer, har en internationell diskussion förts beträffande synen på vilka befogenheter centralbanker bör ha inom ramen för penningpolitiken samt om graden av oberoende ska skilja sig åt mellan olika befogenheter. Som framgår i avsnitt 14.3.4 finns skillnader mellan länder och centralbanker i denna fråga. Med andra ord finns ingen färdig mall beträffande vilka befogenheter som bör rymmas inom ramen för penningpolitiken.

⁵⁸ Se vidare avsnitt 24.4 och kapitel 25.

Vidare framgår i avsnitt 14.3.5 att det av institutionella skäl är nödvändigt att det klart framgår i den nya riksbankslagen vilka befogenheter som ryms inom penningpolitiken. Uttrycket penningpolitik i svensk rätt bör därför definieras med ledning av de penningpolitiska målen, uppgifterna och de befogenheter som anges i kapitlet om penningpolitiken i den nya riksbankslagen.

Det bör också noteras att det är skillnad mellan de *instrument* respektive de *befogenheter* som delegeras till Riksbanken inom ramen för penningpolitiken. När ett, i sig, ändamålsenligt instrument används inom ramen för penningpolitiken behöver hänsyn tas till hur storleken på åtgärden påverkar ekonomin i övrigt, bl.a. när det gäller offentligfinansiella risker, fördelning och allokering.⁵⁹ Det är instrumentet tillsammans med dess eventuella begränsningar, inklusive en generell proportionalitetsprincip⁶⁰, som utgör Riksbankens befogenhet.

14.4 Rekommendationer i finansutskottets externa utvärderingar

Kommande kapitel behandlar de konkreta penningpolitiska frågeställningar som kommittén har att ta ställning till enligt utredningens direktiv. En del av dessa har diskuterats i en eller flera av de tre externa utvärderingar av Riksbankens verksamhet som skett på uppdrag av finansutskottet. I detta avsnitt beskrivs kortfattat utvärderingarnas slutsatser inom dessa områden.⁶¹ Det bör dock noteras att utvärderingarna generellt inte kommenterat konkreta befogenheter inom ramen för penningpolitiken.⁶²

⁵⁹ Hur hänsyn ska tas till hur åtgärderna påverkar uppbyggnaden av finansiella obalanser analyseras i kapitel 17.

⁶⁰ Se avsnitt 13.5 avseende proportionalitetsprincipen.

⁶¹ Bryant m.fl. (2012) genomförde en utvärdering av penningpolitiken i Sverige vilket även inkluderade en institutionell diskussion kring ansvarsfördelningen inom finansiell stabilitet. Den kommenteras i avsnitt 17.4.3.

⁶² Marvin Goodfriend och Mervyn King noterar dock att nuvarande lagstiftning behöver förtydligas när det gäller vem som bestämmer växelkursregim samt att Riksbanken har i uppdrag att uppfylla inflationsmålet inom ramen för den beslutade regimen. Denna fråga analyseras i kapitel 19.

14.4.1 Tre utvärderingar – tre tidsperioder

De personer som utförde de tre utvärderingarna och de tidsperioder som var föremål för respektive utvärdering var följande:⁶³

- Francesco Giavazzi och Frederic S. Mishkin, 1995–2005
- Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet, 2005–2010
- Marvin Goodfriend och Mervyn King, 2010–2015.

Även om utredningarna endast spänner över två decennier så skiljer sig de tre tidsperioderna en hel del åt vilket avspeglas både i utredningarnas analyser och dess direktiv. Den första tidsperioden, 1995–2005, präglades dels av att inflationsmålsregimen var ny, dels av att den makroekonomiska utvecklingen var relativt stabil. När det gäller penningpolitikens mål och medel fokuserade finansutskottets direktiv på grundläggande penningpolitiska frågor där flera behandlas inom ramen för penningpolitikens mål och medel i betänkandet.⁶⁴ Bland dessa kan inflationsmålets utformning, möjligheten att ta real hänsyn och Riksbankens medel (instrument) nämnas.

Den andra tidsperioden, 2005–2010, präglades av den globala finanskrisens akuta fas med början 2008. Finansutskottets direktiv fokuserade därför på frågeställningar relaterade till de åtgärder som vidtogs av Riksbanken. Bland de frågor som behandlas inom penningpolitikens mål och medel kan penningpolitikens eventuella hänsyn till tillgångspriser och andra finansiella variabler nämnas.

Slutligen, den tredje perioden, 2010–2015, präglades av den låginflationsperiod som följde efter finanskrisen och de åtgärder som innebar att balansräkningarnas storlek ökade bland många centralbanker, inklusive Riksbanken. När det gäller penningpolitikens mål och medel fokuserade finansutskottets direktiv på om penningpolitiken bör väga in skuldsättning samt, likt utredningen för perioden 1995–2005, inflationsmålets utformning inklusive möjligheten att ta real hänsyn.

I de kommande delavsnitten sammanfattas de slutsatser som de tre utvärderingarna landade i när det gäller penningpolitikens mål och medel. Slutsatserna delas in i de delområden som analyseras i de

⁶³ Se Giavazzi och Mishkin (2006), Goodhart och Rochet (2011) och Goodfriend och King (2016).

⁶⁴ Direktiven till de tre utredningarna finns beskrivna i bilagor i de respektive rapporterna.

kommande kapitlen: penningpolitikens nominella mål (kapitel 15), real hänsyn inom penningpolitiken (kapitel 16), hänsyn till tillgångspriser och skuldsättning inom penningpolitiken (kapitel 17) samt övrig samhällsekonomisk hänsyn (kapitel 18).

14.4.2 Penningpolitikens nominella mål

Vad är en lämplig målvariabel för penningpolitiken?

Som analyseras i avsnitt 15.3.2 finns flera alternativ till inflationsmål som målvariabel för penningpolitiken. Ett sådant alternativ, s.k. *prisnivåmål*, diskuteras av Giavazzi och Mishkin. Ett prisnivåmål är ett mål för utvecklingen av ett valt prisindex (t.ex. KPIF) och innebär att prisnivån för detta index i genomsnitt ska öka med en bestämd takt. Har prisnivån ökat långsammare än målsatt ökningstakt måste ökningstakten framöver kompensera detta genom att vara högre än den målsatta ökningstakten under en period.

Giavazzi och Mishkin lyfter framför allt fram två fördelar med denna målvariabel. För det första blir prisnivån i framtiden lättare att förutsäga. För det andra kan en för låg prisnivå orsakad av en negativ efterfrågestörning i ekonomin innebära att ekonomins aktörer, i linje med prisnivåmålet, förväntar sig en snabbare ökningstakt av prisnivån framöver. Det innebär en lägre realränta i närtid och bidrar till att ekonomins återhämtning påskyndas. Giavazzi och Mishkin lyfter dock även fram flera nackdelar. En nackdel är att ekonomins aktörer i stor utsträckning behöver vara framåtblickande för att prisnivåmålets positiva effekter ska materialiseras. Om detta inte sker kan variationerna i priser och produktion bli större än med inflationsmål. En annan nackdel är att prisnivåmål kan leda till fler perioder med deflation (dvs. fallande priser) eftersom prisnivån aktivt kan behöva anpassas nedåt efter perioder med för snabb ökningstakt.

Giavazzi och Mishkin landar i slutsatsen att nuvarande inflationsmål är att föredra framför ett prisnivåmål. De påpekar dock att det inte hindrar penningpolitiken från att, när så är lämpligt, tillfälligt sikta på en annan inflationstakt än vad inflationsmålet föreskriver i syfte att uppnå de potentiellt gynnsamma effekter ett prisnivåmål kan ha. Det kallas för tillfälligt prisnivåmål och diskuteras i avsnitt 15.3.2.

De övriga två utredningarna analyserade inte alternativa målvariabler till det inflationsmål som gällt sedan nuvarande penningpolitiska regim startade 1993.

Vem bör precisera penningpolitikens nominella mål?

I riksbankslagen (1 kap. 2 § andra stycket) anges att Riksbanken ska upprätthålla ett fast penningvärde. Sedan inflationsmålsregimen infördes i Sverige 1993 har Riksbanken preciserat detta övergripande penningpolitiska mål till att betyda en årlig inflationstakt på 2 procent. Det var dock riksbanksfullmäktige som ursprungligen bestämde såväl målvariabel (KPI) som utvecklingstakt (2 procent).⁶⁵ Som framgår i avsnitt 15.2.1 är det inte ovanligt i andra länder att det är demokratiskt valda organ som beslutar om penningpolitikens mål medan centralbanken, oberoende av de folkvalda, bedriver penningpolitik i syfte att uppnå målet.

Att Riksbanken preciserar det nominella målet ifrågasätts av Goodfriend och King som utredde Riksbankens arbete under perioden 2010–2015. I syfte att undanröja risken att Riksbanken ändrar precisering av det nominella målet ”efter eget tycke”, menar de att:

riksdagen bör, på finansministerns rekommendation, både definiera och siffersätta inflationsmålet, samt ge mandat till Riksbankens direktion att uppnå detta mål...Målet bör ses över vart tionde år.⁶⁶

Giavazzi och Mishkin förordar också att demokratiskt valda organ bör precisera det nominella penningpolitiska målet. De skrev:

Den för demokratin så grundläggande principen att allmänheten måste ha möjlighet att utöva kontroll över statens agerande talar starkt för att målen för penningpolitiken bör fastställas av en folkvald regering. Centralbanker bör med andra ord inte vara måloberoende. Den logiska slutsatsen av detta är att det institutionella åtagandet för prisstabilitet bör komma från regeringen i form av ett uttryckligt, lagstadgat mandat för centralbanken att eftersträva prisstabilitet som sitt övergripande, långsiktiga mål.⁶⁷

⁶⁵ Se pressmeddelandet, Riksbanken (1993), samt fullmäktiges protokoll, den 14 januari 1993.

⁶⁶ Goodfriend och King (2016), s. 98.

⁶⁷ Giavazzi och Mishkin (2005), s. 16.

Giavazzi och Mishkin menar dock att centralbanken inte bör vara utestängd från den beslutsprocess som föregår preciseringen av det nominella målet utan att den, tvärtom, har expertkompetens som bör utnyttjas.

Vad är ett lämpligt prisindex för penningpolitiken?

När det gäller lämpligt prisindex har åsikterna inte varit samstämmiga bland de tre utredningarna. De förespråkar var sitt mått.

- Goodfriend och King föreslår att Riksbanken skulle byta målvariabel från konsumentprisindex, KPI, till måttet KPIF som exkluderar direkta effekter av Riksbankens förändringar av reporäntan.⁶⁸
- Giavazzi och Mishkin föreslår att direkta effekter av bostadskostnader inte ska ingå i Riksbankens målvariabel. De anser att det bästa alternativet är att följa euroområdet och använda måttet HIKP vilket rensar bort husprisers och räntors påverkan på målvariabeln.
- Goodhart och Rochet föreslår att KPI ska behållas tillsammans med att vid behov kommunicera utvecklingen av inflationen i termer av KPIF.

När det gäller utvecklingstakten för ett valt prisindex föreslår ingen av de externa utredarna någon ändring från nuvarande mål på 2 procent per år.

14.4.3 Real hänsyn inom penningpolitiken

Som nämns i inledningen till detta kapitel bedriver centralbanker, inklusive Riksbanken, s.k. flexibel inflationsmålpolitik inom nuvarande regim. Det innebär att s.k. real hänsyn tas i de penningpolitiska besluten, där real hänsyn ofta preciseras i termer av hur produktion och/eller sysselsättning utvecklas i relation till långsiktiga trender. Exempel på frågeställningar inom detta område är om real hänsyn ska fastställas i lag samt vilken typ av real hänsyn som är lämplig.

⁶⁸ För en beskrivning av skillnader mellan KPI och KPIF, se Konjunkturinstitutet (2016) och Riksbanken (2016a). Denna fråga diskuteras vidare i avsnitt 15.3.6.

I avsnitt 16.5 redogörs för de överväganden som ligger till grund för nuvarande ordning där real hänsyn inte nämns i riksbankslagen.⁶⁹ Dessa överväganden innebar att Riksbanken, som är en myndighet under riksdagen, i den mån det är förenligt med inflationsmålet förväntas stödja den beslutade inriktningen av den ekonomiska politiken.⁷⁰ Riksbanken har på egen hand definierat hur banken avser att ta real hänsyn.⁷¹

Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, även strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.

Av de tre utvärderingarna anser Goodfriend och King att Riksbankens penningpolitiska mål inte bör utvidgas med ett siffersatt mål för produktion och sysselsättning. Däremot förordar de att real hänsyn, i likhet med det nominella målet ovan, preciseras av riksdagen och inte som nu av Riksbanken:

I det uppdrag som riksdagen ska ålägga Riksbanken bör fastställas att Riksbankens penningpolitiska mål ska vara att upprätthålla prisstabilitet, så som detta definieras genom inflationsmålet, med hänsyn tagen till den långsiktiga hållbarheten hos banan för produktionens nivå och sammansättning, samt dess implikationer för inflationen.⁷²

Giavazzi och Mishkin anser liksom Goodfriend och King att ett siffersatt mål inte bör ingå i Riksbankens mandat. De rekommenderar i stället att Riksbanken tydligare kommunicerar att de bedriver en flexibel inflationsmålspolitik där variationer i produktion och sysselsättning beaktas.⁷³ Citatet ovan från Riksbankens skrift från 2010 beträffande real hänsyn är i linje med denna rekommendation.

⁶⁹ Se prop. 1997/98:40, Ds 1997:50 samt SOU 1993:20.

⁷⁰ Lagrådet har dock haft invändningar mot denna tolkning, se prop. 1997/98:40, s. 153.

⁷¹ Riksbanken (2010, s. 5). Denna formulering ingår även alltid i inledningen av i de penningpolitiska rapporterna som publiceras sex gånger per år.

⁷² Goodfriend och King (2016), s. 99.

⁷³ Giavazzi och Mishkin (2006), s. 80.

14.4.4 Annan samhällsekonomisk hänsyn inom penningpolitiken

Eftersom Riksbanken lyder under riksdagen styrs verksamheten uteslutande via lag. I riksbankslagen går därmed att utläsa vilka hänsyn Riksbanken måste ta när de bedriver sin verksamhet. När det gäller penningpolitikens område är förstås skrivningen om ”fast penningvärde” i den nuvarande riksbankslagen (1 kap. 2 § andra stycket) mest central men även skrivningarna att Riksbanken ska ”främja ett säkert och effektivt betalningsväsende” (1 kap. 2 § tredje stycket) och hushålla väl med statens medel (9 kap. 1 a § första stycket) är av betydelse. Därutöver har, som nämns ovan, Riksbanken tydliggjort att den tar real hänsyn. Det finns dock andra samhällsekonomiska områden som penningpolitiken kan påverka och potentiellt även kan behöva ta hänsyn till. Den hänsyn som avses här är *utöver* hur olika samhällsekonomiska områden påverkar möjligheten att uppnå prisstabilitetsmålet.

Penningpolitikens eventuella hänsynstagande till tillgångspriser och skuldsättning tas upp i de tre externa utvärderingarna.⁷⁴ De noterar den oenighet som fanns i direktionen i denna fråga. De lyfter fram att det även fanns olika synsätt bland internationella policyinstitutioner och menar att ”ingendera sidan har monopol på visdom” i denna fråga.⁷⁵

Samtliga lyfter fram att det kan finnas tillfällen då en centralbank bör ta hänsyn till tillgångspriser och skuldsättning men att dessa inte ska vara ett mål i sig. Hänsyn till dessa faktorer bör enligt dessa utredningar endast tas om penningpolitiken, via dessa faktorer, kan förbättra måluppfyllelsen vad gäller inflation och realekonomi, inom såväl den vanliga prognoshorisonten samt åren därefter.⁷⁶ Utvärderingarna är också överens om att styrräntan generellt sett är ett trubbigt instrument för att styra tillgångspriser och skuldsättning och att åtgärder inom bl.a. mikro- och makrotillsyn är betydligt effektivare.

⁷⁴ Riksbankens betydelse för de finansiella marknadernas funktionssätt diskuteras utförligt av Goodhart och Rochet (2011) och då i relation till de likviditetsstöd Riksbanken bidrog med under finanskrisen. Dessa frågor behandlas i kapitel 22.

⁷⁵ Goodfriend och King (2016), s. 8.

⁷⁶ Se Goodfriend och King (2016), s. 99, Goodhart och Rochet (2011), s. 70, och Giavazzi och Mishkin (2006), s. 75. De sistnämnda anser dock att hänsyn till tillgångspriser ska begränsas till deras effekter på hushållens förmögenhet och därmed konsumtion. De övriga två utvärderingarna, som kom efter finanskrisen, anger inte någon sådan begränsning.

14.5 Penningpolitikens transmissionsmekanism

Huvudmålet inom penningpolitiken för en centralbank i den rådande regimen är att verka för att prisstabilitetsmålet ska nås. I detta avsnitt beskrivs de viktigaste kanalerna genom vilka penningpolitiken påverkar den ekonomiska utvecklingen inklusive prisutvecklingen. Det brukar benämnas *den penningpolitiska transmissionsmekanismen*. Effekterna och de viktigaste kanalerna är dock lite olika beroende på vilka instrument centralbanken använder. Den uppdelning i s.k. konventionella och okonventionella instrument som görs i kommitténs direktiv är användbar för att beskriva de två principiella sätt en centralbank kan påverka den ekonomiska utvecklingen. Vid konventionell penningpolitik används s.k. *räntestyrning* där centralbanken genom att styra den korta räntan på elektroniska centralbankspengar⁷⁷ påverkar den ekonomiska utvecklingen. Vid okonventionell penningpolitik använder centralbanken sin balansräkning för att köpa tillgångar i stor skala i syfte att påverka längre räntor i ekonomin och därmed den ekonomiska utvecklingen. Detta benämns ibland *balansräkningsåtgärder* eller *kvantitetsstyrning*. Dessa begrepp ska dock inte förväxlas med den penningmängdsstyrning som förekom under delar av 1970- och 1980-talen.⁷⁸ De kanaler genom vilka kvantitetsstyrningen påverkar ekonomin varierar beroende på vilka tillgångsinnehav som centralbanken ändrar (se vidare avsnitt 18.6–18.9).

Avsnittet inleds med en kort beskrivning av hur balansräkningarna hos ekonomins aktörer hänger ihop samt ett antal penningrelaterade begrepp (avsnitt 14.5.1). Därefter beskrivs de viktigaste kanalerna i den penningpolitiska transmissionsmekanismen vid räntestyrning (avsnitt 14.5.2). Avsnittet avslutas med en beskrivning av hur Riksbankens räntestyrning för närvarande går till inklusive Riksbankens förslag till nytt räntestyrningssystem som delvis implementerades i oktober 2019 (avsnitt 14.5.3).⁷⁹

⁷⁷ Centralbankspengar är de betalningsmedel centralbanken ger ut och består av sedlar och mynt samt den inlåning affärsbankerna har i centralbanken. Här avses inlåningen. Se vidare avsnitt 4.2.

⁷⁸ Se avsnitt 5.2.4.

⁷⁹ Se Riksbanken (2019a).

14.5.1 Monetär bas och penningmängd

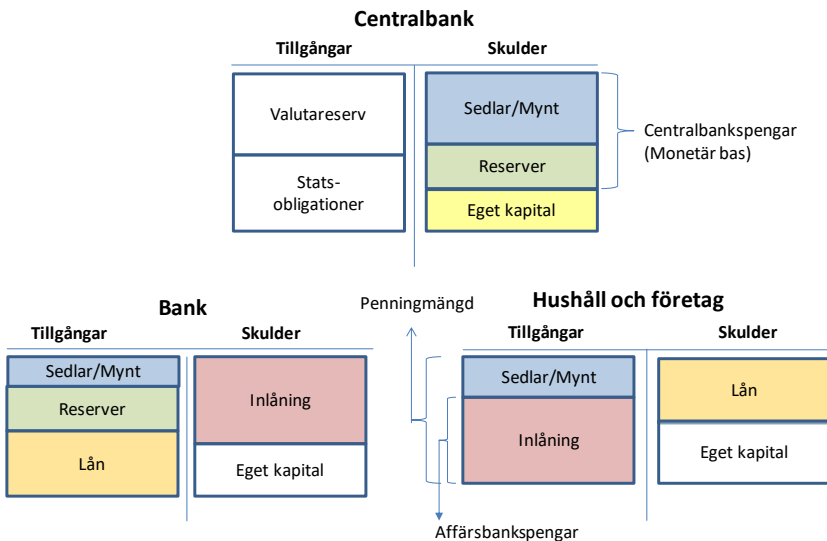
Centralbanker använder flera olika instrument för att uppnå sina penningpolitiska mål. Gemensamt för instrumenten är att de syftar till att uppbringa en nivå på efterfrågan i ekonomin som är förenlig med dess primära mål, vilket för närvarande normalt utgörs av inflationsmål.

För att belysa de kanaler genom vilka centralbankens åtgärder påverkar prisutvecklingen är det lämpligt att påminna om de olika begrepp för ”pengar” (eller betalningsmedel) som introducerades i avsnitt 4.2 samt hur balansräkningarna för centralbanker, affärsbanker och hushåll (inklusive företag) hänger ihop. En schematisk uppställning visas i Figur 14.1.⁸⁰ För att förenkla framställningen antas centralbankens skulder bestå av tre poster: sedlar/mynt, bankernas inlåning i centralbanken (kallas här *reserver*) samt eget kapital. De två första posterna är pengar som centralbanken ger ut, s.k. *centralbankspengar* vilka även ibland benämns den *monetära basen*. Tillgångarna antas endast bestå av centralbankens innehav av tillgångar i utländsk valuta (valutarenserven) samt centralbankens innehav av statsobligationer. Som mått på *penningmängden* används sedlar och mynt och den inlåning som hushåll och företag har i affärsbankerna.⁸¹ Denna inlåning kallas *affärsbankspengar*.

⁸⁰ För en detaljerad beskrivning av Riksbankens balansräkning, se Nessén m.fl. (2011) och Riksbanken (2014). Den schematiska framställningen i detta avsnitt följer Mcleay m.fl. (2014).

⁸¹ Det finns ”smalare” och ”bredare” mått på penningmängd beroende på vilka typer av inlåning som tas med, se Fregert och Jonung (2004), kapitel 11.

Figur 14.1 Balansräkningar för centralbanken, banker, hushåll och företag



Anm. Proportionerna mellan de delar som ingår i illustrationen är bara ett exempel då de skiljer mellan länder och över tid.
 Källa: Egen illustration.

14.5.2 Transmissionsmekanism vid räntestyrning

I detta avsnitt beskrivs översiktligt de kanaler genom vilka centralbankernas styrräntor påverkar den ekonomiska utvecklingen. De transmissionskanaler som vanligtvis framhålls vid räntestyrning är följande (se Figur 14.2):⁸²

- *Räntekanal:* När centralbanker bestämmer sina styrräntor påverkar det, via marknadsmekanismer, den ränta som hushåll och företag möter och därmed *efterfrågan* på krediter. En lägre styrränta leder därför i normalfallet till högre konsumtion och investeringar, bl.a. genom att nya lån beviljas (dvs. penningmängden ökar). Den högre efterfrågan i ekonomin ger högre produktion, sysselsättning och, i förlängningen, snabbare prisutveckling.

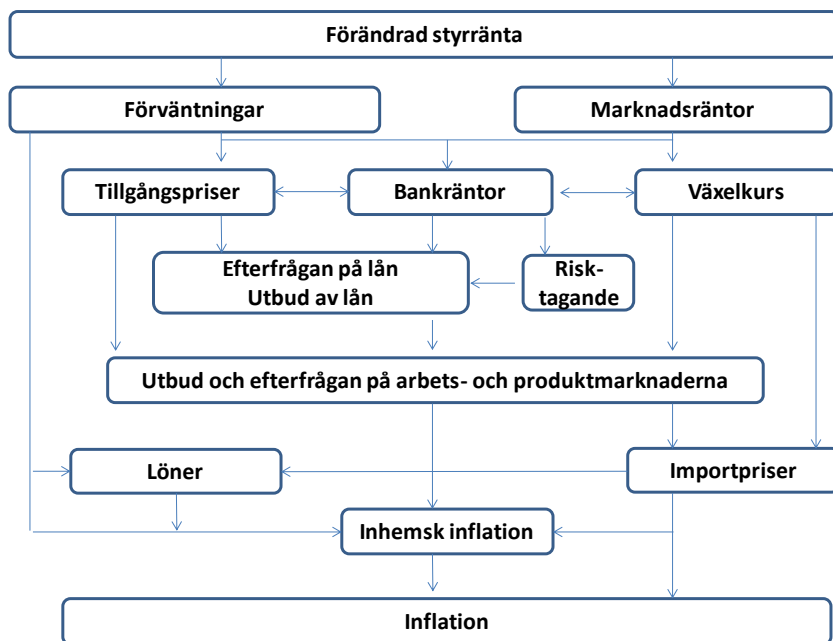
⁸² Se t.ex. Apel och Claussen (2012), Beyer m.fl. (2017) och Deutsche Bundesbank (2017).

- *Kreditkanal*: Centralbankernas styrräntor kan också påverka kreditgivarnas *utbud* av krediter genom dess effekt på låntagarnas tillgångsvärden (och därmed kreditvärdighet). Även värderingen av bankernas egna tillgångar påverkas av ränteläget vilket har betydelse för deras finansieringskostnader. Sammantaget påverkas utbudet av krediter och därmed, i förlängningen, mängden nya lån till hushåll och företag vilket i sin tur påverkar efterfråge- och prisutvecklingen.
- *Förväntningskanal*: Centralbankernas räntestyrning påverkar endast de korta marknadsräntorna direkt (se avsnitt 14.5.3). Räntor på längre sikt, vilka är särskilt viktiga för mer långsiktiga investeringsbeslut, beror bl.a. på förväntningar om korräntornas utveckling. Centralbanker kan därför via sin kommunikation, exempelvis genom att presentera en prognos för styrräntan, påverka förväntningar och därmed räntor på längre sikt.
- *Tillgångspriskkanalen*: Värdet på tillgångar såsom aktier och bostäder är i betydande utsträckning framåtblickande och beror bl.a. på förväntad ränteutveckling. Oväntade förändringar i centralbankernas styrräntor kan därför påverka tillgångspriser. Det gäller speciellt om förändringen påverkar förväntningar om ränteutvecklingen i framtiden. Förändrade tillgångspriser påverkar hushållens och företagens förmögenhetsställning vilket i sin tur kan påverka deras efterfrågan och därmed i förlängningen prisutvecklingen.
- *Växelkurskanal*: När räntorna i ett land oväntat sänks relativt omvärlden försvagas i normalfallet växelkursen vilket, via starkare nettoexport och högre importpriser, ökar efterfrågan och inflationstakten i ekonomin.
- *Rishtagandekanal*: Risktagandet bland finansiella aktörer kan både bero på räntenivån och på volatiliteten i ekonomin. Om exempelvis både räntan och volatiliteten är låg under lång tid kan finansiella aktörer börja bry sig mindre och mindre om risk. Det kan leda till ökat risktagande i ekonomin som i sin förlängning kan utgöra hot mot den finansiella stabiliteten.⁸³

⁸³ Borio och Zhu (2012) introducerade denna kanal. Se även Apel och Claussen (2012) och IMF (2015) samt referenser däri. Se även avsnitt 17.4.1.

Transmissionsmekanismen för räntestyrning illustreras i Figur 14.2 och utifrån beskrivningen ovan antas en sänkning av centralbankens styrränta i normalfallet få följande effekter: den lägre styrräntan ökar utbudet av (kreditkanalen) och efterfrågan på (räntekanalerna) krediter. Affärsbankerna beviljar nya lån, penningmängden och efterfrågan i ekonomin ökar. Lägre räntor, speciellt om förändringen var oväntad och påverkar räntor på längre sikt (förväntningskanalen), ger högre tillgångspriser (tillgångspriskanalen), svagare växelkurs (växelkurskanalen) och ökad riskaptit (risktagandekanalen). Dessa faktorer spär på efterfrågan ytterligare och inflationstrycket stiger.

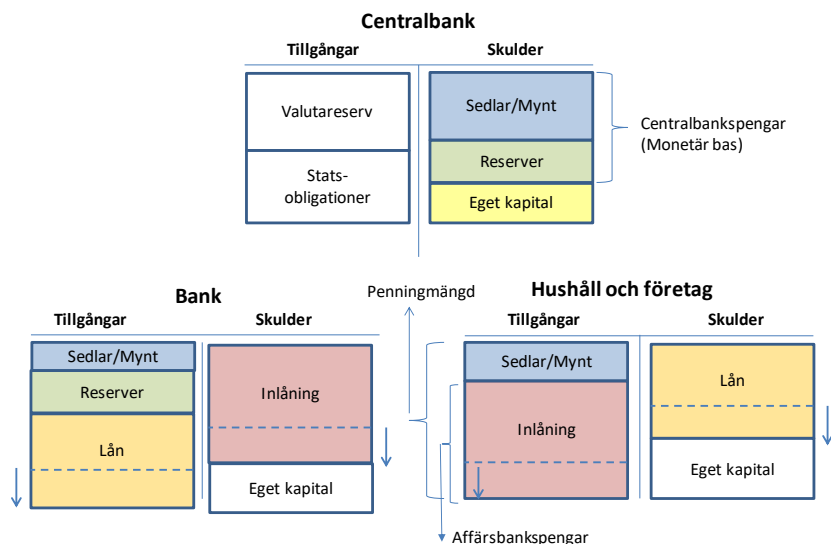
Figur 14.2 Transmissionsmekanism vid räntestyrning



Källa: Översättning och bearbetning av Deutsche Bundesbank (2017).

Figur 14.3 visar hur ovanstående exempel med förändrad styrränta påverkar balansräkningarna för de olika ekonomiska aktörerna. När räntan sänks och såväl utbud som efterfrågan på krediter ökar, beviljas nya lån av affärsbankerna. De nya affärsbankspengarna sätts in på låntagarnas konton och penningmängden ökar.

Figur 14.3 En lägre ränta ökar penningmängden via ökad bankutlåning



Anm. Proportionerna mellan de delar som ingår i illustrationen är bara ett exempel då de skiljer mellan länder och över tid.

Källa: Egen illustration.

Även om centralbanken inte har någon direkt kontroll över storleken på affärsbankernas utlåning och därmed penningmängden finns flera mekanismer som påverkar bankernas kreditbeslut:⁸⁴

- *Styrräntan:* Den viktigaste mekanismen är centralbankens påverkan på marknadsräntorna via det penningpolitiska styrsystemet där centralbankens styrränta är det viktigaste instrumentet. Denna mekanism är av stor betydelse eftersom bankernas utlåningsräntor dels påverkar hushållens och företagets efterfrågan på krediter (räntekanal), dels bankernas utbud av krediter (kreditkanalen).
- *Kreditrisk:* Bankernas benägenhet att bevilja nya lån beror på deras bedömning av lånens lönsamhet vilket inkluderar bedömningar beträffande risker för kreditförluster.
- *Regleringar:* Banker styrs av flera typer av regleringar som bl.a. syftar till att värna den finansiella stabiliteten. I Sverige styrs regelverket till betydande del av förslag från den s.k. Baselkom-

⁸⁴ Se t.ex. McLeay m.fl. (2014).

mittén. De har stor betydelse för de EU-regler i form av direktiv och förordningar som blir bindande för Sverige, bl.a. likviditetsreservkrav, kapitalkrav och nettofinansieringskrav.⁸⁵ Därutöver har vissa centralbanker, dock inte Riksbanken, s.k. kassakrav, vilket innebär krav på hur stora reserver banker måste ha hos centralbanken i relation till deras balansslutning.⁸⁶

14.5.3 Implementering av räntestyrning

I beskrivningen av transmissionsmekanismen ovan förutsattes att centralbankens förändring av styrräntan påverkar de korta marknadsräntorna. I detta avsnitt beskrivs vilka instrument Riksbanken använder för att stabilisera den korta marknadsräntan – dagslåneräntan (eng. *overnight rate*) – vid den viktigaste styrräntans (reporäntans) nivå.⁸⁷ Ett syfte med beskrivningen är att ge ett underlag till analysen av vilka befogenheter som Riksbanken behöver för att bedriva penningpolitik med räntestyrning.⁸⁸ Dessutom noteras i en fördjupningsruta sist i avsnittet de förändringar i räntestyrningssystemet som Riksbanken avser att genomföra i två steg där det första steget beslutades den 9 oktober 2019.⁸⁹

Centralbanker styr alltså dagslåneräntan i det penningpolitiska styrsystemet vilket uppvisar stora likheter mellan länder.⁹⁰ Centralbanker både ger (räntefria) lån över dagen för att främja betalningssystemets funktionssätt och implementerar penningpolitiken genom att använda räntan på placeringar och lån över natten i centralbanken som styrmedel.⁹¹ Detta sker i Riksbankens betalningssystem som heter RIX som alltså har en koppling till räntestyrningen och genomförandet av penningpolitiken. Det liknar de tekniska lösningar andra länder valt.⁹² Nedan beskrivs hur Riksbankens räntestyrning går till,

⁸⁵ Se Niemeyer (2016) för en översikt.

⁸⁶ Se Gray (2011) och Rule (2015) för en generell beskrivning av olika typer av, och syften med, regleringar av bankernas reserver hos centralbanken.

⁸⁷ Reglerna för räntestyrningssystemet anges i Villkor för RIX och penningpolitiska instrument, se Riksbanken (2019b, 2018) för en övergripande beskrivning.

⁸⁸ Riksbankens befogenheter läggs fast i avsnitt 18.11. Beskrivningen är även användbar för att kunna skilja på olika instrument när gränsdragningen mellan åtgärder som främjar prisstabilitet respektive finansiell stabilitet analyseras, se kapitel 25.

⁸⁹ Se Riksbanken (2019a).

⁹⁰ Se Riksbanken (2014), kapitel 5.

⁹¹ Se Bertsch och Molin (2016) för syften med olika typer av centralbankskrediter.

⁹² Se kapitel 21 för en beskrivning av Riksbankens roll i betalningssystemet.

dvs. vilka instrument Riksbanken använder för att dagslåneräntan ska stabiliseras nära Riksbankens reporänta.⁹³

Riksbanken är ”bankernas bank”

Riksbanken ger, liksom andra centralbanker, ut centralbankspengar som består av sedlar och mynt samt den inlåning banker och andra kreditinstitut har hos centralbanken (s.k. reserver). Medan sedlar och mynt inte uppbär någon ränta kan Riksbanken bestämma räntan på reserver. Att betalningssystemet är slutet innebär att Riksbanken har möjlighet att styra dagslåneräntan.

Den mängd tillgångar Riksbanken vill hålla bestämmer om banksystemet som helhet lånar av eller sätter in medel hos centralbanken.⁹⁴ Ju mer tillgångar på balansräkningen i form av t.ex. valutareserv och statsobligationer desto mer inlåning kommer tillbaka till Riksbanken, som en skuld i balansräkningen. Balansomslutningen beror också på hur mycket krediter som Riksbanken erbjuder sina motparter, t.ex. de längre krediter Riksbanken erbjöd under 2008–2009. Ju mer krediter (en tillgång) desto mer inlåning (en skuld) kommer tillbaka till Riksbanken.

Riksbanken kan alltså agera så att banker och andra kreditinstitut sammantaget har inlåning hos Riksbanken (s.k. likviditetsöverskott) eller behöver låna av Riksbanken (s.k. likviditetsunderskott). Det benämns som banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken.⁹⁵ När det föreligger likviditetsöverskott ger Riksbanken ut s.k. riksbankscertifikat till reporäntan, vanligtvis på veckobasis (se nedan). På motsvarande sätt erbjuder Riksbanken utlåning via s.k. repor när det föreligger likviditetsunderskott.

Riksbanken kan beskrivas som ”bankernas bank”. Om bankerna sammantaget har positiva reserver behöver de alltså placera dessa hos Riksbanken. Omvänt, om bankerna i stället sammantaget behöver låna medel måste de göra det hos Riksbanken. Riksbanken bestämmer dessa in- och utlåningsräntor. Som framgår nedan innebär det att Riksbanken kan stabilisera dagslåneräntan runt reporäntans nivå.

Även om Riksbankens s.k. certifikat respektive repor i princip kan eliminera banksystemets likviditetsöver- respektive underskott

⁹³ För en utförligare beskrivning, se Riksbanken (2014), kapitel 3.

⁹⁴ Eventuella förändringar i sedlar och mynt bortses ifrån i beskrivningen.

⁹⁵ Se Nessén m.fl. (2011) och Riksbanken (2014).

kan över- och underskott uppkomma på dagsbasis för enskilda banker. För enkelhetens skull antas tills vidare att banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken är noll, dvs. att banksystemet som helhet varken behöver placera eller låna pengar hos Riksbanken. Det utesluter inte att vissa banker har likviditetsöverskott medan andra har likviditetsunderskott. Hur det ser ut för enskilda banker beror på de betalningsströmmar som dagligen sker mellan bankerna. När ekonomiska aktörer som har olika banker utför en betalning mellan varandra registreras den på respektive banks konton i RIX. Vid dagens slut kommer vissa bankers RIX-konto därför vara positivt medan andras kommer att vara negativt. Ett alternativt upplägg vore att Riksbanken, till reporäntan, lånade ut till dem med underskott och tog emot inlåning från de med överskott.⁹⁶ Riksbanken, liksom andra centralbanker, vill dock att bankerna själva i första hand ska utjämna sin likviditet genom att de med överskott lånar till de med underskott. Det beror bl.a. på att det är mer effektivt att privat finansiering sköts av de finansiella marknaderna.⁹⁷ Dessa lån mellan banker gäller bara till nästa dag ("över natten") och räntan kallas därför för *dagslåneränta*.

Instrument för att styra dagslåneräntan

Riksbanken använder ett antal instrument för att dagslåneräntan ska stabiliseras i nivå med den viktigaste styrräntan, reporäntan. I nuvarande styrsystem delas instrumenten in i *marknadsoperationer* och *stående faciliteter*.

Marknadsoperationer

Riksbanken kan med hjälp av olika marknadsoperationer se till att dagslåneräntan stabiliseras nära reporäntan.

- *Repor/Certifikat*: Om det råder likviditetsunderskott i banksystemet kan Riksbanken erbjuda s.k. repor där banker och andra kreditinstitut, normalt på veckobasis, får låna hos Riksbanken till

⁹⁶ Att Riksbanken de facto är redo att bistå med lån när det råder bristande förtroende bland finansiella aktörer bidrar i sig till att marknaderna fungerar mer effektivt även i normala tider.

⁹⁷ Se avsnitt 7.4.3 och referenser däri för en beskrivning.

reporäntan.⁹⁸ Om det i stället råder likviditetsöverskott kan Riksbanken emittera s.k. riksbankscertifikat som drar in bankernas likviditet så att de hamnar som skuld (reserver) till reporäntan på Riksbankens balansräkning.

- *In- och utlåning:* Om det råder likviditetsunderskott i banksystemet kan Riksbanken tillföra likviditet genom att erbjuda penningpolitiska motparter lån över natten eller längre löptider mot betryggande säkerheter. Om banksystemet har ett likviditetsöverskott kan Riksbanken dränera likviditet genom att ta emot inlåning över natten eller längre löptid från de penningpolitiska motparterna.
- *Finjusterande operationer:* Även om banker och andra kreditinstitut har incitament att använda de veckovisa reporna/certifikaten kan ett likviditetsöverskott eller underskott i banksystemet ändå uppstå på dagsbasis. Det kan t.ex. bero på att efterfrågan på sedlar och mynt blivit högre eller lägre än förväntat. Det kan också bero på att banksystemet som helhet valt att inte fullt ut använda möjligheten till repor/certifikat.⁹⁹ Riksbanken utförde fram till den 9 oktober 2019 dagligen s.k. finjusterande transaktioner där banksystemets samlade likviditetsöverskott togs emot som inlåning över natten till reporäntan minus 0,1 procentenheter (se Figur 14.4).¹⁰⁰ På motsvarande sätt finjusterade Riksbanken likviditetsunderskott hos det samlade banksystemet genom att erbjuda utlåning över natten till reporäntan plus 0,1 procentenheter. Eftersom finjusteringarna endast hanterade banksystemets samlade likviditetsposition visavi Riksbanken kunde det dagligen finnas banker som hade likviditetsöverskott respektive likviditetsunderskott. Det finns två huvudsakliga orsaker till att räntan på finjusteringen skiljde sig från reporäntan. Dels ville Riksbanken att bankerna ska använda de veckovisa reporna/certifikaten där

⁹⁸ Det sker genom ett s.k. återköpsavtal (eng. *repurchase agreement*) där Riksbanken köper tillgångar av låntagaren med löfte om att återlämna den efter en vecka då repen löper ut. Skillnaden i pris utgör räntan.

⁹⁹ Under finanskrisen då det rådde oro på interbankmarknaden valde bankerna att inte placera hela likviditetsöverskottet i riksbankscertifikat. De valde i stället att behålla en del av likviditetsöverskottet för att bättre möta sina dagliga likviditetsbehov och därmed i mindre utsträckning vara i behov av att låna på interbankmarknaden.

¹⁰⁰ Från och med den 9 oktober 2019 använder Riksbanken inte längre dagliga finjusterande transaktioner, se fördjupningsrutan sist i avsnittet.

räntan är reporäntan, dels vill Riksbanken ge bankerna incitament att i första hand jämna ut nettopositioner med varandra. Finjusteringen tilldelades vidare enligt ”först till kvarn”-principen vilket gjorde att bankerna inte på förhand inte kunde veta vem som skulle få tillträde till finjusteringen.¹⁰¹ Bankernas relationer på interbankmarknaden kan karaktäriseras som ett s.k. upprepat spel där en bank som för närvarande har ett överskott i framtiden kan ha ett underskott att hantera. Det bidrog till att en praxis utformades där dagslåneräntan på interbankmarknaden i normalfallet hamnade nära reporäntan.

Stående faciliteter

Utöver marknadsoperationerna står Riksbanken redo att över natten låna ut respektive låna in till räntor som skiljer sig från reporäntan (f.n. $\pm 0,75$ procentenheter, se Figur 14.4). Det innebär att de banker som har underskott på sitt konto vid dagens slut får betala en ränta som ligger 0,75 procentenheter över reporäntan. De banker som i stället har överskott på kontot får en ränta över natten som är 0,75 procentenheter lägre än reporäntan.¹⁰² Denna s.k. räntekorridor innebär att incitamenten är betydande för att banker med överrespektive underskottslikviditet att låna/låna ut av varandra och komma överens om en ränta som ligger inom denna korridor. De stående faciliteterna kan ses som en ”back-stop” i de penningpolitiska motparternas förhandlingar om dagslåneräntan.¹⁰³

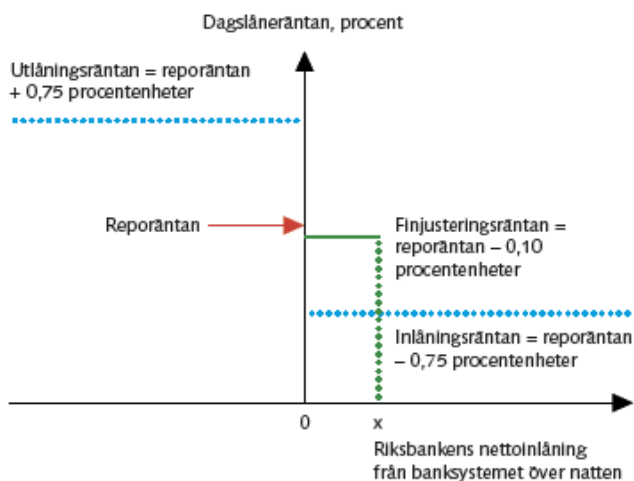
¹⁰¹ Riksbanken (2018).

¹⁰² Från och med den 9 oktober är inlåningsräntan 0,10 procentenheter under reporäntan, se fördjupningsrutan sist i avsnittet.

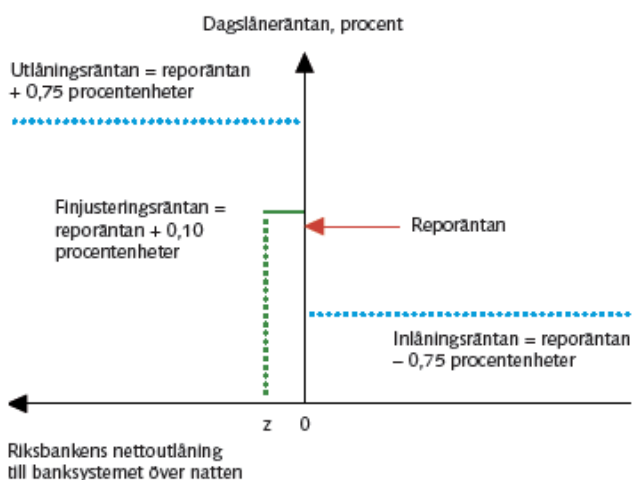
¹⁰³ ”Bredden” på denna korridor skulle principiellt kunna tolkas som ett penningpolitiskt instrument då den kan användas för att påverka hur nära dagslåneräntan hamnar reporäntan. Se Khayat (2017) för en diskussion kring s.k. räntekorridorer som penningpolitiskt instrument.

Figur 14.4 Riksbankens penningpolitiska styrsystem fram till den 9 oktober 2019

Panel A. Banksystemet har likviditetsöverskott gentemot Riksbanken



Panel B. Banksystemet har likviditetsunderskott gentemot Riksbanken



Anm. Riksbanken avser att förändra sitt styrsystem i två steg, varav det första steget implementerades den 9 oktober 2019 (se fördjupningsrutan nedan). Panel A visar ett läge där banksystemet vid dagens slut har ett likviditetsöverskott på x miljarder kronor gentemot Riksbanken, medan panel B visar ett läge där banksystemet vid dagens slut har ett likviditetsunderskott på z miljarder kronor gentemot Riksbanken. Det framgår också av figuren att reporäntan är referensränta för Riksbankens övriga styrräntor (utlåningsräntan, inlåningsräntan och finjusteringsräntan).

Källa: Riksbanken (2014), Figur 1, s. 71.

Riksbankens nya penningpolitiska storsystem

I juli 2019 presenterade Riksbanken ett förslag på nytt räntestyrningssystem vilket skickades på remiss till penningpolitiska motparter och andra intressenter.¹⁰⁴ Den första delen av förslaget infördes den 9 oktober 2019 och den andra delen avses att införas inom två år efter detta datum.

Som skäl för föreslagna förändringar anförde Riksbanken bl.a. att operationella risker vid de finjusterade transaktionerna i nuvarande storsystem (se huvudtexten ovan) ökar då antalet motparter blir fler samt att ett ökat öppethållande i RIX med nuvarande storsystem leder till ökade kostnader för såväl Riksbanken som dess motparter.

Riksbankens förslag innebär att de finjusterande transaktionerna tas bort och att räntekorridoren som ges av de stående faciliteterna (se Figur 14.4) minskar från nuvarande $\pm 0,75$ procentenheter till $\pm 0,10$ procentenheter.¹⁰⁵ Säkerhetskraven ska också skärpas på den stående utlåningsfaciliteten. Vidare överväger Riksbanken att, utöver nuvarande veckovisa marknadsoperationer (certifikat respektive repor), införa månadsvisa marknadsoperationer där motparterna i ett auktionsförfarande erbjuder krediter på medellång löptid. Räntan föreslås vara rörlig på dessa och vara kopplad till styrräntan. Motparternas intresse för denna facilitet kan enligt Riksbanken användas som en indikation på marknadsstress.

Penningpolitik och marknadsräntor på längre sikt

Räntor på längre sikt bestäms i huvudsak globalt av strukturella faktorer såsom produktivitetstillväxt och benägenheten att spara respektive investera. Som beskrivs i avsnitt 6.3.4 har globala statsobligationsräntor fallit tillbaka under drygt tre decennier och är nu historiskt låga. Denna utveckling utgör grunden till centralbankernas styrräntor och de marknadsräntor som hushåll och företag möter.

¹⁰⁴ Se Riksbanken (2019a).

¹⁰⁵ Från och med den 9 oktober är inlåningsräntan 0,10 procentenheter under reporäntan och utlåningsräntan är 0,75 procentenheter över reporäntan. Inom två år avser Riksbanken införa den andra delen av förslaget och då ska utlåningsräntan vara 0,10 procentenheter över reporäntan.

Som noterades i avsnitt 14.3.2 delas marknadsräntor vanligen upp i två delar, en riskfri del och en riskpremie där den sistnämnda består av kredit- och likviditetsrisker. Utöver olika riskpremier finns kostnader som kreditinstitut har som bidrar till skillnaden mellan riskfria räntor och de räntor som hushåll och företag möter.¹⁰⁶

Den riskfria delen och riskpremien varierar beroende på löptid och marknadssegment. Som framgår ovan är dagslåneräntan det operationella målet för penningpolitiken. Dagslån betraktas i normala tider som i det närmaste riskfria¹⁰⁷ och räntan på dagslån utgör ett ankare för räntor med längre löptid, dvs. den s.k. avkastningskurvan. Avkastningskurvan för statspapper, som i likhet med dagslån och fordringar på centralbanken är i princip fria från kreditrisk, avspeglar förväntade genomsnittliga dagslåneräntor samt eventuella löptidspremier.

Om reporäntan (och därmed dagslåneräntan) exempelvis höjs blir det, allt annat lika, mindre attraktivt att investera i andra tillgångar vilket gör att räntan även stiger på dessa. Även inlåningsräntor, som typiskt sett är korta, höjs i och med att banker är beredda att betala mer för inlåningsfinansiering. En förändring i dagslåneräntan, inklusive eventuella förändringar i förväntningarna på dess nivå framöver, påverkar, via marknadsmekanismer, de räntor som hushåll och företag möter. Därför kan en centralbank, i olika grad, påverka de flesta nominella räntor i ekonomin.

Motparter och säkerheter

Eftersom Riksbankens operativa mål är dagslåneräntan är det viktigt att Riksbankens motparter är aktörer på dagslånemarknaden. Då det är förenat med kostnader (system och personal) att vara penningpolitisk motpart är det dock inte ändamålsenligt för alla marknadsaktörer att delta. I ett normalläge så innebär förändringar i den centralbankslikviditet och de räntor som motparterna möter att det, via marknadsmekanismer, sprids även till de som inte är motparter. I takt med att de finansiella marknaderna utvecklas och förändras kan såväl antalet motparter som säkerhetskrav behöva justeras för att transmissionsmekanismen ska fungera effektivt. En annan sak är

¹⁰⁶ Se Rule (2015).

¹⁰⁷ Bankerna lånar ut till varandra till dagslåneräntan utan säkerhet.

att antalet motparter och säkerhetskrav ibland skyndsamt kan behöva förändras tillfälligt när de finansiella marknaderna fungerar sämre. Det sistnämnda diskuteras i kapitel 22.

Sammanfattande kommentarer

Räntestyrning innebär att Riksbanken, framför allt med hjälp av veckovisa marknadsoperationer och penningpolitiska repor (alternativt emissioner av riksbankscertifikat), kontrollerar den s.k. dagslåneräntan på marknaden. Dagslåneräntan är därmed det operativa målet inom penningpolitiken. Riksbanken kan också påverka marknadsräntor på längre sikt genom att signalera den troliga utvecklingen av reporäntan. I det nya styrsystem som Riksbanken presenterat föreslås två huvudsakliga förändringar: slopande av finjusteringar och en betydligt smalare räntekorridor.

I kapitel 18 redovisas kommitténs förslag rörande de befogenheter Riksbanken bör ha för sin räntestyrning.

14.6 Referenser

- Alpanda, S., G. Cateau and C. Meh (2018), "A policy model to analyze macroprudential regulations and monetary policy", *Canadian Journal of Economics*, vol 53, nr 3, s. 828–863.
- Apel, M. och C. A. Claussen (2012), "Penningpolitik, ränta och risktagande", *Penning- och valutapolitik* 2012:2, s. 66–80. Riksbanken.
- Bank of England (2015), *The Bank of England's Sterling Monetary Framework*, juni.
- Bank of England (2018a), *The MPC and the Bank's Sterling Monetary Framework*, juni. Tillgänglig på följande webbplats: www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/about/mpc/the-mpc-and-the-banks-sterling-monetary-framework.pdf?la=en&hash=%20F8E7DCF6741A94DDB264A5490AC8DE8D75BDF5A9
- Bank of England (2018b), *The FPC and the Bank's Liquidity Insurance Operations*, juni. Tillgänglig på följande webbplats: www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/about/fpc/the-fpc-and-the-banks-liquidity-insurance-operations.pdf?la=en&hash=0A9E50265B41ADDE22A7EBFDEC5AE99EAEBF0403
- Bean, C. (2017), *Central banking after the Great recession*, Wincott Lecture, november.
- Bernanke, B. (2018), "Monetary policy in a new era", uppsats presenterad vid konferensen *Rethinking Macroeconomic Policy*, Peterson Institute, Washington DC, 12–13:e oktober.
- Bertsch, C. och J. Molin (2016), "Revisiting the role of central banks as liquidity providers – old and new challenges", *Penning- och valutapolitik* 2016:2, s. 89–158, Riksbanken.
- Beyer, A., G. Nicoletti, N. Papadopoulou, P. Papsdorf, G. Rünstler, C. Schwarz, J. Sousa och O. Vergote (2017), "The transmission channels of monetary, macro- and microprudential policies and their interrelations", *Occasional Paper Series*, nr 191, Europeiska centralbanken.
- Billi, R. M. och A. Vredin (2014), "Monetary policy and financial stability – a simple story", *Sveriges Riksbanks Economic Review* 2014:2, s. 7–22, Riksbanken.

- Borio, C. och H. Zhu (2012), "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism?", *Journal of Financial Stability*, vol 8, nr 4, s. 236–251.
- Broaddus, J. A. och M. Goodfriend (2001), "What assets should the Federal Reserve buy?", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly Volume*, vol 87, nr 1.
- Bryant, R.C., D.W. Henderson och T. Becker (2012), *Maintaining financial stability in an open economy: Sweden in the global crisis and beyond*, Stockholm: SNS Förlag.
- Deutsche Bundesbank (2017), "The role of banks, non-banks and the central bank in the money creation process", *Monthly Report*, april.
- ECB (2016), *Opinion of the European central bank of 15 December 2016 on the powers of Česká národní banka to conduct financial market transactions (CON/2016/60)*, Europeiska centralbanken.
- Fischer, S. (2015), *Central bank independence*, tal, 4:e november, Federal Reserve.
- Fregert, K. och L. Jonung (2005), *Makroekonomi*, Lund: Studentlitteratur.
- Galí, J. (2008), *Monetary policy, inflation, and the business cycle: An introduction to the New Keynesian framework and its applications*, första utgåvan, Cambridge Massachusetts: MIT Press.
- Galí, J. (2015), *Monetary policy, inflation, and the business cycle: An introduction to the New Keynesian framework and its applications*, andra utgåvan, Cambridge Massachusetts: MIT Press.
- Giavazzi, F. och F. S. Mishkin (2006), *En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995–2005*, Rapport från riksdagen, 2006/07:RFR1.
- Goodfriend, M. (2013), "Lessons from a century of FED policy: Why monetary and credit policies need rules and boundaries", Testimony before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives Washington, D.C., december.
- Goodfriend, M. och M. King (2016), *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015*, Rapport från riksdagen, 2015/16:RFR6.
- Goodhart, C. A. E. (2010), "The changing role of central banks", *BIS Working paper nr 326*, Bank for International Settlements.

- Goodhart, G. och J-C. Rochet (2011), *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010*, Rapport från riksdagen, 2010/11: RFR5.
- Gray, S. (2011), "Central bank balances and reserve requirements", *IMF Working paper* nr 36, Internationella valutafonden.
- HM Treasury (2017), *Remit for the monetary policy committee*, 22 november.
- IMF (2015), "Monetary policy and financial instability", *Staff Report*, augusti, Internationella valutafonden.
- IMF (2018), "Euro area policies. Financial sector assessment program. Technical note – systemic liquidity management", *IMF Country report* nr 18/229, juli, Internationella valutafonden.
- Jansson, P. (2018), *Penningpolitik i sämre tider – vilka möjligheter står till buds?*, tal, 4 december, Sveriges Riksbank.
- Khayat, G. (2017), "The corridor's width as a monetary policy tool", *Working paper* nr 35, Aix-Marseille School of Economics.
- Konjunkturinstitutet (2016), "En ny målvariabel för inflationsmålet?", fördjupning i *Konjunkturläget*, juni.
- McLeay, M., A. Radia och T. Ryland (2014), "Money creation in the modern economy", *Quarterly Bulletin Q1*, Bank of England.
- Nessén, M., P. Sellin och P. Åsberg Sommar (2011), "Det penningpolitiska styrsystemet, Riksbankens balansräkning och den finansiella krisen", *Ekonomiska kommentarer* 2011:1, Sveriges Riksbank.
- Niemeyer, J. (2016), "Basel III, vad och varför?" *Penning- och valutapolitik* 2016:1, s. 57–89. Riksbanken.
- NOU 2017:13, *Ny centralbankslov, organisering av Norges Bank og statens pensjonsfond utland*, Norges offentliga utredningar.
- Orphanides, A. (2018), "The boundaries of central bank independence: Lessons from unconventional times", *IMES Discussion paper series* nr 2018-10-E, Institute for monetary and economic studies, Bank of Japan.
- Reis, R. (2013), "Central bank design", *Journal of Economic Perspectives*, vol 27, nr 4, s. 17–44.
- Riksbanken (2010), *Penningpolitiken i Sverige*, juni.

- Riksbanken (2014), "Riksbankens penningpolitiska styrsystem – en översyn", *Riksbanksstudier*, mars.
- Riksbanken (2016a), "Riksbankens inflationsmål – målvariabel och intervall", *Riksbanksstudier*, september.
- Riksbanken (2016b), "Förslag till frågor att ta upp i översynen av riksbankslagen", *Promemoria*, 13 maj.
- Riksbanken (2018), *Riksbankens penningpolitiska styrsystem – övergripande beskrivning*, november.
- Riksbanken (2019a), *Riksbankens nya räntestyrningssystem*, juli.
- Riksbanken (2019b), *Villkor för RIX och penningpolitiska instrument*, april.
- Rule, G. (2015), "Understanding the central bank balance sheet", *Handbook* nr 32, Bank of England.
- Sinn, H-P. (2018), "The ECB's fiscal policy", *NBER Working paper* nr 24613.
- Smets, F. (2014), "Financial stability and monetary policy: how closely interlinked?", *International Journal of Central Banking*, vol 10, nr 2, s. 263–300.
- SOU 2013:6, *Att förebygga och hantera finansiella kriser*.
- Walsh, C. E. (2003), *Monetary theory and policy*, andra utgåvan, Cambridge Massachusetts: MIT Press.
- Walsh, C. E. (2017), *Monetary theory and policy*, fjärde utgåvan, Cambridge Massachusetts: MIT Press.
- Woodford, M. (2003), *Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy*, Princeton: Princeton University Press.

15 Precisering av prisstabilitetsmålet

15.1 Inledning

Nuvarande penningpolitiska regim med rörlig växelkurs och inflationsmål introducerades av Nya Zeeland 1990. Regimen har hittills införts av ett 60-tal länder, däribland i Sverige 1993.¹ Inflationsmålen, eller mer generellt prisstabilitetsmålen, kom att benämnas som *huvudmålet* inom penningpolitiken.² Som framgår i detta kapitel har länder valt olika lösningar både vad gäller hur prisstabilitetsmålet kommer till uttryck i lagstiftningen och vilket beslutsorgan som preciserar målet i termer av målvariabel och utvecklingstakt.

Liksom många andra länder som införde samma penningpolitiska regim valde Sverige (riksbanksfullmäktige) 1993 ett brett prisindex som nominellt ankare för penningpolitiken, konsumentprisindex (KPI), och en målsatt årlig ökningstakt på två procent. Finanskrisen som bröt ut hösten 2008 och den period med låg inflation som följde åren därefter förde med sig en internationell diskussion både bland forskare och inom policyinstitutioner kring vad som är ett lämpligt nominellt ankare i den delvis nya ekonomiska miljön.³ Med det sistnämnda avses främst risken att centralbankerna i framtiden skulle vara begränsade av ett s.k. räntegolv. Det sistnämnda innebär att styrräntorna inte kan sänkas i tillräcklig omfattning för att bemästra djupa lågkonjunkturer vilket i förlängningen kan innebära svårigheter att inom en rimlig tidshorisont uppnå målsatt inflationstakt.

¹ För en beskrivning av den teoretiska och empiriska bakgrunden till nuvarande regim samt de frågeställningar som framkommit som ett resultat av finanskrisen och den låginflationsperiod som följde därefter, se kapitel 6.

² Begreppet *huvudmål* används i artikel 127.1 i den svenska språkversionen av EUF-fördraget. ECB (2011) använder begreppet *primärt* mål. I prop. 1997/98, s. 53 används begreppet *överordnat* mål. I detta kapitel används genomgående *huvudmål*.

³ Finanskrisen innebar också en internationell diskussion om centralbankernas roll i arbetet för att värna finansiell stabilitet, se avsnitt 6.3.

Mot denna bakgrund har flera förändringar av nuvarande regim övervägts internationellt det senaste decenniet.

Nedan framgår de frågeställningar som följer av kommitténs direktiv inom detta område samt ett antal närliggande frågeställningar som också behandlas i kapitlet.

15.1.1 Frågeställningar och disposition

Inom uppdraget att se över penningpolitikens mål och medel finns flera delfrågor. I detta kapitel behandlas de frågor som berör Riksbankens huvudmål inom penningpolitiken, dvs. prisstabilitetsmålet. I nuvarande riksbankslag står att Riksbanken ska ”upprätthålla ett fast penningvärde”.⁴ I direktiven framgår att kommittén ska ”överväga hur tydlig och konkret riksbankslagen bör vara när det gäller målet för penningpolitiken”.⁵ Kommittén ska särskilt överväga

- om inflationsmålet, dess nivå och målvariabel bör fastställas i lag
- hur det föreslagna målet kan underlätta för penningpolitiken att stabilisera både inflationen och den realekonomiska utvecklingen i olika faser i konjunkturen.

Kapitlet består av två delar. I den första delen (avsnitt 15.2) behandlas två frågor. Den första frågan rör hur målet för penningpolitiken ska komma till uttryck i lagtext. I denna fråga föreslår kommittén att prisstabilitetsmålet uttrycks som att varaktigt upprätthålla låg och stabil inflation. Den andra frågan rör vilket beslutsorgan – riksdagen eller Riksbanken – som ska precisera prisstabilitetsmålet när det gäller målvariabel⁶, utvecklingstakt och prisindex. I denna fråga föreslår kommittén att det ska vara Riksbanken som tar initiativ till förändringar i hur prisstabilitetsmålet ska preciseras genom en framställning till riksdagen. Riksdagen ska därefter godkänna eller inte godkänna förslaget enligt framställningen.

Avsnitt 15.3 rör den andra punktsatsen ovan. Där analyserar kommittén hur olika preciseringar av prisstabilitetsmålet kan påverka penningpolitikens möjlighet att stabilisera inflationen och realeko-

⁴ 1 kap. 2 § andra stycket riksbankslagen.

⁵ Dir. 2016:114, s. 3.

⁶ De målvariabler som analyseras är inflationsmål, prisnivåmål och genomsnittligt inflationsmål, se avsnitt 15.3.2.

nomin. I denna fråga gör kommittén bedömningen att Riksbankens nuvarande precisering – ett inflationsmål, mätt enligt KPIF, med en målsatt ökningstakt på 2 procent – är en lämplig precisering av prisstabilitetsmålet. Nuvarande precisering har därmed parlamentariskt stöd, vilket även eventuella förändringar i framtiden kommer att ha givet den process för revideringar som kommittén föreslår.

15.2 Målformulering i lag samt beslutsformerna för preciseringen av prisstabilitetsmål

15.2.1 Internationell utblick

Vem bestämmer preciseringen av prisstabilitetsmål?

Av skäl som diskuteras i avsnitt 6.2 har det under flera decennier förelegat en bred samsyn bland nationalekonomer och beslutsfattare att centralbanker ska åtnjuta ett oberoende när det gäller genomförandet av penningpolitiken. En annan sak är om centralbanker också ska bestämma målet för penningpolitiken. I litteraturen förekommer en principiell uppdelning där de folkvalda *kan* bestämma målen för centralbankernas verksamhet medan centralbankerna *ska* bestämma hur målen ska nås med hjälp av de befogenheter som de tilldelats. Om de folkvalda bestämmer målen är centralbanken målberoende (eng. *goal dependent*) – om centralbanken i stället bestämmer målen är den mål~~o~~beroende (eng. *goal independent*). Om centralbanken bestämmer hur tilldelade instrument ska användas för att nå målen är de instrument~~o~~beroende (eng. *instrument independent*).⁷

Det var fullmäktige som 1993 bestämde målvariabel (inflationsmål), utvecklingstakt (2 procent per år) samt prisindex (KPI).⁸ Riksbanken har därefter hållit fast vid denna precisering av prisstabilitetsmålet i sin penningpolitiska strategi. En förändring har dock gjorts genom att Riksbanken i september 2017 valde att byta mått till KPIF.

⁷ Fischer (1995) introducerade skillnaden mellan mål- och instrumentberoende. För senare analyser, se bl.a. Balls m.fl. (2016), Tucker (2016) och NOU 2017:13. Det förefaller inte finnas några betydelsefulla skillnader i hur centralbankers mål uppnås om de endast är instrumentberoende jämfört med om de även är målberoende, se Bayoumi m.fl. (2014).

⁸ Se pressmeddelandet, Riksbanken (1993), samt fullmäktiges protokoll av den 14 januari 1993.

En internationell utblick av tio centralbanker ger vid handen att dessa länder har valt en av tre möjliga strategier beträffande vem som preciserar prisstabilitetsmålet (se Tabell 15.1):

1. Centralbanken bestämmer (Euroområdet, Japan, Sverige, Tjeckien och USA).
2. Regeringen bestämmer (Norge och Storbritannien).
3. Regeringen och centralbanken bestämmer tillsammans (Australien, Kanada och Nya Zeeland).

I Tabell 15.1 framgår även hur en översyn av prisstabilitetsmålet går till i de tio länderna. Det finns stora skillnader – från länder som har en regelbunden översyn till länder som hittills inte gjort någon översyn.

Tabell 15.1 Vem preciserar prisstabilitetsmålet?

	Vem bestämmer mål?	Översyn av mål ¹
Australien	Regeringen och centralbanken tillsammans	Nej
Euroområdet	Centralbanken	Nej
Japan	Centralbanken	Nej
Kanada	Regeringen och centralbanken tillsammans	Översyn vart 5:e år, senast 2016
Norge	Regeringen	En gång, 2017
Nya Zeeland	Regeringen och centralbanken tillsammans	Olika frekvens: 2008, 2012, 2018–2019
Storbritannien	Regeringen	Olika frekvens: 2008, 2013, 2019 (plan)
Sverige	Centralbanken	En gång, 2017 (inflationsmått, ej målnivå)
Tjeckien	Centralbanken	Nej
USA	Centralbanken	Påbörjad 2019, klar 2020

*Anm.*¹ Här avses översyner som syftar till beslut om att behålla eller ändra precisering av penningpolitiskt mål.

Källor: HM Treasury (2013), Røisland (red., 2017) och centralbankernas hemsidor.

Formulering i lag

I de flesta länder uttrycks huvudmålet för penningpolitiken på ett kortfattat sätt. Preciseringar vad gäller målvariabler och målnivåer framkommer i stället på annat sätt än genom lag. Lydelsen i den nuvarande riksbankslagen är följande (1 kap. 2 § andra stycket):

Målet för Riksbankens verksamhet skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde

Bland andra centralbanker är formuleringen ”prisstabilitet” vanlig i lagtext, se Tabell 15.2.

Tabell 15.2 Formulering av nominellt mål i lagtext

Australien	Stabil valutakurs ¹
Euroområdet	Prisstabilitet
Japan	Prisstabilitet
Kanada	Prisstabilitet
Norge	Stabilt penningvärde
Nya Zeeland	Stabilitet i den generella prisnivån
Storbritannien	Prisstabilitet
Sverige	Fast penningvärde
Tjeckien	Prisstabilitet
USA	Prisstabilitet

Anm. ¹ Australiens lagstiftning är från 1959. Där nämns varken prisstabilitet eller inflation. I stället är växelkursen den nominella variabel som framhålls. I de återkommande överenskommelserna mellan centralbanken och finansministern betonas betydelsen av ”låg och stabil inflation”, se Reserve Bank of Australia (2016).

Källor: HM Treasury (2013) och centralbankernas hemsidor.

De flesta av de berörda länderna har operationaliserat den penningpolitiska målformuleringen med att låta den allmänna prisnivån öka i viss utsträckning, vanligtvis med 2 procent. Att inflationsmålet är 2 procent motsvarar att prisnivån fördubblas på 35 år. Det kan noteras att ju högre inflationstakt som penningpolitiken siktar mot desto mer distanserar sig den praktiska politiken från ”fast penningvärde” och ”prisstabilitet”, vilka båda indikerar en inflationstakt på i genomsnitt noll procent.

15.2.2 Gällande svensk rätt

Sedan 1999 gäller att målet för Riksbankens verksamhet är att upprätthålla ett fast penningvärde. Målet benämns också prisstabilitetsmålet. Av förarbetena till bestämmelsen framgår att regeringen ansåg att det fanns skäl att reglera bl.a. ansvaret för penningpolitiken i regeringsformen, men bedömde att det var tillräckligt att prisstabilitetsmålet togs in i riksbankslagen (prop. 1997/98:40 s. 51). Syftet med prisstabilitetsmålet är att inflationen ska hållas på en låg och stabil nivå (samma prop. s. 52). Genom att målet är lagfäst kan det inte utan vidare ändras, vilket enligt förarbetena skulle öka trovärdigheten för penningpolitiken. Det ansågs dock inte finnas skäl för att i lag alltför detaljerat precisera målet genom att fastställa en särskild nivå för den tillåtna prisökningstakten eller att ange storleken på ett eventuellt intervall runt målet. Bakgrunden till detta var bl.a. att ett sådant tillvägagångssätt inte skulle ge tillräcklig flexibilitet. Däremot angavs i förarbetena att målet ska tolkas i förändringstermer snarare än som ett mål för den absoluta prisnivån. Enligt förarbetena ska inte formuleringen tolkas som att inflationstakten ska vara noll (prop. 1997/98:40 s. 53). En viss inflation är alltså förenlig med målet. Detta preciseras närmare genom ett mer specifikt inflationsmål. Som berörs ovan beslutade fullmäktige om ett inflationsmål 1993 som Riksbanken sedan dess har tillämpat.

Bakgrunden till att prisstabilitetsmålet infördes var bl.a. följande överväganden från regeringens sida. En hög och instabil inflation ansågs försämra förutsättningarna för ekonomisk tillväxt. En instabil inflation gör att det blir svårare och mer kostnadskrävande att särskilja förändringar av den allmänna prisnivån från förändringar i relativpriserna. Detta medför att prismekanismen och därmed marknadernas funktionsförmåga försämras. Inflationens snedvridande effekter på resursfördelningen i ekonomin kan därför antas leda till negativa reala effekter, bl.a. på den ekonomiska tillväxten.

Det framgår också av förarbetena att prisstabilitetsmålet ansågs vara förenligt med det motsvarande kravet i unionsrätten, dvs. att upprätthålla prisstabilitet (se bl.a. artikel 127.1 i EUF-fördraget och samma prop. s. 54). Däremot uttalade konstitutionsutskottet att det inte var förenligt med unionsrätten att låta prisstabilitetsmålet vara underordnat ett annat mål, såsom målet om full sysselsättning (1997/98:KU15 s. 19 och 20).

I förarbetena behandlades även frågan om att införa ett underordnat mål utöver prisstabilitetsmålet. Regeringen anförde att det inte var möjligt att införa ett underordnat mål som strider mot ECBS underordnade mål vad gäller att stödja den allmänna ekonomiska politiken inom unionen.⁹ Regeringen anförde att något underordnat mål därför inte borde föras in i lag men att det fanns utrymme för Riksbanken att – i den mån det är förenligt med det överordnade långsiktiga målet för penningpolitiken – stödja den av riksdagen beslutade ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning (samma prop. s. 54). Detta överensstämde med de bedömningar som Riksbanksutredningen och arbetsgruppen bakom departementspromemorian Ds 1997:50 hade gjort.¹⁰ I dessa förarbeten anfördes också att Riksbanken i egenskap av en myndighet under riksdagen var skyldig att stödja den av riksdagen beslutade ekonomiska politiken, utan att detta reglerades i lag. Regeringen instämde i detta synsätt. Denna fråga berörs närmare i avsnitt 16.5.

15.2.3 Unionsrättens regler

Prisstabilitet

För den gemensamma penning- och valutapolitiken inom EU är huvudmålet att upprätthålla prisstabilitet. Utan att åsidosätta detta mål ska denna politik också understödja den allmänna ekonomiska politiken inom unionen (artikel 119.2 i EUF-fördraget). Den allmänna ekonomiska politiken för unionens del syftar i sin tur till att uppnå en hållbar utveckling som bygger på välavvägd ekonomisk tillväxt, prisstabilitet, en social marknadsekonomi med hög konkurrenskraft, full sysselsättning, sociala framsteg, en hög miljöskyddsnivå och en bättre miljö (artikel 3.3 i EU-fördraget). Detta underordnade mål innebär att hänsyn ska tas till utvecklingen i den reala ekonomin. Såväl huvudmålet som det underordnade målet återupprepas i de regler som gäller specifikt för ECBS (artikel 282.2 i EUF-fördraget och artikel 2 i ECBS-stadgan).

⁹ En tolkning av vad huvudmål respektive underordnat mål kan innebära i praktiken ges i avsnitt 16.2.1.

¹⁰ Se SOU 1993:20 s. 182 och Ds 1997:50 s. 73.

Det unionsrättsliga prisstabilitetsmålet framgår av flera olika artiklar i EUF-fördraget och ECBS-stadgan. Vissa av dessa artiklar är tillämpliga på medlemsstater med undantag, däribland Sverige. Det gäller artikel 282 i EUF-fördraget och artikel 2 i stadgan. Dessa gäller således redan i dag för svensk del. Även ECB har gjort bedömningen att prisstabilitetsmålet gäller för svensk del (ECB:s konvergensrapport för 2018, s. 19).¹¹ Visserligen ska medlemsstater med undantag behålla sina befogenheter på det monetära området (artikel 282.4 i EUF-fördraget och artikel 42.2 i ECBS-stadgan), men avsikten med EUF-fördraget och ECBS-stadgan torde alltså vara att även medlemsstater med undantag ska vara bundna av målen för ECBS.

Det nuvarande prisstabilitetsmålet i riksbankslagen avviker i dess ordalydelse från det unionsrättsliga prisstabilitetsmålet. Från ett unionsrättsligt perspektiv vore det således en fördel att välja samma formulering, nämligen att upprätthålla prisstabilitet, snarare än formuleringen att upprätthålla ett fast penningvärde. I förarbetena till den aktuella bestämmelsen i riksbankslagen förefaller dock utgångspunkten ha varit att formuleringen om att upprätthålla ett fast penningvärde överensstämmer med det unionsrättsliga prisstabilitetsmålet (se t.ex. prop. 1997/98:40 s. 48). Att det i sak rör sig om mål av samma innebörd framgår också av den beskrivning av målets innebörd som finns i förarbetena (samma prop. s. 52). Där anges bl.a. att Riksbanken ges i uppgift att hålla inflationen på en låg och stabil nivå.

Sammantaget torde det inte råda någon tvekan om att det svenska prisstabilitetsmålet är förenligt med unionsrätten. Varken ECB eller kommissionen har heller kritiserat utformningen av prisstabilitetsmålet i svensk rätt. På marginalen kan det dock vara en fördel ur tydlighetssynpunkt att välja formuleringen att upprätthålla prisstabilitet eller en formulering av motsvarande innebörd framför formuleringen att upprätthålla ett fast penningvärde. Unionsrätten torde även ge utrymme för en formulering om att upprätthålla en låg och stabil inflation, eftersom detta är innebörden av det nuvarande svenska prisstabilitetsmålet.

¹¹ Att prisstabilitet gäller för medlemsstater med undantag som Sverige framgår av artikel 282 i fördraget samt artikel 2 i ECBS-stadgan. Däremot ska inte artikel 127 i fördraget, som utöver prisstabilitetsmålet bl.a. berör utförande av ECBS-relaterade uppgifter, tillämpas av medlemsstater med undantag.

Inflationsmål

Som berörs ovan behöver ett prisstabilitetsmål preciseras för att bli operativt användbart. Såväl ECB som Riksbanken har på egen hand preciserat (operationaliserat) respektive prisstabilitetsmål.¹² I fråga om ECB följer det av unionsrätten att ECBS ska ”utforma och genomföra unionens monetära politik” (penningpolitik, kommitténs anmärkning) inom ramen för det unionsrättsliga prisstabilitetsmålet (se bl.a. artikel 127.2 och avsnitt 9.5). Denna regel är visserligen inte fullt ut tillämplig på medlemsstater med undantag, men i avsnitt 28.2 föreslås likväl att svensk rätt anpassas till den.

ECBS har således inte bara en verkställande roll utan även en funktion vad gäller att utforma unionens penningpolitik. I vart fall beträffande Eurosystemet talar formuleringen om att ”utforma” den monetära politiken för att det inte ska vara något politiskt valt organ som preciserar prisstabilitetsmålet.

ECB:s ställningstaganden vad gäller att definiera prisstabilitetsmålet har inte kommit till uttryck i någon rättsakt. Det omfattar euroområdet, eftersom Eurosystemet bedriver penningpolitik i euro. Dessa förhållanden innebär att ställningstagandena inte är bindande för svensk del så länge Sverige inte har infört euron som valuta. Medlemsstater med undantag behåller också sin kompetens vad gäller penningpolitiken. Detta innebär att Sverige har rätt att fastställa ett inflationsmål som preciserar prisstabilitetsmålet för svensk del. Det kan här nämnas att såvitt kommittén känner till har varken ECB eller kommissionen ifrågasatt det inflationsmål som Riksbanken har fastställt.

Frågan är då om unionsrätten sätter några begränsningar för vilka nationella beslutsorgan som kan tilldelas uppgiften att precisera prisstabilitetsmålet i en medlemsstat med undantag. Någon uttrycklig regel om detta finns inte.

Centralbanksoberoende enligt i artikel 130 i EUF-fördraget är enligt ECB inte något mål i sig utan bidrar snarare till att uppnå det övergripande målet för centralbanken i fråga (ECB:s konvergensrapport 2018, s. 19). Detta förhållande framgår också av de skäl som har åberopats för oberoende centralbanker, såväl i Sverige som i andra länder. Oberoendet kan således beskrivas som ett medel för

¹² Som nämns ovan har Riksbanken i praktiken endast bekräftat den målvariabel (inflationsmål) och utvecklingstakt (2 procent) som fullmäktige beslutade 1993. Riksbanken valde 2017 att ändra från det mått som fullmäktige införde 1993, KPI, till KPIF.

att uppnå prisstabilitet. Som berörs närmare i avsnitt 9.4 har ECB och kommissionen uttolkat fördragets regler om oberoende för centralbanker på så sätt att de innebär ett krav på oberoende i institutionellt, personligt, funktionellt och finansiellt hänseende.¹³ ECB har även anfört att funktionellt oberoende kräver att varje nationell centralbanks huvudmål är fastställt på ett tydligt och rättssäkert sätt och är helt i linje med huvudmålet prisstabilitet som fastställs i fördraget (ECB:s konvergensrapport för 2018, s. 19). Vidare har ECB anfört att huvudmålet om att upprätthålla prisstabilitet bäst uppnås genom en helt oberoende institution med ett klart definierat mandat.

Med detta synsätt är således ett tydligt huvudmål förenligt med kravet på oberoende. Unionsrätten innehåller inte något uttryckligt krav på att de nationella centralbankerna själva ska få definiera sina mål. Syftet med regeln om centralbankers oavhängighet förefaller i stället vara att de nationella centralbankerna ska vara oberoende när de använder olika penningpolitiska verktyg, såsom beslut om styrrentor, för att uppnå de aktuella målen. Detta betecknas ibland som instrumentoberoende (se avsnitt 15.2.1).

En möjlig tolkning är därför att unionsrätten inte förutsätter att det ska vara just den nationella centralbanken i en medlemsstat med undantag som själv ska fastställa ett inflationsmål. Denna tolkning skulle innebära att unionsrätten inte uppställer något hinder mot att prisstabilitetsmålet för svensk del preciseras av regeringen eller riksdagen, under förutsättning att Sverige inte har infört euron som valuta och således behåller sina befogenheter på det monetära området.

Denna tolkning överensstämmer med den bedömning som regeringen gjorde i samband med införandet av prisstabilitetsmålet. I den aktuella propositionen anfördes nämligen att det i princip är möjligt att i lag fastställa ett kvantifierat mål för inflationstakten där såväl nivå och toleransnivå som val av mätmetod (index) preciseras (prop. 1997/98:40 s. 52). Visserligen valde regeringen att inte föreslå en precisering av detta i lag, men argumentationen visar att det i och för sig ansågs möjligt att göra detta. I sak är dock regeringen respektive riksdagen i ett sådant fall begränsade såtillvida att t.ex. ett mycket högt inflationsmål definitionsmässigt skulle kunna strida mot prisstabilitetsmålet. Det är dock svårt att bedöma exakt var gränsen går för en högsta tillåten inflationsnivå. Detta förhållande gäller givetvis även om det är centralbanken som siffrar ett inflationsmål.

¹³ Se även avsnitt 12.3.

En annan möjlig tolkning av unionsrätten är att det ingår i uppgiften att utforma penningpolitiken att precisera prisstabilitet genom ett siffersatt inflationsmål eller liknande. Det kan i detta sammanhang nämnas att föregångaren till ECB, Europeiska monetära institutet, i ett yttrade angående brittisk lagstiftning 1998 berörde frågan om att det brittiska finansdepartementet (HM Treasury) skulle bestämma inflationsmålet för Bank of England. Institutet anförde bl.a. att det inte gjordes en tillräcklig åtskillnad mellan ekonomisk-politiska beslut respektive penningpolitiska beslut i det avseendet och att det var problematiskt att departementet skulle se över bl.a. inflationsmålet minst en gång per år.

Sammantaget finns det utrymme för olika tolkningar av unionsrätten i den nu aktuella frågan. Det framstår därför inte som att unionsrätten medför något tydligt hinder mot att prisstabilitetsmålet i en medlemsstat med undantag preciseras av parlamentet, oavsett om detta sker genom lag eller på annat sätt.

15.2.4 Kommitténs överväganden

Kommitténs förslag: Huvudmålet för Riksbankens verksamhet ska vara att varaktigt upprätthålla låg och stabil inflation (prisstabilitetsmålet).

Kommitténs förslag: Vid behov ska Riksbankens direktion besluta om utformningen av prisstabilitetsmålet. Direktionen ska därefter göra en framställning hos riksdagen om godkännande av målet. Riksdagen ska sedan antingen godkänna eller inte godkänna framställningen. Om framställningen inte godkänns, gäller Riksbankens närmast föregående beslut om utformningen av prisstabilitetsmålet.

Målformulering av prisstabilitetsmålet i riksbankslagen

Både ”ett fast penningvärde” och ”prisstabilitet” leder tankarna till att den allmänna prisnivån ska vara konstant, dvs. en genomsnittlig inflationstakt på noll procent. I förarbetena till nuvarande lydelse ”fast penningvärde” har det dock anförts att målformuleringen inte

ska tolkas så att inflationstakten ska vara noll utan att ”fast penningvärde” egentligen ska tolkas i förändringstakt (prop. 1997/98:40, s. 53). Detsamma torde gälla begreppet ”prisstabilitet” vilket som framgått är vanligt förekommande i andra länder. Riksbanksutredningen ansåg dessa formuleringar problematiska.¹⁴ Den föreslog i stället att penningpolitiken skulle ”värna penningvärdet”, vilket enligt utredningens tolkning är mindre strikt och öppnar för en positiv, om än låg, inflationstakt.

En utifrån ekonomiskt perspektiv mer ändamålsenlig formulering i riksbankslagen är *låg och stabil inflation*. Enligt den juridiska analysen i avsnitt 15.2.3 bedöms det också vara förenligt med unionsrätten bl.a. då denna formulering är innebörden av det nuvarande svenska prisstabilitetsmålet. Det kan noteras att flera av de centralbanker som för närvarande i lagstiftningen har ”prisstabilitet” eller motsvarande begrepp just använder ”låg och stabil inflation” när dess penningpolitiska ramverk beskrivs i officiella dokument.¹⁵ Det bör också noteras att denna formulering är konsistent med både ett inflationsmål, ett prisnivåmål och ett genomsnittligt inflationsmål.¹⁶ Det fungerar även om den nominella utvecklingstakten skulle höjas eller sänkas något i framtiden.¹⁷

Termen ”varaktigt” bör enligt kommittén ingå i målformuleringen i syfte att betona att penningpolitiken ska bedrivas på ett sådant sätt att inflationsmålet är trovärdigt på medellång sikt. Inflationförväntningar från ekonomiska aktörer är i detta sammanhang en central indikator. Det innebär inte att det alltid är lämpligt att anpassa inflationen så snabbt som möjligt till målsatt nivå. Som framgår i kapitel 16 och kapitel 17 kan hänsyn till den realekonomiska utvecklingen, inklusive hur finansiella obalanser påverkar denna, innebära att det inom ramen för den flexibla inflationsmålspolitiken ibland är lämpligt att låta anpassningen av inflationen till målsatt nivå ta längre tid än normalt.

Mot ovanstående bakgrund föreslår kommittén att det i 2 kap. i den nya riksbankslagen tas in en bestämmelse om att huvudmålet inom ramen för penningpolitiken ska vara att varaktigt upprätthålla låg och stabil inflation.

¹⁴ Se SOU 1993:20, avsnitt 9.2.

¹⁵ Det gäller bl.a. Australien, Norge och USA.

¹⁶ Olika målvariabler för prisstabilitetsmålet analyseras i avsnitt 15.3.2.

¹⁷ Denna fråga behandlas i avsnitt 15.3.5.

Vilket beslutsorgan ska precisera prisstabilitetsmålet?

Målberoende och måloberoende

Den nu aktuella frågeställningen gäller om det ska vara riksdagen eller Riksbanken som ska *precisera* prisstabilitetsmålet, dvs. fastställa *målvariabel* (inflationmål, prisnivåmål eller genomsnittlig inflation), *målnivå* (ökningstakten) och *prisindex*.¹⁸ Detta innebär att målet om låg och stabil inflation görs tillämpligt. Det kan noteras att det inte finns någon uttrycklig regel inom unionsrätten som begränsar vilka nationella beslutsorgan som kan tilldelas uppgiften att precisera prisstabilitetsmålet i en medlemsstat med undantag (se avsnitt 15.2.3).

Som diskuteras i avsnitt 11.3 är det normala förfarandet vid myndighetsstyrning att folkvalda organ fastställer mål och delegerar befogenheter till myndigheter som sedan sköter den operativa verksamheten. Det finns en bred politisk samstämmighet kring att det långsiktiga utfallet för samhällsekonomin blir bättre om Riksbanken är operationellt oberoende inom ramen för penningpolitiken. Frågan här handlar om Riksbanken ska fortsätta att vara även måloberoende i frågan om den närmare innebörden av prisstabilitetsmålet, dvs. i fastställandet av målvariabel, målnivå och prisindex.

Kommitténs utgångspunkt är att folkvalda beslutsorgan ska fastställa myndigheternas mål om det inte finns starka skäl som talar emot detta. Ett viktigt skäl för en målberoende centralbank är behovet att säkerställa hög legitimitet och demokratisk förankring för sin verksamhet och sina beslut. Om målen bestäms av det demokratiska systemet kan det bidra till att legitimiteten för centralbankens åtgärder blir än högre jämfört med om centralbanken själv definierar vad den ska uppnå. Det gäller särskilt med tanke på att en centralbanks verksamhet är av stor betydelse för samhällsekonomin. Vid tidpunkten för fullmäktiges beslut om det nuvarande inflationsmålet, 1993, bestod fullmäktige till övervägande del av politiska representanter som valdes av riksdagen. Numera är det i stället direktionen som beslutar om penningpolitiken. Direktionen är inte folkvald.

Den begränsade empiriska evidensen talar för att ekonomiska utfall inte påverkas nämnvärt beroende på om demokratiskt valda organ eller centralbanker preciserar penningpolitikens huvudmål.¹⁹

¹⁸ Se avsnitt 15.3 för en analys av hur olika preciseringar påverkar möjligheten att stabilisera inflationen och realekonomin över konjunkturcykeln.

¹⁹ Balls m.fl. (2016).

Internationellt har länder valt olika lösningar: i vissa länder preciserar centralbanken de operativa målen, i andra länder är det regeringen som preciserar målen och slutligen finns de länder där centralbanken och regeringen preciserar målen tillsammans (se Tabell 15.1).

Två av de tre hittillsvarande externa utvärderingarna av Riksbanken har behandlat denna frågeställning.²⁰ Båda dessa har föreslagit att Sverige bör ändra ordning så att demokratiskt valda organ anger målen för penningpolitiken. Den senaste utredningen föreslog även att målet skulle ses över vart tionde år.²¹

Frågan är då om det finns några speciella skäl som talar för att Riksbanken fortsatt ska vara måloberoende. Det kan inte uteslutas att beslut kring målvariabel, målnivå och prisindex är något som principiellt kan användas för kortsiktiga politiska syften, vilket skulle kunna innebära stora samhällsekonomiska kostnader. En ordning där riksdagen fastställer utformningen av prisstabilitetsmålet kräver därför en process som säkerställer att förändringar inte genomförs av kortsiktiga politiska skäl (se nedan).

Formerna för att besluta om utformningen av prisstabilitetsmålet

En fråga är om förändringar ska ske i form av lag eller på annat sätt. Enligt kommitténs uppfattning framstår det som alltför inflexibelt att precisera prisstabilitetsmålet direkt i lag. En sådan ordning skulle innebära att det krävs en lagändring för att ändra målet. I litteraturen har det i stället berörts att mer detaljerade ställningstaganden som likväl har stor betydelse för samhällsökonomin lämpligen kan komma till uttryck i författningar från regeringen, såvida inte parlamentet motsätter sig regleringen i sak (eng. *secondary legislation*).²² I Sverige motsvarar detta förordningar från regeringen. I Norge förekommer det föreskrifter från regeringen om penningpolitiken, bl.a. vad gäller att det operativa penningpolitiska målet för Norges Bank ska vara 2 procents inflation.²³ Eftersom Riksbanken, till skillnad från flertalet andra centralbanker, är en myndighet under parlamentet (riksdagen) är detta dock inte en framkomlig väg i Sveriges fall.

²⁰ Giavazzi och Mishkin (2006) och Goodfriend och King (2015).

²¹ Goodfriend och King (2016), s. 10.

²² Tucker (2018) s. 342.

²³ Se forskrift for pengepolitikken av den 2 mars 2018.

Om det politiska systemet i Sverige ska ta ställning till hur det penningpolitiska målet ska preciseras bör det i stället vara huvudmannen, riksdagen, som fattar beslut. Detta kan ske på ett sätt som i konstitutionell mening liknar de beslut om budgetpolitiska mål som riksdagen fattar i samband med s.k. rambeslutet om statens budget. Exempelvis har riksdagen på senare tid i samband med ett rambeslut beslutat om nivån på överskottsmålet, dvs. målet för den offentliga sektorns finansiella sparande och om ett riktmärke för utvecklingen av den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld (se bet. 2017/18:FiU1). Sådana riktlinjebeslut fattas med stöd av 9 kap. 6 § regeringsformen och behöver alltså inte ha formen av lag. Enligt kommitténs mening är det möjligt att besluta om preciseringen av det penningpolitiska målet på ett motsvarande sätt, även om det inte bör ske alltför ofta.

Det finns flera möjliga alternativ till formerna för översyner och hur ofta de bör göras. Som framgår i avsnitt 15.2.1 (Tabell 15.1) har länder valt olika lösningar. När det gäller frekvensen av översyner konstaterar kommittén att det genom åren har skett mycket få förändringar i hur prisstabilitetsmålen utformas (se Tabell 15.3 i avsnitt 15.3.1). Det indikerar att behovet av frekventa översyner är begränsat. Enligt kommitténs uppfattning innebär det sammantaget att behovet av en återkommande översyn med en bestämd frekvens är begränsat.

Kommittén föreslår att Riksbanken även fortsättningsvis ska fastställa innebörden av prisstabilitetsmålet, men att riksdagen ska ta ställning till detta genom att antingen godkänna eller inte godkänna Riksbankens beslut. Riksdagen ska besluta enligt 9 kap. 6 § regeringsformen. För att minimera risken för att kortsiktiga motiv föranleder en förändrad precisering anser kommittén att Riksbanken bör ha initiativrätten.

Enligt kommitténs uppfattning ska Riksbanken, efter att den har fattat beslut om utformningen av prisstabilitetsmålet, inkomma med en framställning till riksdagen. Efter att framställningen har beretts i finansutskottet ska riksdagen, enligt kommitténs förslag, besluta om målet. Finansutskottet kan ta externa experter till hjälp för att bedöma Riksbankens förslag. Det bör dock inte uppställas något sådant krav i lag.²⁴

²⁴ Den föreslagna ordningen liknar i viss mån det styrsystem för statsskuldspolitiken som regleras i 5 kap. budgetlagen (2011:203). Där anges att Riksgäldskontoret ska lämna ett förslag om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Efter att ha inhämtat Riksbankens synpunkter beslutar sedan regeringen vilka riktlinjer som ska gälla.

Riksdagens beslut ska innebära att Riksbankens beslut antingen godkänns eller inte godkänns. I det senare fallet ska Riksbankens närmast föregående beslut om utformningen av målet gälla. I ett sådant fall kan det finnas skäl för Riksbanken att återkomma med ett nytt förslag.

Kommitténs förslag innebär att nya bestämmelser av ovanstående innebörd ska tas in såväl i riksdagsordningen som i den nya riksbankslagen. Genom att formerna för hur riksdagen ska fatta beslut regleras i en huvudbestämmelse i riksdagsordningen kan de inte ändras genom ett riksdagsbeslut med enkel majoritet, till skillnad från vad som gäller för ändringar i t.ex. riksbankslagen.

Det kan antas att Riksbanken redan har remitterat ett förslag när framställningen inkommer till riksdagen, dvs. att det finns ett beredningsunderlag. Genom att handlingarna är offentliga möjliggörs en öppen och bred debatt om preciseringen av målet.

Oavsett förslaget ovan finns det en motionsrätt om penningpolitik och andra frågor om Riksbanken som omfattas av eller skulle kunna omfattas av lagstiftning, dvs. sådant som riksdagen kan besluta om. Följdmotioner om penningpolitik kan också redan i dag väckas till följd av bl.a. Riksbankens årsredovisning, som ska innehålla en redogörelse för penningpolitiken.

15.3 Olika preciseringar av prisstabilitetsmålet

Kommitténs förslag i föregående avsnitt innebär att prisstabilitetsmålet definieras som låg och stabil inflation. Detta mål är för närvarande preciserat som ett inflationsmål, en målsatt nivå på 2 procent per år mätt med KPIF. Kommitténs förslag innebär vidare att riksdagen, efter framställning från Riksbanken, tar ställning till framtida förändringar i denna precisering.

I linje med kommitténs direktiv analyseras i detta avsnitt hur olika preciseringar av prisstabilitetsmålet påverkar möjligheten att stabilisera inflationen och realekonomin över konjunkturcykeln. Följande preciseringar analyseras:

- *målvariabel*: inflationsmål, prisnivåmål och genomsnittligt inflationsmål
- *målnivå*: olika utvecklingstakter för vald målvariabel
- *prisindex*: KPI, KPIF och HIKP.

Därutöver analyseras olika typer av intervall samt tidshorisont inom vilken prisstabilitetsmålet ska nås.

15.3.1 Internationell utblick

Inflationsmål och inflationsmått

De flesta jämförbara länder som infört den penningpolitiska regimen med rörlig växelkurs och inflationsmål har valt ett konsumentprisindex eller något närliggande mått som målvariabel för penningpolitiken samt en målsatt utvecklingstakt på 2 procent per år. Problemen med för låg inflation och för låga inflationsförväntningar i många länder decenniet efter finanskrisen föranledde dock en diskussion kring om det finns alternativa målvariabler som skulle förbättra möjligheten för penningpolitiken att fullgöra sina uppgifter. Som framgår i detta avsnitt har dock endast några få länder ändrat målvariabler eller målsatt utvecklingstakt.

I Tabell 15.3 framgår en jämförelse mellan tio centralbanker. Samtliga har valt att operationalisera respektive lands lagtext om prisstabilitet ("fast penningvärde" i Sverige) med ett inflationsmål. Det sistnämnda föreskriver i vilken takt ett valt prisindex ska öka. Det föreligger dock vissa skillnader i val av prisindex mellan länder.²⁵

Fem av tio centralbanker (Australien, Japan, Kanada, Norge och Nya Zeeland) har konsumentprisindex (KPI) som inflationsmått. Euroområdet, Storbritannien och Tjeckien har valt det EU-harmoniserade indexet för konsumentpriser, HIKP, medan USA har valt hushållens konsumtionsdeflator. I Sverige användes KPI fram till den 7 september 2017 då Riksbanken bytte till KPIF. Skillnaden är att KPIF exkluderar direkta effekter från ränteförändringar (se vidare avsnitt 15.3.6).

²⁵ Dessutom är det så att samma typ av prisindex, t.ex. KPI, kan mätas på olika sätt i olika länder.

De inflationsmått som centralbankerna officiellt styr mot är breda och innehåller komponenter som centralbanker ibland beaktar i mindre utsträckning på kort sikt. Exempel på sådana komponenter är effekter från skatteförändringar, energi- och livsmedelspriser samt ränteffekter av centralbankens egen penningpolitik. Det är vanligt att centralbanker rapporterar s.k. underliggande inflationsmått som exkluderar en eller flera av dessa komponenter. I Tabell 15.3 framgår det underliggande mått som mest frekvent rapporteras av respektive centralbank. Det finns inte någon konsensus kring vad som exkluderas men vanligast är att lägga mindre vikt vid energi- och livsmedelspriser.

Tabell 15.3 Inflationsmål och inflationsmått för tio centralbanker

	Inflations- mål	Intervall	Inflationsmått	Underliggande inflationsmått ¹	Förändringar senare år
Australien	2–3 % ²	Nej	KPI	Olika mått	Nej
Euroområdet	<2 % ³	Nej	HIKP	Exkl. energi och livsmedel	Nej
Japan	2 %	Nej	KPI	Exkl. färska livsmedel	2 % 2013 1 % 2012 0 % tidigare
Kanada	2 %	+/- 1 p.e.	KPI	Exkl. volatila komponenter	Nej
Norge	2 %	+/- 1 p.e.	KPI	Exkl. energi och skatter	2 % 2018 2,5% tidigare
Nya Zealand	2 %	+/- 1 p.e.	KPI	Modellbaserat (faktormodell)	Explicit medelpunkt infördes 2012
Storbritannien	2 %	+/- 1 p.e.	HIKP ⁴	Olika mått	Nej
Sverige	2 %	+/- 1 p.e.	KPIF	Olika mått	Byte till KPIF och intervall 2017 ⁵
Tjeckien	2 %	+/- 1 p.e.	HIKP	Exkl. energi, mat, alkohol och tobak	2 % 2010 3 % tidigare
USA	2 %	Nej	Konsumtions- deflatorn	Exkl. livsmedel och energi	2 % blev for- mellt mål 2012

Anm. ¹ Det underliggande mått som mest frekvent redovisas. Benämningen "Olika mått" avser att flera underliggande mått används utan uppenbar rangordning med avseende på frekvens.

² Målet är en genomsnittlig inflationstakt på 2–3 procent över konjunkturcykeln.

³ ECB använder termen "mål" (eng. *target*) endast i samband med prisstabilitet, inte inflation.

De uttrycker dock att de siktar på en inflationstakt "på nära men under 2 procent" (ECB, 2011).

⁴ I Storbritannien benämns HIKP som KPI.

⁵ Riksbanken bytte inflationsmått till KPIF i september 2017. Det var också det underliggande måttet som mest frekvent användes fram till dess. Riksbanken tidigare mått var KPI. Riksbanken benämner sitt intervall för "variationsband", se Riksbanken (2017a, b).

Anm. Alla centralbankerna som redovisar intervall siktar på mittpunkten av intervallet, dvs. ingen av centralbankerna har ett s.k. målintervall (se vidare avsnitt 15.3.3).²⁶

Källor: Bank of Canada (2016) och centralbankernas hemsidor.

²⁶ Ett möjligt undantag är Australien vars mål är definierat som 2–3 procent i genomsnitt över konjunkturcykeln. Det skulle kunna tolkas som ett genomsnittligt inflationsmål, där avvikelser från detta intervall ska "tas igen" under den resterande delen av en konjunkturcykel. Det är dock oklart från den australiska centralbankens dokument och kommunikation om de agerar på detta sätt.

Som beskrivs i avsnitt 6.3 har penningpolitiken verkat under delvis nya och mer komplicerade förhållanden efter finanskrisen. Det har varit en pågående diskussion kring vilka mål och instrument som är lämpliga vid dessa förhållanden och då speciellt risken att centralbankerna begränsas av det s.k. räntegolvet. Trots detta har få formella förändringar gjorts när det gäller målvariabler och målsatt utvecklingstakt, se sista kolumnen i Tabell 15.3. Bland centralbankerna kan först Japan noteras. Bank of Japan har höjt sitt inflationsmål två gånger, från noll till en procent 2012 och från 1 till 2 procent 2013. Tjeckien och Norge har gått åt andra hållet, sänkt inflationsmålet från 3 till 2 procent respektive från 2,5 till 2 procent. Därutöver har Nya Zeeland övergått till att precisera att det är medelpunkten i deras intervall som är målet. I samband med att Riksbanken bytte inflationsmått från KPI till KPIF i september 2017 infördes ett intervall vilket Riksbanken benämner ”variationsband”. Innebörd av samt för- och nackdelar med olika typer av intervall diskuteras i avsnitt 15.3.3.

15.3.2 Alternativa målvariabler för penningpolitiken

Som framgår av Tabell 15.3 operationaliseras penningpolitiken med ett inflationsmål i samtliga tio studerade länder. Finanskrisen och låginflationsperioden därefter ändrade inte på detta faktum, trots betydande forskning och debatt kring alternativa målvariabler. Det är framför allt fyra alternativ till inflationsmål som förts fram i den internationella diskussionen:

1. prisnivåmål
2. genomsnittligt inflationsmål
3. nominellt BNP-nivåmål
4. nominellt BNP-tillväxtmål.

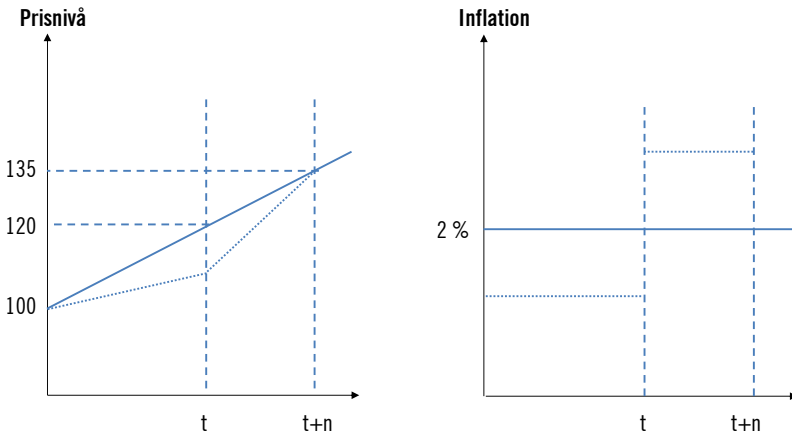
Det kan inledningsvis påpekas att inget land formellt har infört något av ovanstående mål sedan nuvarande regim med inflationsmål introducerades på 1990-talet. För- och nackdelar med alternativ 1–2 relativt nuvarande inflationsmål diskuteras i detta avsnitt. I anslutning till analysen av prisnivåmål diskuteras också s.k. tillfälligt prisnivåmål vilket bedöms rymmas inom nuvarande inflationsmål. Som

framgår i avsnitt 15.3.7 bedömer kommittén att det inte är förenligt med unionsrätten att införa alternativ 3–4. Kommittén avstår därför att närmare analysera dessa.²⁷

Prisnivåmål

Ett prisnivåmål innebär att penningpolitiken inriktas på att nivån för ett valt prisindex i genomsnitt ska öka med en vald utvecklingstakt över tid. Det kan illustreras med ett enkelt exempel, se illustrationen i Figur 15.1. Antag att centralbankens målsättning är att KPI i genomsnitt ska öka med 2 procent per år samt att denna regim startar med indexvärdet (dvs. prisnivån) 100. Centralbankens mål är då att prisnivån ska vara cirka 120 år t (cirka 9 år), cirka 135 år $t+n$ (cirka 15 år) osv.²⁸

Figur 15.1 Principer för prisnivåmål



Källa: Egen illustration.

Ett prisnivåmål innebär att om den årliga ökningstakten understigit 2 procent fram till period t så måste centralbanken verka för att den ska överstiga 2 procent perioden därefter. Annars nås inte den målsatta prisnivån (se de prickade linjerna i Figur 15.1).

²⁷ För analyser av mål för nominell BNP och nominell BNP-tillväxt, se t.ex. Andersson och Claussen (2017), Garín m.fl. (2016), HM Treasury (2013) och Røisland (red., 2017).

²⁸ Indexvärdet ett visst år ges av formeln $100 \cdot 1,02^t$ där t är antal år efter startåret.

Vid nuvarande inflationsmålspolitik finns inget mål för prinsnivån, utan endast den framtida inflationstakten är av betydelse. Om inflationen historiskt har avvikit från målet får det därför i normalfallet inga konsekvenser för penningpolitiken framöver. Det brukar benämnas som att inflationsmålspolitiken ”inte har något minne” (eng. *bygones are bygones*).²⁹ Som framgår i Figur 15.1 har ett prinsnivåmål ”oändligt minne” och korrigerar för historiska avvikelser.

Sverige är det enda land i världen som under en period officiellt haft ett prinsnivåmål. Det praktiserades under åren 1931–1937 och beskrivs i en fördjupningsruta i slutet av detta avsnitt.

Möjliga fördelar med prinsnivåmål

En fördel med ett prinsnivåmål är att osäkerheten om den prinsnivå som kommer att gälla om, säg, 5, 10 eller 15 år minskar jämfört med ett inflationsmål där den framtida prinsnivån är obestämd.³⁰ Ett prinsnivåmål kan därför underlätta långsiktiga ekonomiska beslut och därmed förbättra den ekonomiska effektiviteten.³¹

Ett prinsnivåmål kan vidare underlätta för ekonomins aktörer att bilda inflationsförväntningar i linje med målet.³² Om inflationen varit låg under lång tid kan inflationsförväntningarna förbli låga trots centralbankernas åtgärder och kommunikation. Det gäller speciellt då penningpolitiken är begränsad via ett s.k. räntegolv, vilket var fallet i flera länder under decenniet som följde efter finanskrisen.³³ Det kan leda till en negativ spiral där hushåll och företag inte finner det sannolikt att centralbanken kommer att lyckas med att få upp inflationen till målet. De låga inflationsförväntningarna bidrar till att realräntan blir högre än vad den annars skulle vara vilket riskerar att

²⁹ Om den historiska avvikelserna har påverkat trovärdigheten negativt kan det bedömas som nödvändigt att ta hänsyn till detta genom att framöver temporärt avvika åt andra hållet. Det diskuteras vidare nedan.

³⁰ Bostic (2018) uttrycker det som att ett prinsnivåmål sätter en gräns för nominell osäkerhet (eng. *principle of bounded nominal uncertainty*).

³¹ HM Treasury (2013).

³² Se Hatcher och Minford (2016) för en översikt och Bank of Canada (2011), HM Treasury (2013), Roisland (red, 2017), Svensson (2019) och Williams (2016) för exempel på överväganden inom centralbanker. Se bl.a. Eggertsson och Woodford (2003), Evans (2012), Svensson (1999, 2019) och Vestin (2006) för akademiska bidrag. Se även Svensson (2009) och Giavazzi och Mishkin (2006) för en diskussion i en svensk kontext.

³³ Se avsnitt 6.3 för en beskrivning av hur penningpolitiken och den ekonomiska utvecklingen påverkas av förekomsten av ett räntegolv.

den låga inflationen består. Ekonomin kan då fastna i en s.k. låginflationsfälla.³⁴

När penningpolitiken är begränsad i ovan beskrivna situation kan ett prisnivåmål under vissa förutsättningar vara mer effektivt för att öka aktiviteten och inflationstakten i ekonomin. Eftersom inflationen i exemplet ovan varit lägre än 2 procent under en period innebär ett prisnivåmål att centralbanken kommer att sikta på att nå en högre inflation än 2 procent de kommande åren (se Figur 15.1). För att uppnå det krävs en mer expansiv penningpolitik under en längre period jämfört med om ”bara” 2 procents inflation skulle uppnås inom ramen för ett inflationsmål. Denna mer expansiva penningpolitik kan ta sig uttryck i förändringar i styrräntan och/eller balansräkningsåtgärder. Ju mer trovärdigt prisnivåmålet uppfattas desto högre blir inflationsförväntningarna i närtid jämfört med de som skulle föreligga vid ett inflationsmål i motsvarande situation. Ett prisnivåmål som åtnjuter tillräcklig trovärdighet hjälper därmed till att höja inflationsförväntningarna och genom detta sänka realräntan även då ett nominellt räntegolv föreligger.³⁵ Den lägre realräntan bidrar till ökad ekonomisk aktivitet och högre inflation. Ett prisnivåmål har därför, åtminstone enligt ekonomisk teori, förutsättningar att i genomsnitt vara effektivare än ett inflationsmål i att stabilisera den ekonomiska utvecklingen och då speciellt när centralbanken är begränsad av ett räntegolv.

För att prisnivåmål ska fungera som en effektiv målvariabel i en situation där prisnivån ligger avviker från målsatt nivå krävs att flera förutsättningar är uppfyllda. Ekonomins aktörer måste i tillräcklig utsträckning:³⁶

- vara framåtblickande
- förstå hur denna penningpolitiska regim fungerar
- uppfatta regimen som trovärdig.

³⁴ Se Konjunkturinstitutet (2014) för en beskrivning och referenser däri.

³⁵ Svensson (2019) benämner denna effekt som en ”automatisk stabilisering” som uppkommer då ett prisnivåmål är trovärdigt.

³⁶ Se t.ex. Constâncio (2017) för en diskussion. Även nuvarande inflationsmålsregim är i behov av att de tre förutsättningarna är uppfyllda i tillräcklig omfattning för att penningpolitiken ska fungera effektivt. En central fråga i valet mellan olika regimer är därför för vilken regim det är troligast att förutsättningarna är uppfyllda i störst utsträckning.

Ju bättre dessa förutsättningar är uppfyllda desto effektivare blir ett prisnivåmål, speciellt i en situation då prisnivån är låg i förhållande till målsatt nivå och styrräntorna inte kan sänkas mer. Prisnivåmålet behöver dock inte vara fullt trovärdigt för att vara mer effektivt än ett inflationsmål i den ovan beskrivna situationen. Ett prisnivåmål som medför högre inflationsförväntningar jämfört med ett inflationsmål innebär att penningpolitiken blir mer expansiv genom att realräntan blir lägre.³⁷

Det bör dock noteras att penningpolitiken behöver vara symmetrisk för att ett prisnivåmål ska fungera. Om prisnivån har hamnat över den målsatta nivån behöver centralbanken i normalfallet agera för att prisnivån ska anpassa sig till den långsiktiga banan. Det innebär en penningpolitisk åtstramning med tillfälligt lägre (eventuellt negativ) prisökningstakt och högre arbetslöshet (se vidare nedan).

Möjliga nackdelar med prisnivåmål

Kostnader kan uppkomma när trovärdigheten för ett prisnivåmål inte är tillräcklig. Som framgår ovan innebär ett prisnivåmål att den prisökningstakt centralbanken siktar mot blir tidsvarierande. Hur det påverkar den ekonomiska utvecklingen beror till stor del på hur arbetsmarknadens parter och finansmarknaderna agerar. När det gäller de finansiella marknaderna kan bristande trovärdighet för framtida prisökningstakt (och därmed realränta) innebära mer volatila förväntningar och högre riskpremier. I ett svenskt sammanhang bör noteras att den lönebildningsmodell som funnits på arbetsmarknaden sedan 1997 (det s.k. Industriavtalet) till betydande del baseras på löneutvecklingen (och därmed indirekt prisutvecklingen) i omvärlden. En övergång till prisnivåmål innebär att parterna behöver förhålla sig till att Riksbanken tillfälligt siktar mot en annan utvecklingstakt än vad exempelvis ECB gör inom ramen för sitt inflationsmål.

En vanlig nackdel som lyfts fram angående prisnivåmål är att utbudsstörningar kan bli mer problematiska att hantera på ett lämpligt sätt. Ett exempel belyser detta. Antag att det sker en oväntad prisökning på importerade livsmedel som inte beror på högre efterfrågan

³⁷ Se Honkapohja och Mitra (2018) för en modellanalys. Ett prisnivåmål som åtnjuter trovärdighet har fler fördelar än de som nämns här, se Reis (2013) för en sammanställning.

utan exempelvis på dålig skörd. Det ger i normalfallet både högre priser och en sämre makroekonomisk utveckling. Om det valda prisindexet i utgångsläget var i linje med den av centralbanken målsatta nivån hamnar nu prisnivån för högt. Centralbanken har då att välja på två alternativa strategier. Antingen för den en åtstramande politik som, via svagare efterfrågan och därmed lägre inflationstakt, leder till att prisnivån återgår till den ursprungliga utvecklingsbanan vilket ger ännu sämre makroekonomisk utveckling. Det skulle i normalfallet sannolikt inte betraktas som en väl avvägd penningpolitik. Alternativt har centralbanken ”is i magen” och hoppas på att en oväntat svag prisutveckling uppkommer på en eller flera komponenter i prisindexet som motverkar den oväntat starka prisutvecklingen på livsmedel. Om det inte inträffar inom rimlig tid minskar trovärdigheten för prisnivåmålet och centralbanken måste agera för att nå målet med åtstramande politik.

Mer generellt kan prisnivåmål vara mer problematiska för små, öppna ekonomier som är mer utsatta än andra för prisimpulser utifrån. Vid ett inflationsmål kan en centralbank med tillräcklig trovärdighet i ovanstående exempel bortse ifrån den tillfälligt högre inflationen och ”endast” sikta på att inflationstakten framöver ska vara i linje med målet. Den makroekonomiska utvecklingen har i detta fall förutsättningar att bli mer gynnsam jämfört med ett prisnivåmål om åtstramande politik måste till för att den målsatta prisnivån ska nås.

Som nämns inledningsvis har ingen centralbank valt att byta från inflationsmål till prisnivåmål trots att fördelar har redovisats i olika modellansatser. Sammantaget ställer ett prisnivåmål höga krav på ekonomins aktörer. De måste både vara tillräckligt framåtblickande och förstå att centralbanken ibland tillfälligt byter mål för inflationstakten i syfte att nå utvecklingsbanan för prisnivån. Därutöver, som noterats, kan lämplig penningpolitik vid prisnivåmål försvåras när ekonomier drabbas av utbudsrelaterade störningar.

Tillfälligt prisnivåmål

Bland annat på grund av de nackdelar med prisnivåmål som framgick ovan har ett s.k. tillfälligt prisnivåmål diskuterats internationellt. Som framgår nedan menar förespråkarna att ett tillfälligt prisnivåmål

ryms inom nuvarande inflationsmålsregim och används som ett argument att det inte är nödvändigt att byta regimen.

Som noteras ovan har nuvarande inflationsmålsregim ”inget minne”, dvs. tidigare, exempelvis, negativa avvikelser från målet ska inte kompenseras med positiva avvikelser framöver. Ett prisnivåmål har däremot i princip ”oändligt minne” eftersom prisutvecklingen framöver beror på i vilken mån den tidigare prisutvecklingen varit i linje med den fastslagna genomsnittliga utvecklingen (se Figur 15.1). Som framgår ovan finns för- och nackdelar med båda dessa hörnlösningar – ”inget minne” respektive ”oändligt minne”. En frågeställning är då om det finns alternativa penningpolitiska strategier där ”minnet” är *längre* jämfört med inflationsmål men *kortare* jämfört med prisnivåmål. I detta avsnitt beskrivs en sådan strategi – *tillfälligt prisnivåmål* – och i nästa avsnitt beskrivs en relaterad strategi – *genomsnittligt inflationsmål*.

Tillfälligt prisnivåmål innebär att centralbanker i normalfallet bedriver en inflationsmålspolitik ”utan minne” men vid vissa omständigheter beaktar den historiska utvecklingen av inflationen och annonserar att de tillfälligt avser avvika från inflationsmålet ett antal år. Nyligen har den tidigare Fed-chefen Ben Bernanke föreslagit hur en sådan politik kan operationaliseras.³⁸ Strategin går ut på att när styrräntan når räntegolvet lovar centralbanken att räntan inte ska höjas förrän den genomsnittliga inflationen (beräknat från då räntegolvet nås) uppgår till inflationsmålet (exempelvis 2 procent). Syftet med att på detta sätt ”binda sig vid masten” är att öka trovärdigheten kring att inflationen verkligen kommer att tillåtas bli högre framöver och därigenom påverka inflationsförväntningarna och den makroekonomiska utvecklingen positivt. Kvantitativ analys visar att denna strategi innebär att perioder med låg inflation och hög arbetslöshet undviks i större utsträckning jämfört med nuvarande inflationsmålsregim. Samtidigt ökar sannolikheten för att strategin ger en högkonjunktur i ekonomin med en högre inflation än den målsatta som följd.³⁹

Ett tillfälligt prisnivåmål behöver inte nödvändigtvis kopplas till att styrräntan nått räntegolvet. Det kan finnas situationer då centralbanken i förebyggande syfte tillfälligt vill tillämpa denna strategi för

³⁸ Se Bernanke (2017a, b). Se även Evans (2010) och Giavazzi och Mishkin (2006). De sistnämnda benämner denna strategi *hybridpolitik*.

³⁹ Se Hebden och López-Salido (2018) för en modellanalys.

att minska sannolikheten för försämrade måloppfyllelse i framtiden. Ett sådant exempel är om inflationen har varit låg de senaste åren och att trovärdigheten kring inflationsmålet därför har försämrats. Det kan exempelvis ta sig uttryck i att inflationsförväntningarna på längre sikt klart understiger målsatt nivå. Penningpolitiken kan i utgångsläget antas vara expansiv (realräntan är lägre än en bedömd neutral nivå) samtidigt som det fortfarande finns ett visst utrymme till det effektiva räntegolvet. Det finns en teoretisk litteratur som analyserar de risker som är förknippade med en situation då centralbankens inflationsmål har bristande trovärdighet samtidigt som det penningpolitiska utrymmet är begränsat.⁴⁰ Om ekonomins aktörer i en sådan situation ytterligare tappar förtroende för inflationsmålet⁴¹ och inflationsförväntningarna faller riskerar en negativ spiral uppkomma. De lägre inflationsförväntningarna leder då till högre realränta som i sin tur ger lägre inflation och sämre realekonomisk utveckling. Eftersom inflationsförväntningarna till betydande del är bakåtblickande⁴² leder den lägre inflationen till än lägre inflationsförväntningar osv. Det är svårt att veta exakt vid vilka nivåer på inflation och inflationsförväntningar som en negativ spiral riskerar att uppstå. Det är en orsak till att centralbanker kan behöva agera kraftfullt i *förebyggande syfte*, dvs. då inflation och inflationsförväntningar fortfarande befinner sig på låga, men inte alarmerande nivåer. Den förebyggande expansiva politiken kan bestå av styrräntesänkningar, i den mån räntegolvet så tillåter, tillsammans med andra penningpolitiska åtgärder. Därutöver kan centralbanken signalera att den avser att uppnå en inflationstakt som tillfälligt överstiger målsatt nivå i syfte att uppnå ett tillfälligt prisnivåmål. Denna penningpolitiska strategi, som även förväntas ge högre inflationsförväntningar, kan ses som en försäkringspremie för att undvika att en eventuell framtida negativ störning till inflationsförväntningarna som riskerar att leda till uppkomsten av ovan nämnda negativa spiral. Om det skulle visa sig att det inte sker någon negativ störning till inflationsförväntningarna förväntas den beskrivna penningpolitiska strategin innebära att inflationen tillfälligt överstiger målet. Det sistnämnda

⁴⁰ Se Evans m.fl. (2008). Se även Konjunkturinstitutet (2014) för en beskrivning samt referenser däri.

⁴¹ En mer teknisk beskrivning är att en negativ störning sker till förväntad inflation.

⁴² Se t.ex. Jonsson och Österholm (2012).

utgör ”kostnaden” för försäkringen att undvika ett betydligt sämre utfall i händelse av att en negativ störning hade inträffat.⁴³

Sammantaget visar diskussionen ovan på teoretiska argument varför det i vissa situationer kan vara lämpligt för en centralbank med inflationsmål att ta viss hänsyn till historien och sikta på en inflationstakt som temporärt skiljer sig från målsatt nivå. Det bör dock noteras att de fördelar som då uppkommer föreligger även vid ett prisnivåmål. Den tillfälliga prisnivåmålspolitiken undviker dock flera av de nackdelar som ett prisnivåmål har. Det gäller bl.a. problem förknippade med utbudsstörningar och de trovärdighetsproblem som kan uppkomma om prisnivån har hamnat långt ifrån målsatt nivå. Ett problem som tillfälliga prisnivåmål dock delar med ett prisnivåmål är att uppnå tillräcklig trovärdighet kring att önskad inflationstakt tillfälligt kan variera från tid till annan.

Det kan i detta sammanhang noteras att Riksbanken i tal och i de penningpolitiska rapporterna har skrivit att de inte skulle betrakta det som problematiskt om inflationen tillfälligt skulle överstiga inflationsmålet. Detta kommunicerade Riksbanken bl.a. i december 2015:⁴⁴

Eftersom inflationen under en längre tid varit lägre än målet ... bedöms det inte vara ett problem om inflationen tillfälligt skulle överstiga målet mer än i Riksbankens prognos

Det är ett exempel på att inflationsmål som målvariabel i praktiken kan vara flexibel och ta viss hänsyn till den historiska utvecklingen samt, i ljuset av den, verka för tillfälliga framtida avvikelser från målsatt nivå.⁴⁵

Till sist kan noteras att ett tillfälligt prisnivåmål ställer högre krav på både transparens från centralbankens sida och utvärdering av centralbankens måluppfyllelse. I exemplen ovan bedriver centralbanken en penningpolitik där inflationstakten prognostiseras att tillfälligt överstiga målet. Om så blir fallet kommer utvärderingar behöva beakta både den årliga och den genomsnittliga måluppfyllelsen. Den årliga uppfyllelsen av inflationsmålet kommer i exemplen ibland visa högre inflation än målsatt nivå medan genomsnittlig inflationstakt kommer att ligga närmare målsatt nivå.⁴⁶ Att den årliga måluppfyllelse

⁴³ Som diskuteras i avsnitt 15.3.5 kan en högre inflation innebära vissa samhällsekonomiska kostnader även om dessa, vid relativt låga inflationsnivåer, inte ska överdrivas.

⁴⁴ Riksbanken (2015), s. 7.

⁴⁵ Se även Svensson (2013, 2018).

⁴⁶ Alternativt uttryckt kommer bias bli mindre (eftersom genomsnittlig inflationstakt hamnar närmare målet) medan den absoluta medelavvikelsen blir större.

sen är en av punkterna vid utvärdering av en inflationsmålsregim beror på att ett inflationsmål per definition inte har något minne – historiska misstag (t.ex. för låg inflation) ska principiellt inte följas av ytterligare misstag (t.ex. för hög inflation). Som beskrivs i exemplet ovan kan dock en tillfällig prinsnivåpolitik innebära sämre framtida uppfyllelse av årlig inflation samtidigt som den realekonomiska utvecklingen blir starkare och risker för en betydligt sämre utveckling har begränsats. Det är därför viktigt att en centralbank med inflationsmål, men som tillfälligt bedömer det lämpligt att bedriva en politik som tillfälligt tar viss hänsyn till historien, utförligt motiverar sin politik. Denna motivering blir sedan ett viktigt underlag till analysen av centralbankens måluppfyllelse där en årsbaserad avvikelse av ovanstående skäl inte behöver betraktas som bristande måluppfyllelse.

Prisnivåmål i Sverige 1931–1937

Sverige har som enda land i världen haft ett officiellt prinsnivåmål. Det infördes genom ett beslut av regeringen och Riksbanken 1931 och innebar att guldmyntfoten övergavs.⁴⁷ Flera svenska ekonomer var framträdande inom penningteori under denna tid.⁴⁸ Idén kring ett prinsnivåmål kom från Knut Wicksell och bl.a. Gustav Cassel, David Davidson och Eli Heckscher agerade rådgivare åt regeringen i frågan. Decenniet innan prinsnivåmålsregimen infördes karaktäriserades av stor variation i prinsnivån, perioder med såväl hög inflation som perioder med betydande deflation.

Flera paralleller kan dras till nuvarande penningpolitiska analysram:⁴⁹

- Sverige gick över till flytande växelkurs.
- Målet var att inhemska priser skulle vara stabila och utgöra ett ankare för prisförväntningar.
- Även om fokus låg på konsumentpriser så analyserades flera underliggande mått.
- Räntestyning var det främsta instrumentet för att uppnå prisstabilitetsmålet.

⁴⁷ Se Berg och Jonung (1999). Se även Fregert och Jonung (2005), kapitel 20 och 23.

⁴⁸ I en fördjupningsruta i avsnitt 5.2.2 beskrivs kortfattat betydande historiska svenska bidrag inom penningteori inklusive referenser till översikter.

⁴⁹ Se avsnitt 6.2.5 för en beskrivning av nuvarande analysram.

Det blev dock en fundamental förändring av den nya regimen redan efter två år då den svenska kronan 1933 knöts till det brittiska pundet. Det går inte att förena ett prisstabilitetsmål för inhemska priser med ett fast växelkursmål då det sistnämnda innebär att svenska priser måste utvecklas i linje med de brittiska. Att dessa mål var oförenliga blev uppenbart då brittiska priser steg kraftigt 1936–1937 och svenska priser följde efter.

Perioden 1931–1937 blev relativt lyckosam ur ett makroekonomiskt perspektiv. Konsumentpriserna var, förutom de sista åren, stabila, industriproduktionen utvecklades starkt och arbetslösheten föll kraftigt. Det är av naturliga skäl svårt att utvärdera hur stor del som var den nya penningpolitiska regimen förtjänst. Likaledes är det svårt att bedöma om erfarenheterna har någon bäring på val av målvariabel i dagens situation.⁵⁰

Genomsnittligt inflationsmål

En penningpolitisk målvariabel relaterad till prisnivåmål och tempo­rärt prisnivåmål är s.k. *genomsnittligt inflationsmål* (eng. *average inflation targeting*).⁵¹ Det innebär att centralbanken målsätter en genomsnittlig inflationstakt som ska uppnås under ett antal år. Målvariabeln har därmed ett visst bestämt ”minne” (maximalt antal år det genomsnittliga inflationsmålet gäller) till skillnad från det tillfälliga prisnivåmålet ovan som endast har ett ”minne” då centralbanken bedömer att situationen kräver det.

Ett genomsnittligt inflationsmål innebär därmed, i likhet med ett prisnivåmål, en permanent förändring av nuvarande inflationsmålsregim jämfört med den temporära förändring ett tillfälligt prisnivåmål innebär. Vidare ligger en genomsnittlig inflationsmålsregim mellan nuvarande inflationsmålsregim och en prisnivåmålsregim – ju fler år som ingår i det genomsnittliga inflationsmålet desto mer likt en prisnivåregim blir det och, likaledes, ju färre antal år desto närmare

⁵⁰ Denna bedömning delas även av Andersson och Claussen (2017) och Svensson (2019).

⁵¹ Se Nessén och Vestin (2005). Se även Kahn (2009) och Svensson (2019).

hamnar den genomsnittliga inflationsmålsregimen nuvarande (ett-åriga) inflationsmålsregim.⁵²

Om en genomsnittlig inflationsmålsregim erhåller tillräcklig trovärdighet har den fördelar gentemot ett inflationsmål eftersom den, liksom prisnivåmål, effektivt kan förankra förväntningar när den historiska utvecklingen skiljer sig från målsatt utveckling.⁵³ Huruvida en genomsnittlig inflationsmålsregim är att föredra beror i stor utsträckning på i vilken grad inflationsförväntningarna är bakåtblickande. Modellberäkningar indikerar att denna regim är att föredra när förväntningarna varken är tydligt framåtblickande eller tydligt bakåtblickande utan när ungefär 40–60 procent av aktörerna är framåtblickande och resten är bakåtblickande.⁵⁴ Vid större andel bakåtblickande aktörer är ett inflationsmål att föredra, vid större andel framåtblickande aktörer är ett prisnivåmål att föredra.

Det kan noteras att problemen är mindre med ett genomsnittligt inflationsmål jämfört med ett prisnivåmål när prisnivån hamnat långt ifrån den målsatta nivån. Med ett genomsnittligt inflationsmål som, relativt ett prisnivåmål, har ett kort minne kommer behovet att kompensera för historiska avvikelser per definition successivt att försvinna när åren går. Som framgår ovan delar ett genomsnittligt inflationsmål prisnivåmålets potentiella nackdel beträffande krav på tillräcklig trovärdighet för en tidsvarierande inflationstakt. Det kan i detta sammanhang noteras att det t.o.m. krävs en än starkare trovärdighet kring det genomsnittliga inflationsmålet jämfört med ett prisnivåmål eftersom en avvikelse måste tas igen inom en kortare tidsperiod.

15.3.3 Inflationsmål med eller utan intervall?

Ett inflationsmål kan formuleras som ett s.k. punktmål utan intervall eller med ett intervall. Som framgick i Tabell 15.3 har en del centralbanker, däribland Riksbanken, intervall runt sina inflationsmål, i förekommande fall ± 1 procentenhet. Det finns både en internationell och svensk diskussion kring för- och nackdelar med olika typer av intervall.⁵⁵

⁵² Svensson (2019) diskuterar även möjligheten att centralbanken skulle väga ihop nuvarande regim (utan "minne") med en genomsnittlig inflationsmålsregim (med ett bestämt "minne", dvs. antal år som beaktas historiskt).

⁵³ S.k. "automatisk stabilisering", se Svensson (2019).

⁵⁴ Se Nessén och Vestin (2005).

⁵⁵ För en översikt, se Apel och Claussen (2017) samt referenser däri.

Olika formuleringar av inflationsmål

I den penningpolitiska litteraturen och bland världens centralbanker med inflationsmål finns tre principiella preciseringar av målet:⁵⁶

1. punktmål utan intervall
2. punktmål med intervall
3. målintervall.

Punktmål utan intervall innebär att inflationsmålet endast är uttryckt med en siffra, exempelvis 2 procent per år. *Punktmål med intervall* (eng. *range*) innebär att ett (symmetriskt) intervall omgärdar punktmålet. Som diskuteras nedan innebär detta intervall ingen fundamental skillnad för den penningpolitiska inriktningen jämfört med ett punktmål – i båda fallen siktar centralbanken på att, om en avvikelse föreligger, återgå till punktmålet. Ett *målintervall* är däremot en principiellt stor förändring i det penningpolitiska ramverket. Ett målintervall på exempelvis 1–3 procent innebär att centralbanken kan välja att sikta inom hela detta intervall, dvs. inte nödvändigtvis dess mittpunkt. Bland de centralbanker som beskrivs i den internationella utblicken i avsnitt 15.3.1 är det endast Australiens centralbank som praktiserar ett målintervall.⁵⁷

Riksbanken hade ett punktmål med intervall på ± 1 procentenhet fram till 2010 då det avskaffades. Det benämndes *toleransintervall*. I september 2017 återinförde Riksbanken ett intervall av samma storlek runt sitt punktmål, dock med en ny benämning, *variationsband* (se vidare nedan).

Målintervall

När en centralbank har ett målintervall kan den variera vilken inflationstakt den siktar på inom intervallet. Det innebär, allt annat lika, att variationen i inflationen blir större medan variationen i real ekonomin blir mindre jämfört med ett punktmål. Huruvida det är

⁵⁶ Av drygt 60 centralbanker med inflationsmål har cirka 40 procent punktmål *utan* intervall, cirka 40 procent har punktmål *med* intervall. Resterande cirka 20 procent har målintervall. Se www.centralbanknews.info.

⁵⁷ Tidigare gjorde även Nya Zeelands centralbank det men den övergick 2012 till ett punktmål med intervall.

att föredra beror därför på hur samhällets preferenser ser ut beträffande stabil inflation respektive stabil realekonomisk utveckling.⁵⁸

En grundläggande förutsättning för en effektiv penningpolitik är att inflationsförväntningarna är väl förankrade vid inflationsmålet. Om målet i sig inte är en punkt utan ett intervall finns en ökad risk att den förväntade inflationstakten varierar mer. Det försvårar för ekonomins aktörer att tolka huruvida de prisförändringar de observerar är generella eller relativa. I en svensk kontext kan noteras att det även försvårar för arbetsmarknadens parter att sluta längre avtal. Den större osäkerheten om framtida inflationstakt skulle dessutom innebära förhöjda riskpremier i prissättningen på de finansiella marknaderna. Utöver dessa ekonomiska kostnader försämras möjligheterna för utvärdering och ansvarsutkrävande.

Som framgår i avsnitt 15.3.5 kan det ibland finnas strukturella skäl att ändra målsatt utvecklingstakt, exempelvis på grund av förändringar av den neutrala räntan. Ett målintervall skulle principiellt kunna utgöra en plattform för detta. En centralbank som valt ett målintervall kan då deklarerat vilken del i intervallet som den avser att sikta på de kommande åren och meddela när den avser att byta riktmarke inom intervallet. Det är principiellt ett alternativ till att byta inflationsmål enligt den process som föreslås i avsnitt 15.2.4.

Punktmål med eller utan intervall

Ovan nämnda problem med målintervall kan sägas vara allmänt accepterade bland forskare och målintervall är betydligt mindre vanligt förekommande bland centralbanker. Argumenten för och emot *intervall runt ett punktmål* är däremot mindre vetenskapligt underbyggda. De vilar i stället på kvalitativa bedömningar av hur ett intervall påverkar inflationsmålets trovärdighet och därmed centralbankens möjlighet att bedriva en effektiv flexibel inflationsmålspolitik.

En möjlig utgångspunkt är att ett punktmål utan intervall borde öka trovärdigheten för punktmålet då ett intervall, om något, kan tolkas som att punktmålet inte väger lika tungt. Å andra sidan argumenterar förespråkare för intervall att intervallet i sig kan minska

⁵⁸ Jämfört med vad som föreligger i praktiken krävs det dock att en mycket liten vikt läggs vid stabil inflation för att målintervall ska vara att föredra, se Beechey och Österholm (2018).

uppmärksamheten och kritiken då punktmålet inte nås, vilket enligt denna argumentation kan påverka trovärdigheten positivt.⁵⁹ Ett annat argument är att intervall kan vara ett komplement i kommunikationen kring osäkerhet i inflationsprognoserna.⁶⁰

Ovanstående resonemang kompliceras dock av att det finns olika tolkningar av vad ett intervall i praktiken innebär.⁶¹ En tolkning är att ett intervall inte betyder någonting för den praktiska penningpolitiken – centralbanken siktar ändå på samma sätt mot punktmålet.⁶² En annan tolkning är att penningpolitiken kan förväntas föras på ett annorlunda sätt – bli icke-linjär – i närheten av intervallens gränser. En sådan, faktisk eller förväntad, ryckighet inom penningpolitiken är vanligtvis inte lämplig. Det är också så att en inflationstakt som någon enstaka gång hamnar utanför intervallat inte nödvändigtvis är mer skadlig för inflationsmåletns trovärdighet än en inflationstakt som under många år avviker från punktmålet utan att den bryter mot intervallat.

Sammanfattningsvis har ett intervall, vars utformning inte påbjuder en på förhand bestämd handlingsregel för penningpolitiken utan endast används i kommunikationssyfte, sannolikt begränsade effekter – både på den förda penningpolitiken och trovärdigheten för inflationsmålet.

15.3.4 Tidshorisont

I avsnitt 33.6.3 föreslår kommittén att Riksbanken ska publicera sin penningpolitiska strategi vilken bl.a. ska innefatta den tidshorisont inom vilken prisstabilitetsmålet i normalfallet ska nås. I detta avsnitt analyserar kommittén tidshorisonten inom penningpolitiken utifrån nationalekonomiska, rättsliga och demokratiska perspektiv.

Det står inget i nuvarande riksbankslag inom vilken horisont nuvarande prisstabilitetsmål ska nås. Riksbanken skriver följande i sin penningpolitiska strategi:⁶³

⁵⁹ Se Apel och Claussen (2017) och referenser däri. Se även Andersson och Jonung (2017).

⁶⁰ Se Riksbanken (2017a, b).

⁶¹ Det finns också olika namn: ”intervall” är vanligast men även ”toleransintervall” förekommer. När Riksbanken valde att införa ett intervall i september 2017 valde de en ny benämning, ”variationsband”, se Riksbanken (2017a, b).

⁶² Svensson (2010).

⁶³ Den penningpolitiska strategin kommuniceras i inledningen av de penningpolitiska rapporterna, se även Riksbanken (2010).

Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att penningpolitiken anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.

Som citatet från Riksbanken indikerar är det från ett nationalekonomiskt perspektiv inte rimligt att tidshorisonten är fast. Som framgår i nästa kapitel är det generellt välfärdshöjande att Riksbanken tar hänsyn till den realekonomiska utvecklingen utöver dess effekt på inflationen.⁶⁴ Beroende på storleken och karaktären på de störningar som inträffar finns det ibland skäl att medvetet fördröja en återgång till målsatt inflation i syfte att ta ändamålsenlig realekonomisk hänsyn. Det är därför lämpligt att penningpolitik bedrivs med en situationsanpassad, och därmed flexibel, horisont inom vilken prisstabilitetsmålet ska nås.⁶⁵ Samtidigt är längden på målhorisonten inte oviktig, vare sig ur ett nationalekonomiskt, rättsligt eller demokratiskt perspektiv.

Från ett *nationalekonomiskt perspektiv* ökar risken för att trovärdigheten för prisstabilitetsmålet påverkas negativt ju längre period som målavvikelsen är icke negligerbar. Inflationsförväntningar används allmänt som en indikator för att uppskatta vilken trovärdighet ekonomins aktörer har för att prisstabilitetsmålet ska uppnås och dessa är därför av central betydelse i en situationsanpassad bedömning av lämplig horisont. En för lång period med bristande måluppfyllelse kan innebära att prisstabilitetsmålet förlorar i betydelse för ekonomiska beslutsfattare. Det kan bl.a. försvåra lönebildningen, inte minst i ett land som Sverige som har centrala förhandlingar och fleråriga löneavtal.

Från ett *rättsligt perspektiv* är prisstabilitetsmålet enligt unionsrätten det s.k. huvudmålet för centralbanken.⁶⁶ Ju längre prisstabilitetsmålet åsidosätts med en icke obetydlig marginal desto mer kan det ifrågasättas om målet i praktiken är det som centralbanken huvudsakligen strävar efter. Eftersom osäkerheten kring bl.a. prisutvecklingen naturligen ökar ju längre målhorisonten sträcks ut kan

⁶⁴ Huruvida Riksbanken även ska ta hänsyn till finansiella obalanser *utöver* dess effekt på prisstabilitet och realekonomisk utveckling analyseras i kapitel 17.

⁶⁵ Se ECB (2011), kapitel 3, för en diskussion.

⁶⁶ Artikel 282.2 i EUF-fördraget.

utfästelser om den förda politikens positiva inverkan på måluppfyllelsen längre in i framtiden inte beaktas fullt ut.

Från ett *demokratiskt perspektiv* är det också problematiskt ju längre horisont en centralbank väljer för att uppnå prisstabilitetsmålet. En förutsättning för att delegera penningpolitiken till en oberoende centralbank är att uppsatta mål kan utvärderas, bl.a. i syfte att ansvar ska kunna utkrävas.⁶⁷ Det försvåras av naturliga skäl ju längre horisonten är eftersom bristande måluppfyllelse då motiveras av en förväntad, men högst osäker, utveckling i framtiden.

Det finns alltså skäl som talar för att Riksbanken behöver flexibilitet beträffande horisonten inom vilken prisstabilitetsmålet ska nås samtidigt som nationalekonomiska, rättsliga och demokratiska hänsyn talar för att målhorisonten inte får bli *alltför* lång. Vidare finns inte *en* lämplig horisont utan längden är situationsberoende och beror både på den ekonomiska situation som föreligger, inklusive de störningar som inträffat i närtid. Sammantaget behövs därför en rimlig avvägning mellan de ovan nämnda perspektiven beträffande målhorisontens längd.

15.3.5 Målnivå för nominell utvecklingstakt

Givet valet av ett inflationsmål, prisnivåmål eller genomsnittligt inflationsmål behöver lämplig *målnivå* analyseras. Som framgår av Tabell 15.3 är en årlig ökningstakt på 2 procent vanligt bland länder med inflationsmål. Det innebär dock inte att denna utvecklingstakt under alla omständigheter är att föredra. Valet beror på vilka ekonomiska omständigheter som bedöms råda och hur det påverkar för- och nackdelar med olika nivåer på inflationen.⁶⁸ Både omständigheter och för- och nackdelar kan variera över tid vilket i sig talar för översyner bör ske vid behov.

Kostnader med för hög respektive för låg inflation

En generell ökning i priser, dvs. inflation, har samhällsekonomiska kostnader. Dessa kostnader ökar ju högre, ju mer volatil samt ju mer oförväntad inflationen är.

⁶⁷ Se avsnitt 33.2 och referenser däri.

⁶⁸ För en översikt av frågeställningarna som berörs i detta avsnitt, se Apel m.fl. (2017).

En generell ökning av prisnivån innebär tillsammans med oregelbundenhet i hur ofta olika företag ändrar sina priser att relativpriser förskjuts mellan olika varor och tjänster. Det minskar effektiviteten i den prisinformation som marknaden ger och kan påverka de beslut ekonomiska aktörer tar vilket i sin tur påverkar resursallokeringen i ekonomin på ett oönskat sätt.⁶⁹

Inflationen riskerar vidare att bli mer volatil ju högre den målsatta inflationen är.⁷⁰ Det ökar sannolikheten för oväntade omfördelningar i förmögenheter, framför allt mellan långivare och låntagare. Ökad volatilitet innebär också ökade riskpremier, vilket hämmar långsiktiga ekonomiska beslut. Det är därför relativt vanligt förekommande att makroekonomiska modeller implicerar att oförändrade priser, eller t.o.m. deflation, är optimalt.⁷¹

Det finns även en empirisk litteratur som med hjälp av paneldata analyserar samband mellan inflation och tillväxt.⁷² Sambandet är icke-linjärt, dvs. att det är först när inflationen når upp till en viss nivå som det är negativt för tillväxttakten. Resultaten varierar beroende på val av länder och tidsperiod men indikerar sammantaget att en inflationstakt på 2 procent, eller något högre, är en lämplig nivå för industrialiserade länder.

Kostnader förknippade med för låg inflation

Det finns flera skäl till att länder med inflationsmål, trots ovanstående kostnader med inflation, har valt en positiv inflationstakt. Fyra vanligt förekommande skäl är (i) nominella löner är trögörsliga nedåt, (ii) skapa marginal till deflation, (iii) officiella mått överskattar faktisk inflation samt, sedan finanskrisen, (iv) undvika att penningpolitiken begränsas av det s.k. räntegolvet.⁷³ Dessa skäl beskrivs kortfattat nedan.

⁶⁹ Se Kryvstov och Mendes (2015) och Billi och Kahn (2008) för översikter och Fischer (1984) för ett tidigt bidrag.

⁷⁰ Se t.ex. Golob (1994). Så behöver dock inte bli fallet om den högre målsatta inflationen blir trovärdig, se Ball m.fl. (2016).

⁷¹ Se t.ex. Schmitt-Grohe och Uribe (2010) och Woodford (2003). Det bör dock framhållas att det inte finns någon konsensus inom ekonomisk teori kring lämplig (eller optimal) nivå på inflationen. Diercks (2017) listar över 160 studier som beräknar den inflationstakt som är optimal ur välfärdssynpunkt. Resultaten varierar mellan -7 procent och 6 procent. Medianen uppgår till noll procent, dvs. konstanta priser.

⁷² Se Apel m.fl. (2017) och referenser däri.

⁷³ Se t.ex. Ng och Wessel (2018).

(i) *Trögrörliga nominella löner*: Ett vanligt förekommande skäl till att målsatt inflation bör vara positiv är att nominella löner är trögrörliga nedåt, dvs. det är inte vanligt att nominella lönenivåer minskar för vare sig individer eller inom branscher. Om inflationsmålet är noll och nominella löner inte minskar innebär det att reallönen, dvs. nominell lön i relation till prisnivån, endast kan falla om inflationen överskjuter centralbankens mål (dvs. är positiv). Om så inte sker får reallönerna, och därmed arbetsmarknaden i stort, svårare att anpassa sig till ekonomiska störningar. Det gäller både störningar som påverkar hela ekonomin och störningar som bara påverkar en viss bransch. Om målnivån för inflationen i stället är positiv blir det enklare att uppnå reallöneförändringar – både för ekonomin som helhet och mellan sektorer. Det är i sig ett argument för ett högre inflationsmål eftersom reallöneförändringar då underlättas.

Standardteorin inom makroekonomi innebär att det inte finns någon långsiktig avvägning (eng. *trade-off*) mellan inflation och arbetslöshet.⁷⁴ Enligt standardteorin bestäms arbetslösheten på lång sikt av strukturella faktorer och ett högre inflationsmål innebär endast att den nominella löneökningstakten höjs i motsvarande grad. Reallönen, och därmed arbetslösheten, påverkas därmed inte. Faktumet att lönenivåer i allmänhet inte sänks kan dock omkullkasta detta resultat. Trögrörliga löner tillsammans med ett för lågt inflationsmål riskerar att påverka den genomsnittliga nivån på arbetslösheten.⁷⁵ Empiriska uppskattningar för bl.a. USA, Kanada och Sverige implicerar ett långsiktigt negativt samband mellan inflation och arbetslöshet då inflationstakten är låg. Dessa resultat implicerar att en högre inflationstakt inom ett visst intervall kan ge en genomsnittligt lägre arbetslöshet.⁷⁶

⁷⁴ Lucas (1972). Se Cahuc och Zyllenberg (2004) för en textbokanalys. Se även avsnitt 16.2 för faktorer som innebär att denna teori inte alltid gäller.

⁷⁵ Tobin (1972) initierade denna litteratur. Det finns flera teoretiska förklaringsmodeller till ett sådant resultat, se bl.a. Akerlof m.fl. (1996, 2000). Den s.k. långsiktiga Phillipskurvan, vilken mäter relationen mellan inflation och arbetslöshet, är då inte vertikal utan har negativ lutning inom vissa segment.

⁷⁶ Se Fortin (2001) och Lundborg och Sacklén (2006). Fortin (2001) finner ett negativt långsiktigt samband mellan inflation och arbetslöshet då inflationstakten är mellan cirka 2 och 4 procent och föreslår en målsatt inflationstakt på 3 procent för den kanadensiska ekonomin. Både en högre eller lägre inflationstakt än intervallet 2–4 procent innebär att arbetslösheten blir högre i genomsnitt. Beräkningar för Sverige av Lundborg och Sacklén (2006) visar att ett inflationsmål på 4 i stället för 2 procent skulle kunna minska den genomsnittliga arbetslösheten med över 2 procentenheter. Det bör dock noteras att i dessa beräkningar tas ingen hän-

(ii) *Risk för deflation*: Som diskuteras i avsnitt 15.3.2 finns en väl-etablerad litteratur som visar att kostnaderna är betydande om en ekonomi hamnar i en deflatorisk spiral.⁷⁷ Risken för att det ska ske ökar ju lägre den målsatta inflationstakten är. Om exempelvis målsatt inflation är noll krävs en relativt begränsad störning för att ekonomin ska hamna i deflation. Om det medför att ekonomins aktörer förväntar sig att priserna kommer att fortsätta falla framöver kan det vara svårt för centralbanken att vända utvecklingen. Det gäller inte minst om den är begränsad av ett s.k. räntegolv (se vidare nedan).

(iii) *Officiell statistik överskattar faktisk inflation*: Ett annat skäl till att välja en positiv inflationstakt är uppskattningar som visar att det finns en överskattning av konsumentprisernas ökningstakt. Exempelvis visar resultat från USA att ökningstakten i KPI respektive konsumtionsdeflatorn överskattas med 0,85 respektive 0,47 procentenheter.⁷⁸ Överskattningen i Sverige har dock endast uppskattats till drygt 0,1 procent.⁷⁹ Detta skulle innebära att priserna i allmänhet föll (dvs. deflation) om inflationsmålet var noll. Problemen förknippade med att nominella löner är trögrörliga och deflationsrisker skulle då accentueras.

(iv) *Risk för att räntegolvet begränsar penningpolitiken*: Sedan finanskrisens utbrott har en annan aspekt dominerat forskningen och policydiskussionen kring lämplig målnivå för inflationen. Det är förekomsten av ett s.k. effektivt räntegolv som innebär en begränsning för hur lågt centralbankernas nominella styrräntor kan sänkas. Till en början kallades detta golv för *nollräntegolv* (eng. *Zero Lower Bound*, ZLB) men sedan vissa centralbanker började med negativa styrräntor används begreppet *effektivt räntegolv* (eng. *Effective Lower Bound*, ELB⁸⁰). Om ELB bedöms begränsa centralbankernas hand-

syn till de kostnader som en högre inflationstakt skulle kunna innebära (se huvudtexten ovan). Hur den samhällsekonomiska nettoeffekten ser ut ger denna ansats därmed inte svar på.

⁷⁷ De finns dock de som menar att deflation inte behöver vara kopplad till försämrad makroekonomisk utveckling och därmed att riskerna med deflation överdrivs, se Borio m.fl. (2018) samt referenser däri.

⁷⁸ Se Moulton (2018) och referenser däri. Detta problem nämns även i prop. 1997/98:40 (s. 53) och där påpekas att lagtexten om fast penningvärde därför inte ska tolkas som att den prisökningstakt som Riksbanken väljer ska vara noll.

⁷⁹ SOU 1999:124, bilaga 6, Tabell 9.

⁸⁰ Exakt på vilken nivå som ELB ligger är inte känt. Hitills har centralbankerna i Danmark och Schweiz haft den lägsta styrräntan, -0,75 procent medan styrräntan i Sverige som lägst varit -0,5 procent.

lingsutrymme vid framtida konjunktursvängningar samt om detta bedöms innebära betydande samhällsekonomiska kostnader är det argument för ett högre inflationsmål.⁸¹

Den fundamentala orsaken till förekomsten av ELB är att konstanter (sedlar och mynt) inte har någon ränta. Om styrräntan blir tillräckligt negativ kan bankerna komma att införa negativa inlåningsräntor för hushåll och företag vilket kan innebära att de själva börjar förvara sina pengar fysiskt i stället för elektroniskt på sina bankkonton. En annan orsak till ELB är hur negativa räntor påverkar de finansiella marknadernas funktionssätt.⁸²

Flera internationella organisationer och tongivande ekonomer har påpekat att den neutrala realräntan var historiskt låg decenniet efter finanskrisen och att den riskerar att fortsätta vara det även framöver.⁸³ Det innebär att centralbankerna oftare än tidigare kommer att riskera att begränsas av ELB i framtida lågkonjunkturer. Exempelvis har Federal Reserve i USA vid de nio recessioner som förelegat sedan 1950-talet i genomsnitt sänkt styrräntan med 5,5 procentenheter.⁸⁴ Om den neutrala realräntan framöver uppgår till 1 procent, vilket är en vanlig bedömning, inflationsmålet är 2 procent samt om ELB är cirka -0,5 procent kan styrräntan endast sänkas 3,5 procentenheter utifrån ett normalläge.

Figur 15.2 illustrerar hur ELB begränsar penningpolitiken. Vid en högre neutral realränta (blå linjer) så varierar centralbanken fritt den nominella räntan för att stabilisera konjunkturcykeln. När den neutrala räntan är lägre (röda linjer) så kan inte centralbanken variera den nominella räntan tillräckligt utan begränsas av ELB.

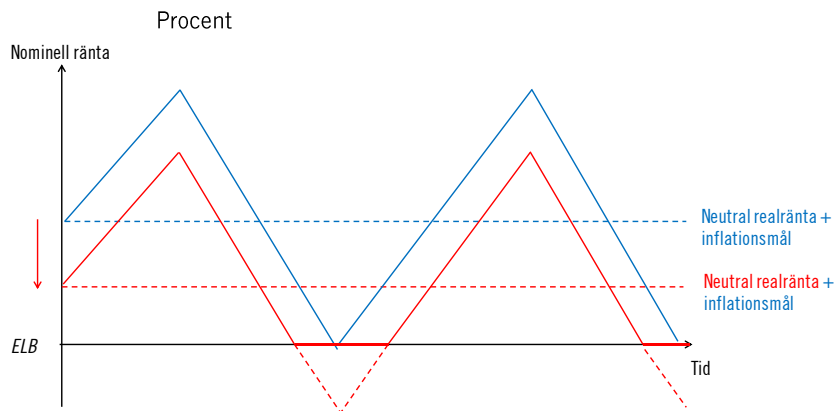
⁸¹ Samtidigt finns även andra instrument centralbanker kan använda för att försöka göra penningpolitiken mer expansiv när styrräntan nått ELB. Om dessa instrument, vilka analyseras i kapitel 18, bedöms vara effektiva komplement till styrräntan vid ELB minskar behovet av att höja inflationsmålet.

⁸² Riksbankens reporänta blev negativ i februari 2015 och den är fortfarande negativ vid tryckningen av detta betänkande (månadsskiftet oktober/november 2019). Det har dock inte medfört några negativa inlåningsräntor för hushåll och små- och medelstora företag. Dessutom förefaller den negativa reporäntan inte nämnvärt påverkat de finansiella marknadernas funktionssätt. Se analys i avsnitt 18.4.

⁸³ Se avsnitt 6.3.4 och referenser däri.

⁸⁴ Reifschneider (2016). Se även Williams (2014) och referenser däri.

Figur 15.2 Nominell ränta över konjunkturcykeln vid olika nivåer på den neutrala realräntan



Anm. ELB = Effective Lower Bound.

Källa: Egen illustration.

Ovanstående exempel illustrerar att det finns kostnader förknippade med ELB. Lågkonjunkturerna riskerar att bli både djupare och längre eftersom centralbanken inte kan använda räntevapnet fullt ut. Hur stor denna kostnad kan förväntas bli beror flera faktorer:⁸⁵

- nivån på den neutrala räntan
- nivån på ELB
- storleken på framtida konjunkturvariationer
- effektiviteten i alternativa penningpolitiska instrument
- i vilken grad penningpolitiken själv ska bära det stabiliseringspolitiska ansvaret i djupa lågkonjunkturer.

Argument för och emot högre inflationsmål

Kombinationen av en lägre neutral realränta och ELB innebär att frekvensen av perioder framöver då penningpolitiken kan vara begränsad alltså sannolikt ökar, dock oklart i vilket omfattning. Det innebär makroekonomiska kostnader i form av i genomsnitt lägre

⁸⁵ För modellberäkningar av dessa faktorerers relativa betydelse för den kanadensiska ekonomin, se Bank of Canada (2016). För en modellberäkning avseende USA, se Kiley och Roberts (2017).

BNP, sysselsättning och därmed skatteintäkter. Denna problematik har, åtminstone i teorin, en enkel lösning – ett högre inflationsmål. Det skulle kunna hjälpa penningpolitiken genom att minska sannolikheten för att ELB-perioder uppkommer. Om exempelvis den neutrala räntan bedöms ha fallit med 1 procentenhet (vilket är en vanlig uppfattning⁸⁶) så innebär ett höjt inflationsmål med 1 procentenhet att frekvensen av ELB-perioder blir oförändrad. Det är orsaken till att ekonomer under senare år har lyft fram möjligheten att höja inflationsmålen i länder med denna regim⁸⁷ och flera centralbanker⁸⁸ har utrett frågan.

Trots den till synes enkla lösningen på en situation där den neutrala räntan tros ha fallit, har centralbanker i allmänhet inte höjt inflationsmålet sedan finanskrisens utbrott.⁸⁹ Utöver de kostnader som är förknippade med högre inflation (se ovan), finns det ytterligare skäl till avsaknaden av höjda inflationsmål – centralbankerna har valt att kompensera förekomsten av ELB-perioder med andra penningpolitiska instrument:

- *Tillgångsköp*: Centralbankerna i bl.a. euroområdet, Japan, Storbritannien, Sverige och USA ökade omslutningen på sina balansräkningar efter finanskrisen genom att köpa tillgångar, företrädesvis statsobligationer men även företags- och bostadsobligationer i vissa länder. Det huvudsakliga syftet med tillgångsköp är att minska räntorna på längre löptider och därigenom få utlåning till hushåll och företag att öka.⁹⁰

⁸⁶ Se Konjunkturinstitutet (2017) och referenser däri.

⁸⁷ Se t.ex. Ball (2014), Bernanke (2017c), Blanchard m.fl. (2010), Cecchetti och Schoenholtz (2017) och Summers (2018).

⁸⁸ Se t.ex. Bank of Canada (2011, 2016), HM Treasury (2013) och Røisland (red., 2017).

⁸⁹ Ett undantag är Japan som höjt till 2 procent och därmed anpassat sig till andra utvecklade länder, se Tabell 15.3.

⁹⁰ En vanlig benämning på dessa operationer är kvantitativa lättnader (eng. *quantitative easing*). Det är dock inte en lyckosam benämning eftersom den fokuserar på centralbankens balansomslutning. Den sistnämnda kan öka av andra skäl, t.ex. genom att ge likviditetsstöd då de finansiella marknaderna befinner sig i en stressad situation (se kapitel 22).

- *Forward guidance*: Det innebär att centralbankerna kommunicerar att räntan kommer att vara låg under en lång period och därigenom uppnå en än mer expansiv penningpolitisk effekt. Centralbankerna har på olika sätt agerat för att göra ett sådant löfte trovärdigt genom att ”binda sig vid masten”.⁹¹
 - Statsobligationsköp är ett exempel. Det kan uppfattas som en signal på att räntorna kommer att vara låga länge eftersom en tidig ränteuppgång innebär att centralbankerna skulle göra förluster på sina köp.⁹²
 - I Storbritannien och USA lovade centralbankerna att inte höja räntan förrän arbetslösheten nådde en viss nivå. I Sverige har det förekommit att Riksbanken kommunicerat att den inte avser att höja räntan förrän inflationen har stabiliserats runt 2 procent.⁹³
- *Tillfälligt högre inflationstakt*: Som diskuterades i avsnitt 15.3.2 (tillfällig prisnivåpolitik) kan en centralbank signalera att den kommer att tillåta att inflationen tillfälligt får överstiga inflationsmålet. Det kan påverka ekonomiska beslutsfattare redan i närtid. Det är också något som centralbanker har kommunicerat.⁹⁴

Ett annat skäl till varför inte inflationsmålen har höjts är att centralbankerna har lagt ned mycket arbete på att uppnå trovärdighet kring nuvarande inflationsmål, där de flesta alltså uppgår till 2 procent.⁹⁵ Inflationsmålspolitik handlar i mångt och mycket om att styra förväntningar och ett nytt inflationsmål innebär att ekonomins aktörer behöver förmås tro på att centralbankerna ska lyckas leverera en inflationstakt i linje med det nya målet. I detta sammanhang bör noteras att förutsättningarna för att snabbt få trovärdighet kring ett nytt, högre inflationsmål sannolikt är bättre om centralbankerna gjorde gemensam sak.⁹⁶

⁹¹ Se Coenen m.fl. (2017) för en empirisk analys av ECB:s och Federal Reserves kommunikation om framtida räntor.

⁹² De sammantagna offentligfinansiella effekterna av statsobligationsköp diskuteras i avsnitt 18.5.

⁹³ Se Riksbanken (2015), s. 7.

⁹⁴ Denna föreslogs av Giavazzi och Mishkin (2006). Se även Evans (2010).

⁹⁵ Det är ett huvudargument som vanligen framförs mot en höjning, se t.ex. Bernanke (2015).

⁹⁶ Ett sådant tillfälle var då IMF redan 2010 diskuterade fördelarna med generellt högre inflationsmål, se Blanchard m.fl. (2010).

Centralbankerna kan alltså försöka använda andra verktyg för att kompensera för ELB i stället för att höja inflationsmålen. Det finns modellberäkningar som visar att tillgångsköp och forward guidance kan kompensera för ELB i framtida lågkonjunkturer.⁹⁷ Dessa modellresultat baseras dock bl.a. på det vanligt förekommande antagandet att ekonomins aktörer är framåtblickande i tillräcklig utsträckning, vilket inte är fastlagt i litteraturen. De makroekonomiska effekterna av tillgångsköp i ekonometriska studier visar inte en lika samstämmig bild.⁹⁸

15.3.6 Val av prisindex

För de tre penningpolitiska målvariablerna som diskuteras i avsnitt 15.3.2 – inflationsmål, prinsnivåmål och genomsnittligt inflationsmål – behöver ett *prisindex* väljas. Som framgår av Tabell 15.3 har samtliga inkluderade centralbanker valt ett mått som korresponderar med utvecklingen av de priser konsumenter möter. Ett vanligt mått är ett konsumentprisindex, KPI. Det är ett levnadskostnadsindex och syftar till att visa på vilken inkomstutveckling som behövs för ett hushåll i syfte att upprätthålla sin levnadsstandard. Som framgår i detta avsnitt finns alternativa mått till KPI.

Utöver sina officiella inflationsmått kommunicerar centralbanker vanligtvis ett eller flera s.k. underliggande inflationsmått där en eller flera, ofta volatila, komponenter exkluderas (se Tabell 15.3). En nackdel att ha ett underliggande mått som målvariabel är att det är mindre känt för allmänheten. Dessutom täcker sådana mått en mindre del av allmänhetens konsumtionskorg. Det bör också noteras att bredare mått såsom KPI och underliggande mått vanligtvis går mot samma ökningstakt längre ut i prognoshorisonten då tillfälliga effekter har klingat av.

I detta avsnitt diskuteras först de tre mått som varit föremål för störst diskussion i Sverige (KPI, KPIF och HIKP). Därefter kommenteras alternativa mått på nominell utveckling där löner och tillgångspriser har en mer framträdande roll.

⁹⁷ Se Reifschneider (2016) och Dorich m.fl. (2018).

⁹⁸ Se Borio och Zabai (2016) för en översikt samt avsnitt 18.6.2 för en diskussion.

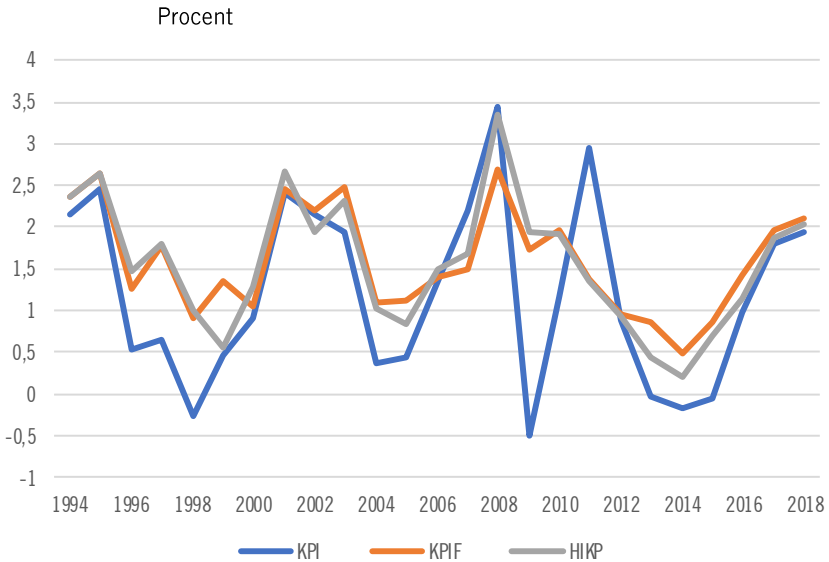
KPI är ett problematiskt mått i Sverige

Det är viktigt att notera att även om många länder har valt konsumentprisindex (KPI) så skiljer sig definitionerna av KPI mellan olika länder. Bl.a. så påverkas utvecklingen av KPI i Sverige mer av ränteutvecklingen än i andra länder.⁹⁹ Det är ett fundamentalt problem och innebär att KPI-utvecklingen blir betydligt mer volatil i Sverige än mått som inte inkluderar direkta effekter av ränteförändringar. Dessutom kan noteras att räntekomponenten i KPI påverkar dess utveckling i ”fel” riktning – en räntehöjning får en direkt effekt på KPI som innebär att inflationen stiger medan syftet med räntehöjningen är att dämpa den ekonomiska aktiviteten och minska inflationen.¹⁰⁰

I Figur 15.3 visas utvecklingen av KPI tillsammans med två alternativa mått, KPIF och HIKP, vilka beskrivs vidare nedan. Utöver att vara mer volatil har KPI även en lägre genomsnittlig utveckling per år under perioden 1994–2018: 1,2 procent jämfört med 1,6 procent för de två andra måtten. Det beror på att räntorna trendmässigt har fallit tillbaka under perioden, vilket påverkar KPI-inflationen negativt.

⁹⁹ Det beror framför allt på att rörlig bolåneränta är vanligare i Sverige, se Palmqvist (2013).

¹⁰⁰ Se Riksbanken (2016).

Figur 15.3 Inflation enligt tre olika mått, 1994–2018

Anm. KPI = konsumentprisindex; KPIF = KPI med fast ränta; HIKP = harmoniserat index för konsumentpriser.

Källa: Konjunkturinstitutets databas (www.konj.se).

KPIF och HIKP två möjliga alternativ till KPI

KPI:s känslighet för förändringar i Riksbankens reporänta var huvudorsaken till att Riksbanken bytte mått i september 2017, från KPI till KPIF.¹⁰¹ De två alternativ till KPI som oftast lyfts fram i den svenska debatten är KPIF och HIKP.¹⁰² KPIF är KPI med fast ränta, dvs. måttet exkluderar direkta effekter av ränteförändringar i KPI. I samband med de stora ränteförändringarna under finanskrisen och den efterföljande lågkonjunkturen blev det än mer tydligt att Riksbanken i praktiken styrde penningpolitiken mot KPIF, inte mot den formella målvariabeln KPI.

HIKP står för ”Harmoniserat index för konsumentpriser” och baseras på en EU-förordning. Ett viktigt syfte med måttet är att underlätta jämförelser av prisutvecklingen mellan EU-länder. Utöver EU-

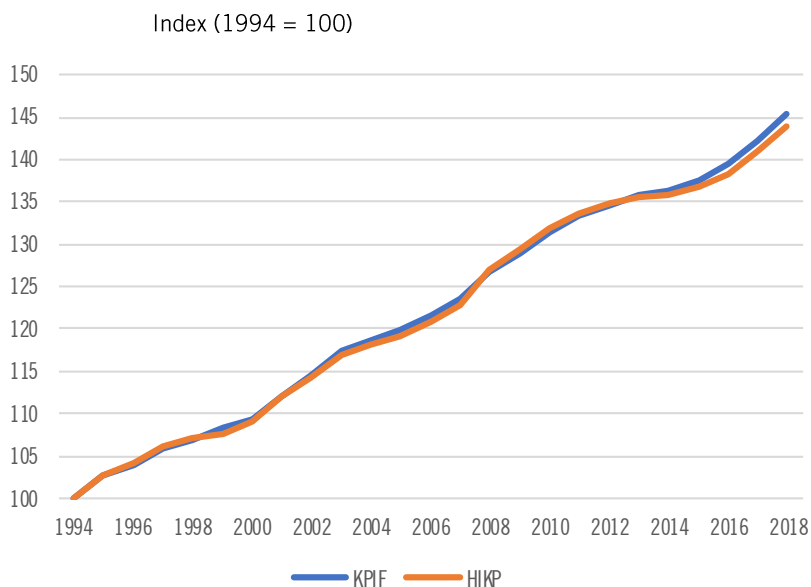
¹⁰¹ Se Riksbanken (2017a, b).

¹⁰² Se Konjunkturinstitutet (2016) och Riksbanken (2016) för en analys av skillnaderna mellan KPIF och HIKP. I de av riksdagen beställda tre externa utvärderingarna förordas tre olika mått: Giavazzi och Mishkin (2006) förordar HIKP, Goodhart och Rochet (2011) förordar KPI medan Goodfriend och King (2016) förordar KPIF (se avsnitt 14.4.2).

länderna beräknas det även för Island, Norge, Schweiz och Turkiet. Det bör dock noteras att principerna för hur HIKP beräknas, exempelvis när det gäller justering för kvalitetsförbättringar, skiljer sig åt mellan länder vilket i viss utsträckning försvårar jämförbarheten.

Den genomsnittliga skillnaden i inflationstakt 1994–2018 mellan HIKP och KPIF är mindre än en tiondel. Att skillnaderna är mycket små åskådliggörs i Figur 15.4 där utvecklingen av prisnivån sedan 1994 för de två indexen framgår.

Figur 15.4 KPIF och HIKP, 1994–2018



Anm. KPIF = Konsumentprisindex (KPI) med fast ränta; HIKP = harmoniserat index för konsumentpriser.
Källa: Konjunkturinstitutets databas (www.konj.se).

Skillnader enskilda år beror på att de faktorer som skiljer måtten åt tillfälligt har haft en avvikande utvecklingstakt. De viktigaste skillnaderna mellan måtten är följande:¹⁰³

¹⁰³ Se Konjunkturinstitutet (2016) och Riksbanken (2016).

- *Boendekostnader*: Även om direkta effekter från ränteförändringar rensas bort från KPIF så innehåller måttet andra boenderelaterade kostnader vilka varierar över konjunkturcykeln.¹⁰⁴ Effekterna av förändringar i bostadspriser ingår i KPIF som ett 25-årigt glidande medelvärde. I HIKP ingår endast löpande driftskostnader såsom sophantering och underhåll.
- *Olika indextyper*: Inflationen mätt med HIKP antar att konsumtionens sammansättning är den samma trots förändrade relativpriser. KPIF däremot tar, likt KPI, viss hänsyn till förändrade konsumtionsmönster.
- *Olika konsumtionskorgar*: Utöver nämnda skillnader ovan ingår äldrevård, sjukvård och vissa finansiella tjänster i HIKP men inte KPIF. Sammantaget är dock skillnaderna relativt små. Konsumtionskorgarna överensstämmer till 85–90 procent.
- *Internationell jämförbarhet*: KPIF beräknas endast i Sverige medan HIKP beräknas för alla EU-länder samt Island, Norge, Schweiz och Turkiet. HIKP används också som målvariabel i bl.a. euroområdet och Storbritannien. Vidare är HIKP det mått som Sverige rapporterar årligen till EU-kommissionen i den s.k. konvergensrapporten.

Som nämns ovan bytte Riksbanken målvariabel från KPI till KPIF i september 2017. Den huvudsakliga motiveringen var att KPIF (liksom HIKP) inte påverkas direkt av ränteförändringar.¹⁰⁵ Valet mellan KPIF och HIKP motiverades dock inte utifrån vilket mått som är att föredra utifrån de strukturella skillnaderna som beskrivs ovan. I stället motiverades valet av KPIF framför HIKP med att det sistnämnda måttet¹⁰⁶

skulle kunna komma i konflikt med budskapet om oförändrad penningpolitik i samband med bytet av målvariabel

¹⁰⁴ För egna hem ingår det genomsnittliga anskaffningsvärdet (kapitalstocken), fastighetsskatt, avskrivningar och villaförsäkring. För bostadsrätter approximeras boendekostnader med s.k. imputerade hyreskostnader.

¹⁰⁵ Riksbanken (2017a). För rapporter som föregick detta beslut, se Riksbanken (2016a, 2017b) och Apel m.fl. (2016).

¹⁰⁶ Riksbanken (2017b), s. 3.

Vad som exakt avsågs med detta är oklart. Beträffande eventuell penningpolitisk påverkan av valet av målvariabel kan noteras att vid tillfället då förändringen gjordes prognostiserade Riksbanken att KPIF skulle öka 0,1 procentenheter snabbare än HIKP åren 2017–2019.¹⁰⁷ Därutöver visar Riksbankens beräkningar att ökningstakten i KPIF det kommande decenniet överstiger ökningstakten i HIKP med cirka 0,2 procentenheter.¹⁰⁸

Alternativ till nuvarande prisindex

I detta avsnitt har hittills endast olika typer av konsumentprisindex diskuterats som möjliga nominella ankare i ett penningpolitiskt mål. Det finns dock andra ”priser” i ekonomin som ibland lyfts fram som ersättare eller komplement till traditionella prisindex. Bland dessa tillhör utvecklingen av nominella löner och tillgångspriser de vanligaste.

Löneutveckling

Det finns internationella studier som indikerar att löneutvecklingen har närmare samband med den realekonomiska utvecklingen än KPI-relaterade mått.¹⁰⁹ En viktig förklaring till detta är att KPI-relaterade mått påverkas mer av tillfälliga störningar från bl.a. utländska priser och växelkursrörelser. Utvecklingen av löner och realekonomi (t.ex. sysselsättning) är däremot mindre volatila.¹¹⁰ En penningpolitik som stabiliserar löneutvecklingen har därför förutsättningar att i högre utsträckning också stabilisera den realekonomiska utvecklingen jämfört med en stabilisering av KPI-relaterade mått. Det bör också noteras att den nominella löneutvecklingen är en central komponent för hur inflationen utvecklas. Det beror på att lönekostnaden utgör en stor andel av företagets totala kostnader. Om lönekostnaderna stiger

¹⁰⁷ Se Riksbanken (2017c), Tabell 2, s. 32.

¹⁰⁸ Riksbanken (2017a).

¹⁰⁹ Modellberäkningar baserade på amerikanska data visar att det är mer fördelaktigt om centralbanken stabiliserar löneutvecklingen jämfört med prisutvecklingen, se Debortoli m.fl. (2019). Huruvida detta förhållande även gäller svensk ekonomi är oklart då det saknas systematiska empiriska studier. Se Mankiw och Reis (2003) för ett teoretiskt bidrag.

¹¹⁰ Arbetskostnader, som utöver löner även inkluderar arbetsgivaravgifter och löneberoende skatter, kan dock vissa år vara volatila på grund av förändringar i dessa två komponenter.

mer än produktiviteten måste företagen förr eller senare höja priserna om vinstandelen inte varaktigt ska bli lägre.

Det faktum att löner är mer trögrörliga innebär att löneförändringar blir mer persistenta, exempelvis är det inte sannolikt att en höjning av lönenivån reverseras i framtiden. Eftersom löneutvecklingen förr eller senare påverkar prisutvecklingen så smittar persistensen i löneökningar över till persistens i inflation. Det är i första hand denna persistens i inflation som centralbanker vill motverka eftersom den kan ge ekonomiska kostnader. Att ha löneutvecklingen som ett nominellt ankare, eller åtminstone som ett intermediärt mål, har därför förts fram som ett alternativ till KPI-relaterade mått.¹¹¹ Nyare forskning indikerar också att det är mer fördelaktigt för centralbanken att styra mot löneutvecklingen än inflationen.¹¹²

Att löneutvecklingen är något som centralbanker noga följer är uppenbart från deras kommunikation. Tillsammans med produktivitetens utvecklingen är det sannolikt den mest centrala variabeln när centralbankerna ska bedöma hur den underliggande inflationstakten utvecklas på några års sikt. Hittills har dock inte någon centralbank använt löneutvecklingen som ett uttalat mål för penningpolitiken.

Tillgångspriser

Tillgångspriser, såsom den årliga ökningstakten i bostads- eller aktiepriser, ingår inte de målvariabler som centralbanker använder.¹¹³ Upprinnelsen till finanskrisen och den penningpolitiska inriktningen under den efterföljande lågkonjunkturen har accentuerat en debatt huruvida utvecklingen av tillgångspriser på ett tydligare sätt bör ingå i centralbankernas målvariabler. Åren innan finanskrisen var den ekonomiska utvecklingen stark i många länder med hög tillväxt i tillgångspriser såsom bostäder och aktier. Samtidigt var inflationsutvecklingen jämförelsevis måttlig. Likaledes har tillgångspriserna, bl.a. som en följd av centralbankernas expansiva penningpolitik, ökat

¹¹¹ Se t.ex. Blanchflower och Posen (2014) och Erceg m.fl. (2000).

¹¹² Debortoli m.fl. (2019) visar att det ekonomiska utfallet blir mer fördelaktigt om lönetillväxt i stället för inflation beaktas i centralbankernas räntesättning. Det gäller speciellt om centralbanken som reellt mål använder sig av sysselsättningens avvikelse från en trendmässig utveckling.

¹¹³ Däremot ingår i KPIF effekterna av förändringar i bostadspriser men då som ett 25-årigt glidande medelvärde.

kraftigt under konjunkturuppgången efter finanskrisen medan inflationsutvecklingen varit svag.¹¹⁴ Frågan är då om, och i så fall hur, centralbankerna bör ta större hänsyn till utvecklingen av tillgångspriserna när de bedriver penningpolitik.

Enligt internationella överenskommelser ska konsumentbaserade priser avspegla levnadsomkostnader och endast innefatta varor och tjänster.¹¹⁵ Det bör noteras att det är prisutvecklingen av *nuvarande* varor och tjänster som utgör grunden för den prisutveckling som ingår i beräkningarna. Utifrån ekonomisk teori är ett mer korrekt sätt att mäta utvecklingen av levnadsomkostnader att beakta prisutvecklingen på såväl *nuvarande* som *framtida* varor och tjänster.¹¹⁶ Ett praktiskt problem med en sådan ansats är att framtida priser inte finns tillgängliga för de flesta varor och tjänster. Det har dock framförts att olika typer av tillgångspriser (såsom huspriser och aktiepriser, vilka är framåtblickande) kan användas som proxy för framtida priser. Om exempelvis huspriser stiger i dag är det en proxy för att de s.k. boendetjänster bostaden kommer att leverera ägaren i framtiden har stigit i pris. Detta angreppssätt stöter dock på praktiska problem eftersom tillgångspriser kan vara mycket volatila vilket försvårar penningpolitikens roll att, utöver ett prisstabilitetsmål, stabilisera den realekonomiska utvecklingen.

Att inkludera årliga förändringar i tillgångspriser i centralbankernas målvariabler är av dessa skäl problematiskt. I stället har debatten sedan finanskrisen fokuserat kring om centralbanker inom ramen för penningpolitiken bör ta hänsyn till utvecklingen av tillgångspriser utan att de nödvändigtvis behöver ingå i de officiella inflationsmått som har valts. Frågan om penningpolitiken ska ta hänsyn till tillgångspriser *utöver* dess förväntade effekt på inflation och den realekonomiska utvecklingen analyseras i kapitel 17.

15.3.7 Rättsliga förutsättningar

Mot bakgrund av den ekonomiska analysen i kapitlet inställer sig frågan vilka rättsliga förutsättningar som finns för att välja penningpolitisk målvariabel och målnivå. Det gäller särskilt ur ett unionsrättsligt perspektiv. Som berörs i avsnitt 15.2.3 ovan är huvudmålet

¹¹⁴ Se avsnitt 17.4.1 för en beskrivning av hur räntenivån påverkar tillgångspriser.

¹¹⁵ Se ILO (2004).

¹¹⁶ Se Alchian och Klein (1973). Se även Goodhart (2001, 2005) för en diskussion.

för den gemensamma penning- och valutapolitiken inom EU, den monetära politiken, att upprätthålla prisstabilitet. ECB-rådet preciserade 1998 detta mål genom att anta en definition av begreppet prisstabilitet. Genom denna definition angavs att den årliga ökningen av prisnivån för euroområdet, mätt i HIKP, ska understiga två procent. ECB-rådet förtydligade sedan denna definition 2003 genom att ange att ECB, i syfte att uppnå prisstabilitet, avser att hålla inflationen under men nära två procent på medellång sikt.

Målintervall och unionsrätten

I avsnitt 15.3.3 berörs olika typer av inflationsmål med intervall, bl.a. punktmål med intervall. Det unionsrättsliga prisstabilitetsmålet ger utrymme att fastställa inflationsmål på något olika nivåer. Exempelvis talar det mesta för att ett inflationsmål på den nivå som Norge tidigare tillämpade¹¹⁷, 2,5 procent, skulle vara förenligt med prisstabilitetsmålet. Prisstabilitetsmålet torde också medge att ett inflationsmål i form av ett punktmål med intervall eller variationsband fastställs. Som framgår ovan tillämpar ECB ett inflationsmål som innebär att inflationen ska vara under men nära två procent. ECB:s inflationsmål ger således utrymme för att inflationstakten varierar något. Riksbanken har tidigare tillämpat ett toleransintervall och tillämpar sedan september 2017 ett s.k. variationsband. Dessa exempel talar för att prisstabilitetsmålet inte förutsätter ett inflationsmål med enbart ett punktmål. Det finns således skäl att anta att ett målintervall – inom vissa gränser – är förenligt med unionsrätten. Däremot skulle ett intervall som tillåter en relativt hög inflation kunna komma i konflikt med prisstabilitetsmålet. Detta gäller dock även för högt satta punktmål.

Åtgärder som vidtas för att öka inflationen

Som berörs i avsnitt 15.2.4 ovan är utgångspunkten i förarbetena till bestämmelsen om prisstabilitetsmålet att inflationstakten inte ska vara noll. En viss inflation är således förenlig med prisstabilitetsmålet. I förarbetena synes dock inte ha förutsetts ett ekonomiskt läge med en alltför låg inflation. Således förefaller förarbetena till

¹¹⁷ Inflationsmålet i Norge sänktes från 2,5 procent till 2 procent 2018.

bestämmelsen om prisstabilitetsmålet utgå från att de penningpolitiska åtgärder som kan komma i fråga ska minska inflationstakten.¹¹⁸ På senare tid har såväl Riksbanken som andra centralbanker agerat för att få upp inflationen. Ett sådant agerande är givetvis förenligt med Riksbankens eget inflationsmål om 2 procent, förutsatt att inflationen understiger detta mål. Det kan dock vid en första anblick förefalla svårt att förena sådana åtgärder med det övergripande penningpolitiska målet om att upprätthålla ett fast penningvärde. Som berörs ovan ska dock inte prisstabilitetsmålet tolkas som att inflationstanken ska vara noll. Dessutom är Riksbankens inflationsmål förenligt med prisstabilitetsmålet. Det måste därför anses vara tillåtet att vidta åtgärder för att öka inflationstakten. Det gäller inte minst åtgärder som syftar till att motverka deflation. I viss mån kan dock behovet av att under vissa förutsättningar öka inflationen sägas tala för ett penningpolitiskt mål som tydligt ger utrymme för att en viss inflation förekommer. Ett exempel på ett sådant mål är låg och stabil inflation.

Prisnivåmål och genomsnittligt inflationsmål

Prisnivåmål och ett genomsnittligt inflationsmål är i likhet med ett inflationsmål knutet till prisutvecklingen. Mot den bakgrunden torde det vara förenligt med det unionsrättsliga prisstabilitetsmålet givet att målet för den genomsnittliga utvecklingen av prisnivån är förenlig med prisstabilitet (t.ex. att den ökar med 2 procent per år i genomsnitt). För denna slutsats talar särskilt det förhållandet att osäkerheten kring den framtida prisnivån minskar och att en högre grad av förutsägbarhet uppnås jämfört med ett inflationsmål. Förutsägbarhet i prisutvecklingen måste anses vara förenligt med begreppet prisstabilitet. I samma riktning talar det förhållandet att ett prisnivåmål och ett genomsnittligt inflationsmål under vissa förutsättningar kan vara effektivare än ett inflationsmål i att stabilisera den ekonomiska utvecklingen.

¹¹⁸ Se t.ex. det som anförs om hög och instabil inflation i Ds 1997:50 s. 47.

Ett mål för nominell BNP-tillväxt eller nominell BNP-nivå

En grundläggande förutsättning för att införa ett annat penningpolitiskt mål än ett inflationsmål är att detta är förenligt med det unionsrättsliga prisstabilitetsmålet (se ovan). Det senare målet har av ECB tolkats som ett inflationsmål och definierats i förändrings-termer. Detta överensstämmer för övrigt med hur många andra centralbanker har tolkat liknande mål. Ett mål som avser nominell BNP-tillväxt eller nominell BNP-nivå kan eventuellt inrymmas i den reala hänsyn som ingår ECBS:s stöd till den allmänna ekonomiska utvecklingen (artikel 282.2 i EUF-fördraget). Eftersom det endast delvis är knutet till prisutvecklingen torde det dock inte vara förenligt med det unionsrättsliga prisstabilitetsmålet. Det saknas därför förutsättningar för att ha ett penningpolitiskt mål i svensk rätt som är knutet till nominell BNP-tillväxt eller nominell BNP-nivå.

15.3.8 Kommitténs överväganden

Kommitténs bedömning: Riksbankens nuvarande precisering av det penningpolitiska målet (prisstabilitetsmålet) innebär att målvariabeln är ett inflationsmål, målsatt utveckling är 2 procent per år samt att valt prisindex är KPIF. Under kända förutsättningar är det enligt kommitténs bedömning en lämplig precisering som på bästa sätt kan stabilisera inflationen och den realekonomiska utvecklingen över konjunkturcykeln.

Kommitténs bedömning: Riksbanken bör redovisa inom vilken tidshorisont inflationsmålet i normalfallet förväntas att nås, i syfte att utgöra en referenspunkt, både vid utvärdering av måluppfyllelse och vid de tillfällen en längre horisont anses vara nödvändig. Redovisningen av den normala tidshorisonten utgör en naturlig del i den s.k. penningpolitiska strategi som den nya riksbankslagen ska föreskriva att Riksbanken redovisar (se förslag i avsnitt 33.6.3).

I detta avsnitt presenteras kommitténs bedömningar beträffande lämplig precisering av prisstabilitetsmålet avseende målvariabel, målnivå och prisindex. Dessutom kommenteras intervall och tidshorisont.

Precisering av prisstabilitetsmålet

Målvariabel

Som framgår i avsnitt 15.3.2 finns för- och nackdelar med att byta nuvarande inflationsmål mot s.k. nivåbaserade mål – antingen ett prisnivåmål eller genomsnittligt inflationsmål. Nivåbaserade mål har inte applicerats i modern tid men modellberäkningar visar att om en sådan målvariabel blir trovärdig kan den nominella måluppfyllelsen öka och den konjunkturella variationen i produktion och sysselsättning minska jämfört med då en inflationsnivå är målvariabel. Ett nivåbaserat mål innebär att Riksbankens riktmärke för inflations-takten blir tidsvarierande. Ekonomisk teori talar för ett prisnivåmål men i praktiken bedömer kommittén att finns det betydande osäkerheter och problem med att införa ett prisnivåmål.

- Ett nivåbaserat mål har inte provats i modern tid och det finns därför ingen evidens om det i dag skulle fungera i praktiken. Bl.a. finns ingen kunskap om i vilken grad ekonomins aktörer kommer att förstå målet och vara tillräckligt framåtblickande för att målets teoretiskt motiverade fördelar ska materialiseras.
- Det är problematiskt att vara det första landet som provar denna typ av mål i modern tid, inte minst för ett litet land som Sverige då andra större centralbanker såsom ECB och Federal Reserve inte kan förväntas följa efter. Det minskar sannolikheten att ekonomins aktörer agerar på ett sätt som är förenligt med intentionerna bakom målformuleringen.
- Generellt är temporära utbudsstörningar, vilka får utvecklingen av priser och realekonomi att påverkas i olika riktning, problematiska vid ett prisnivåmål. En liten öppen ekonomi som den svenska är mer utsatt för utbudsrelaterade inflationsimpulser utifrån än större och mer slutna ekonomier, både vad gäller frekvens och magnitud. Det innebär att den målsatta inflationstakten kommer att behöva variera i större utsträckning jämfört med om en mer slutna ekonomi införde prisnivåmål.

Kommittén bedömer sammantaget att det är svårare att uppnå en hög trovärdighet för ett prisnivåmål än ett inflationsmål. I valet mellan inflationsmål och prisnivåmål bör också beaktas att, som framgick i

avsnitt 15.3.2, ett inflationsmål kan appliceras på ett sätt som, när så är lämpligt, kan uppnå liknande effekter som ett prisnivåmål. Ett s.k. temporärt prisnivåmål ryms inom den nuvarande flexibla inflationsmålspolitiken och kan vara lämpligt att använda, speciellt då penningpolitiken är begränsad av ett räntegolv. En sådan tillämpning av nuvarande inflationsmålsregim undviker flera av prisnivåmålets nackdelar, framför allt frekventa variationer i målsatt inflation på grund av avvikelser från prisnivåns trendutveckling.

Motsvarande argumentation och jämförelse går att göra mellan nuvarande inflationsmål och ett genomsnittligt inflationsmål. Även om det sistnämnda inte har samma långa ”minne” som ett prisnivåmål kan målsatt inflation behöva variera betydligt mer än vid ett inflationsmål vilket ställer höga krav på förmågan att anpassa inflationsförväntningarna i förhållande till det varierande inflationsmålet. Med avseende på betydelsen av förväntningar kan det finnas en fördel med ett genomsnittligt inflationsmål jämfört med att vid behov tillämpa ett tillfälligt prisnivåmål eftersom det förstnämnda innebär en permanent regimförändring. Möjligheten till flexibilitet inom ramen för nuvarande regim samt faktumet att ingen av de centralbanker som studerats i betänkandet har valt ett genomsnittligt inflationsmål är dock enligt kommitténs tillräckliga skäl att förorda ett inflationsmål framför andra alternativ.

Precisering av målnivå

Först behandlar kommittén frågan om inflationsmålet bör vara ett punktmål eller ett mål omgivet av ett intervall. Därefter tar kommittén ställning till målnivån.

Intervall

I avsnitt 15.3.3 diskuteras *målintervall*, *toleransintervall* och *intervall*, där det sistnämnda avser det som Riksbanken använder och benämner *variationsband*. Syftet med variationsbandet är framför allt att visa på att inflationsprognoser är osäkra och hur de historiskt förhåller sig till ett visst intervall. Det är ett av flera möjliga verktyg som centralbanker kan använda för att kommunicera osäkerhet. Därför bör det lämnas till Riksbanken att bestämma om ett varia-

tionsband ska användas. Ett sådant intervall kan innebära att mindre fokus läggs på relativt små avvikelser mellan inflationsutfall och målsatt nivå i den allmänna debatten vilket i förlängningen kan öka trovärdigheten för inflationsmålet.

Ett toleransintervall kan tolkas som att vissa typer av avvikelser ”toleras” medan andra inte gör det. Om toleransintervallet överträds ligger det i begreppets natur att någon form av (icke-linjärt) agerande kommer att ske. Agerandet kan vara att centralbanken måste förklara sig inför de folkvalda eller, exempelvis, att penningpolitiken ska agera mer aggressivt för att återföra inflationen inom intervallet igen. Detta synsätt vilar dock på en förenklad bild av hur komplex penningpolitisk praktik och utvärdering är. Vad som är en mild respektive allvarlig avvikelse från ett punktmål beror på situationsspecifika faktorer och kan inte på förhand definieras. Några exempel på detta är följande:

- En mindre avvikelse under längre tid kan, men behöver inte, vara mer allvarlig än en större avvikelse under kort tid.
- Mindre systematiska avvikelser kan, men behöver inte, vara mer allvarliga än större osystematiska avvikelser.
- En mindre avvikelse som Riksbanken är ensam om kan, men behöver inte, vara allvarligare än en större avvikelse som Riksbanken delar med andra centralbanker.

Det finns inget toleransintervall som kan täcka in alla ovanstående situationer. Därutöver innebär ett toleransintervall en osäkerhet hos ekonomins aktörer kring hur centralbanken kommer att agera nära, på och utanför intervallet. Sammantaget är det enligt kommitténs uppfattning lämpligt att som Riksbanken välja ett variationsband.

Ett målintervall är problematiskt då det riskerar att innebära en högre osäkerhet om målets nivå vilket kan påverka ekonomins utveckling negativt. Ett målintervall kan också försvåra utvärdering och ansvarsutkrävande. Om Riksbanken skulle finna anledning till att en annan inflationstakt vore lämplig kan den process som beskrivs i avsnitt 15.2.4 initieras.

Målnivå

Som framgår av avsnitt 15.3.5 råder ingen konsensus inom den ekonomiska litteraturen kring vilken målnivå som bäst främjar den ekonomiska utvecklingen. De flesta centralbanker med ett inflationsmål har valt en målnivå kring 2 procent.¹¹⁹ Samtidigt har skälen för ett högre inflationsmål blivit fler sedan finanskrisen och den efterföljande lågkonjunkturen. Det beror på att sannolikheten för att centralbankerna, på grund av en låg neutral realränta, även i framtiden ska vara begränsade av ett räntegolv har ökat. En internationell diskussion har också förts om att inflationsmål bör höjas, framför allt för att uppnå en större ”fallhöjd” för styrräntan till det effektiva räntegolvet i kommande lågkonjunkturer. Med något undantag har dock justeringar av inflationsmålen bland världens centralbanker inte skett.

Trots att ett högre inflationsmål innebär en fördel i och med att penningpolitiken då mer sällan kommer att vara begränsad finns det flera andra omständigheter att ta hänsyn till. Kommitténs sammantagna bedömning är att det inte är lämpligt att i nuläget förorda en höjning av inflationsmålet, framför allt av följande skäl:

- Behovet av ett högre inflationsmål är som störst då räntan når räntegolvet, men då finns det andra åtgärder att tillgå:
 - Som analyseras i avsnitt 18.6–18.9 kan Riksbanken i likhet med andra centralbanker vidta s.k. balansräkningsåtgärder.¹²⁰ Empirisk evidens tyder på att dessa haft effekter på, framför allt, finansiella variabler (räntor, tillgångspriser och växelkurser) och, om än i mindre grad, inflationen och realekonomin.¹²¹
 - Den flexibla inflationsmålspolitiken (med bibehållen målnivå) kan anpassas till den ekonomiska situationen. Som beskrivs i avsnitt 15.3.2 beträffande lämplig målvariabel är det möjligt för Riksbanken att inom ramen för nuvarande inflationsmålsregim tillfälligt sikta på en annan målnivå än den målsatta (s.k.

¹¹⁹ Den målnivå som diskuteras kan principiellt gälla ett inflationsmål, ett prisnivåmål och ett genomsnittligt inflationsmål. I den följande diskussionen benämns dock endast inflationsmål eftersom kommittén tog ställning för ett sådant mål ovan.

¹²⁰ Detta var ett centralt argument när Kanada beslutade att inte höja sitt inflationsmål, se Bank of Canada (2016).

¹²¹ Se avsnitt 18.5.2 och referenser däri.

tillfälligt prisnivåmål). Det ökar möjligheten för att penningpolitiken ska vara effektiv även då räntan når räntegolvet.

- Ett nytt, högre mål kommer att innebära anpassningskostnader, även om storleken på dessa är mycket svåra att bedöma. Det beror på att det kommer att ta tid innan det nya målet åtnjuter den trovärdighet som behövs för att pris- och lönesättare ska agera i enlighet med det.
 - Trovärdigheten för ett högre mål skulle sannolikt uppkomma betydligt snabbare om det skedde samtidigt som några större centralbanker, exempelvis ECB och Federal Reserve, höjde sina inflationsmål. Det skulle ge lägre anpassningskostnader.
 - I likhet med analysen av målvariabel ovan innebär nuvarande förhandlingsordning på arbetsmarknaden och betydelsen av löneutvecklingen i Europa att ett avvikande inflationsmål inte skulle vara friktionsfritt att införa.

Val av prisindex

Som framgick av Tabell 15.3 har få förändringar skett i centralbankernas inflationsmålsregimer sedan finanskrisen. Det finns av naturliga skäl ett stort värde i att inte ändra vare sig prisindex, målvariabel eller målnivå för ofta. Riksbanken ändrade prisindex till KPIF i september 2017 efter att KPI används sedan 1993, dvs. i 24 år. Riksbanken tog i samband med detta fram analyser som belyste för- och nackdelar med KPIF respektive HIKP.¹²² Riksbanken landade i KPIF med motiveringen att HIKP ”skulle kunna komma i konflikt med budskapet om oförändrad penningpolitik i samband med bytet av målvariabel”.¹²³ Det framgick dock inte av Riksbankens motivering hur de olika för- och nackdelar som beskrevs i underlagsrapporten som låg till grund för beslutet vägdes mot varandra. Det försvårar ett ställningstagande från kommittén.

Kommittén anser sammantaget att det ska vara ett konsumentprisbaserat index och förordar att nuvarande prisindex (KPIF) behålls. Det beror framför allt på att Riksbanken bytte prisindex så sent som 2017 vilket i sig talar för att inte ändra det i närtid. Dess-

¹²² Se Riksbanken (2017b).

¹²³ Se Riksbanken (2017a), s. 3.

utom är det kommitténs bedömning att skillnaden mellan de två alternativ som Riksbanken lyfte fram i sin bedömning (KPIF och HIKP) är liten beträffande såväl att begränsa variationerna i inflationen och realekonomin över konjunkturcykeln vilket talar för att det nyligen införda måttet bör behållas tills vidare.

Tidshorisont

Kommittén anser att det för det första behövs en typ av ankare som beskriver inom vilken horisont prisstabilitetsmålet i normalfallet förväntas att nås. En tidsrymd om två–tre år för detta ankare, vilket ECB benämner som en standardhorisont, förefaller vara en rimlig utgångspunkt men Riksbanken bör även fortsättningsvis deklarerat sin syn. För det andra anser kommittén att det är rimligt att Riksbanken vid behov ska kunna kommunicera att den förlängda horisonten och motiven för denna. Då det inte på förhand går att exakt precisera längden på en sådan horisont bör det vara upp till Riksbanken att bedöma det utifrån rådande situation. En rimlig princip är dock att ju längre horisonten sträcker sig utöver den normala desto mer noggrann och väl underbyggd argumentation bör presenteras.

Det är lämpligt att Riksbanken fortsätter att kommunicera sin standardhorisont i sin penningpolitiska strategi, se vidare avsnitt 33.6.3.

15.4 Referenser

- Akerlof, G. A., W. T. Dickens och G. L. Perry (2000), "Near-rational wage and price setting and the long run Phillips curve", *Brookings Papers on Economic Activity*, nr 1, s. 1–44.
- Akerlof, G. A., W. T. Dickens, och G. L. Perry (1996), "The macroeconomics of low inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, nr 1, s. 1–59.
- Alchian, A. och B. Klein (1973), "On a correct measure of inflation", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 5, nr 1, s. 173–191.
- Andersson, B. och C. A. Claussen (2017), "Alternativ till inflationsmålspolitiken", *Penning- och valutapolitik* 2017:1, s. 49–83. Riksbanken.
- Andersson, F. NG. och L. Jonung (2017), "How tolerant should inflation-targeting central banks be? Selecting the proper tolerance band – Lessons from Sweden", *Working paper* nr 2, Lunds universitet.
- Apel, M., H. Armelius och C. A. Claussen (2017), "Nivån på inflationsmålet – en problemöversikt", *Penning- och valutapolitik* 2017:2, s. 35–55, Riksbanken.
- Apel, M. och C. A. Claussen (2017), "Inflationsmål och intervall – vilka är för- och nackdelarna?", *Penning- och valutapolitik* 2017:1, s. 83–103, Riksbanken.
- Apel, M., H. Armelius och C. A. Claussen (2016), "Prisindex för inflationsmålet", *Ekonomiska kommentarer* 2016:2. Riksbanken.
- Ball, L., J. E. Gagnon, P. Honohan och S. Krogstrup (2016), "What else can central banks do?", *Geneva Report on the World Economy* nr 18, International Centre for Monetary and Banking Studies and Centre For Economic Policy Research.
- Ball, L. (2014), "The case for a long-run inflation target of four percent", *IMF Working paper* nr 92.
- Balls, E., J. Howat och A. Stansbury (2016), "Central bank independence revisited: After the financial crisis, what should a model central bank look like?", *Working paper* nr 67, Harvard Kennedy School Mossavar-Rahmani Centre for Business and Government Associate.
- Bank of Canada (2016), *Renewal of the inflation-control target*, oktober.

- Bank of Canada (2011), *Renewal of the inflation-control target*, november.
- Bayoumi, T., G. Dell’Ariccia, K. Habermeier, T. Mancini-Grifolli och F. Valencia (2014), ”Monetary policy in the new normal”, *IMF Staff Discussion Note* nr 3.
- Beechey, M. och P. Österholm (2018), ”Point versus band targets for inflation”, *Working paper* nr 8, Örebro universitet.
- Berg, C. och L. Jonung (1999), ”Pioneering price level targeting: the Swedish experience 1931–37”, *Journal of Monetary Economics*, vol 43, juni, s. 525–551.
- Bernanke B. (2015), ”Monetary policy in the future”, kommentar vid IMF’s *Rethinking Macro Policy III Conference*, april.
- Bernanke, B. (2017a), ”Monetary policy in a low interest rate world: Comment”. In *Brookings Papers on Economic Activity*, våren 2017, s. 380–438, Brookings Institution.
- Bernanke, B. (2017b), ”Monetary policy in a new era”, uppsats bifogad till konferensen *Rethinking Macroeconomic Policy*, vid Peterson Institute, Washington, 12–13 oktober.
- Bernanke, B. S. (2017c), ”The zero lower bound on interest rates: How should the Fed respond”, blogginlägg, 13 april. Brookings.
- Billi, R. M. och G. A. Kahn (2008), ”What Is the Optimal Inflation Rate?” *Economic Review*, andra kvartalet, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Blanchard, O.J., G. Dell’Ariccia och P. Mauro (2010), ”Rethinking macroeconomic policy,” *IMF Staff Position Note*, nr 3.
- Blanchflower, D.G. och A. S. Posen (2014), ”Wages and labor market slack: Making the dual mandate operational”, *PIIE Policy Briefs*, april 15.
- Borio, C., P. Disyatat, M. Juselius och P. Rungcharoenkitkul (2018), ”Monetary policy in the grip of a pincer movement”, *BIS Working paper* nr 706, Bank of International Settlements.
- Borio, C. och A. Zabai (2016), ”Unconventional monetary policies: a re-appraisal”, *BIS Working Papers* nr 570, Bank of International Settlements.

- Bostic, R. (2018), "Thoughts on a long-run monetary policy framework, Part 2: The principle of bounded nominal uncertainty", blogginlägg, The Federal Reserve Bank of Atlanta. Finns tillgänglig på följande webbplats: www.frbatlanta.org/-/media/documents/blogs/macroblog/2018/0327-thoughts-on-long-run-monetary-policy-framework-series/2018-03-thoughts-on-long-run-monetary-policy-framework.pdf?d=1&s=blogmb
- Cahuc, P. och A. Zylberberg (2004), *Labor economics*, Cambridge Massachusetts: MIT Press.
- Cecchetti, S. G. och K. L. Schoenholtz (2017), "The case for a higher inflation target gets stronger", blogginlägg. Tillgänglig på följande webbplats: www.moneyandbanking.com/commentary/2017/4/2/the-case-for-a-higher-inflation-target-gets-stronger
- Coenen, G., M. Ehrmann, G. Gaballo, P. Hoffmann, A. Nakov, S. Nardelli, E. Persson och G. Strasser (2017), "Communication of monetary policy in unconventional times", *ECB Working paper* nr 2080, juni, Europeiska centralbanken.
- Constâncio, V. (2017), *The future of monetary policy frameworks*, tal, Lissabon, maj, Europeiska centralbanken.
- Debortoli, D., J. Kim, J. Lindé och R. C. Nunes (2019), "Designing a simple loss function for central banks: Does a dual mandate make sense?", *Economic Journal*, vol 129, nr 621, s. 2010–2038
- Dorich, J., N. L. St-Pierre, V. Lepetyuk och R. R. Mendes (2018), "Could higher inflation target enhance macroeconomic stability?", *BIS Working paper* nr 720.
- ECB (2011), *The monetary policy of the ECB*, Europeiska centralbanken.
- Eggertsson, G. B. och M. Woodford (2003), "The zero bound on interest rates and optimal monetary policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, nr 1, s. 139–233.
- Erceg, C., D. Henderson och A. Levin (2000), "Optimal monetary policy with staggered wage and price contracts", *Journal of Monetary Economics*, vol 46, nr 2, s. 281–333.
- Evans, C. L. (2012), "Monetary policy in a low-inflation environment: Developing a state-contingent price-level target," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 44, s. 147–155.

- Evans, C. (2010), *Monetary policy in a low-inflation environment: Developing a state-contingent price-level target*, tal, 16 oktober, Federal Reserve.
- Evans, G. W., E. Guse och S. Honkapohja (2008), "Liquidity traps, learning and stagnation", *European Economic Review*, vol 52, s. 1438–1463.
- Fischer, S. (1995), "Modern approaches to central banking", *NBER Working paper* nr 5064.
- Fischer, S. (1984), "The benefits of price stability," *Price Stability and Public Policy*, s. 33–49, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Fortin, P. (2001), "Inflation targeting: The three percent solution", *Policy Matters* nr 2, Institute for Research in Public Policy, Montreal.
- Fregert, K. och L. Jonung (2005). *Makroekonomi*. Andra reviderade upplagan, Lund: Studentlitteratur.
- Garín, Julio, R. Lester, och E. Sims (2016), "On the desirability of nominal GDP targeting", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol 69, s. 21–44.
- Giavazzi, F. och F. S. Mishkin (2006), *En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995–2005*, Rapport från riksdagen, 2006/07:RFR1.
- Golob, J.E. (1994), "Does inflation uncertainty increase with inflation?", *Economic Review*, tredje kvartalet, s. 27–38.
- Goodfriend, M. och M. King (2016), *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015*, Rapport från riksdagen, 2015/16:RFR6.
- Goodhart, C. A. E. (2001), "What weight should be given to asset prices in the measurement of inflation?", *Economic Journal*, vol 111, nr 472, s. 335–356.
- Goodhart, C. A. E. (2005), "The future of central banking", *Special paper* nr 162, London School of Economics Financial Markets Group.
- Goodhart, C. A. E. och J.-C. Rochet (2011), *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010*, Rapport från riksdagen, 2010/11: RFR5.

- Hatcher, M. och P. Minford (2016), "Stabilisation policy, rational expectations and price level versus inflation targeting: A survey", *Journal of Economic Surveys*, vol 30, nr 2, s. 327–355.
- Hebden, J. och D. López-Salido (2018), "From Taylor's rule to Bernanke's temporary price level targeting", *Finance and Economics Discussion Series* nr 51, Federal Reserve Board, Washington.
- HM Treasury (2013), *Review of the monetary policy framework*, mars.
- Honkapohja, S. och K. Mitra (2018), "Price level targeting with evolving credibility", *CEPR Discussion Paper* nr 12739.
- ILO (2004), *Consumer price index technical manual: theory and practice*, International Labour Organisation.
- Jonsson, T. och P. Österholm (2012), "The properties of survey-based inflation expectations in Sweden", *Empirical Economics* vol 42, s. 79–94.
- Kahn, G. A. (2009), "Beyond inflation targeting: Should central banks target the price level?", *Economic Review*, third quarter, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Kiley, M. T. och J. M. Roberts (2017), "Monetary policy in a low interest world", *Finance and Economics Discussion Series* nr 8, Federal Reserve Board, Washington.
- Konjunkturinstitutet (2014), "De låga inflationsförväntningarna – hur påverkar de ekonomin och vad kan penningpolitiken göra för att mildra deras effekter?", fördjupning i *Konjunkturläget*, december.
- Konjunkturinstitutet (2016), "En ny målvariabel för inflationsmålet?", fördjupning i *Konjunkturläget*, juni.
- Konjunkturinstitutet (2017), "Ny lägre bedömning av realräntor på längre sikt", fördjupning i *Konjunkturläget*, mars.
- Kryvstov, O. och R. R. Mendes (2015), "The optimal level of the inflation target: A selective review of the literature and outstanding issues", *Staff Discussion Paper* nr 8, Bank of Canada.
- Lucas, R. E. (1972), "Expectations and the neutrality of money", *Journal of Economic Theory*, nr 4, s. 103–124.
- Lundborg, P. och H. Sacklén (2006), "Low-inflation targeting and long-run unemployment", *Scandinavian Journal of Economics*, vol 108, nr 3, s. 397–418.

- Mankiw, N. G. och R. Reis (2003), "What measure of inflation should a central bank target?", *Journal of the European Economic Association*, vol 1, nr 5, s. 1058–1086.
- Moulton, B. R. (2018), "The measurement of output, prices and productivity: What's changed since the Boskin commission?", The Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy, 25 juli.
- Nessén, M. och D. Vestin (2005), "Average inflation targeting", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 37, nr 5, s. 837–863.
- NOU 2017:13, *Ny centralbankslov, organiserings av Norges Bank og statens pensjonsfond utland*, Norges offentliga utredningar.
- Ng, M. och D. Wessel (2018), "The framework for monetary policy", Brookings, 4 januari. Finns tillgänglig på följande webbplats: www.brookings.edu/blog/up-front/2018/01/04/the-hutchins-center-explains-the-framework-for-monetary-policy/
- Palmqvist, S. (2013), "Konsumentprisindex i Sverige och Kanada är inte så lika", inlägg på *Ekonomistas*, www.ekonomistas.se.
- Reifschneider, D. (2016), "Gauging the ability of the FOMC to respond to future recessions," *Finance and Economics Discussion Series* nr 68. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Reis, R. (2013), "Central bank design", *Journal of Economic Perspectives*, vol 27, nr 4, s. 17–44.
- Reserve Bank of Australia (2016), *Statement on the conduct of monetary policy*, september.
- Riksbanken (2010), *Penningpolitiken i Sverige*.
- Riksbanken (2015), *Penningpolitisk rapport*, december.
- Riksbanken (2016), "Riksbankens inflationsmål – målvariabel och intervall", *Riksbanksstudier*, september.
- Riksbanken (2017a), "Beslutsunderlag: Målvariabel och variationsband", *Promemoria*, 11 maj.
- Riksbanken (2017b), "Bilaga 1: Byte av målvariabel och introduktion av variationsband", *Promemoria*, maj.
- Riksbanken (2017c), *Penningpolitisk rapport*, juli.
- Røisland, Ø. (red., 2017), "Review of flexible inflation targeting (ReFIT)", *Occasional papers* nr 51, Norges Banks skriftserie.

- Schmitt-Grohe, S. och M. Uribe (2010), "The optimal rate of inflation", *NBER Working paper* nr 16054.
- SOU 1993:20, *Riksbanken och prisstabiliteten*.
- SOU 1999:124, *Bias i Sveriges konsumentprisindex*, bilaga 6.
- Summers, L. H. (2018), "Why the Fed needs a new monetary policy framework", i *Rethinking the Fed's 2 percent inflation target*, Summers, L. H., D. Wessel och J. D. Murray (reds.), Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings.
- Svensson, Lars E. O. (1999), "Price-level targeting versus inflation targeting: A free lunch?", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 31, nr 3, s. 277–95.
- Svensson, Lars E.O. (2009), *Penningpolitik vid nollränta*, tal, 17 februari, Sveriges Riksbank.
- Svensson, L. E. O. (2010), "Inflation Targeting", kapitel 22 i *Handbook of Monetary Economics*, vol 3B, Friedman, B. M. och M. Woodford (red.), San Diego: North-Holland.
- Svensson, L. E. O. (2013), "Some lessons from six years of practical inflation targeting", *Penning- och valutapolitik* 2013:3, s. 29–80. Riksbanken.
- Svensson, Lars E.O. (2018), "The future of monetary policy and macroprudential policy", kommande publicering i en festskrift tillägnad Vítor Constâncio, 8 november. Tillgänglig på följande webbplats: <https://larseosvensson.se>.
- Svensson, L. E. O. (2019), "Monetary policy strategies for the Federal Reserve", utkast till konferensen *Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices—A Fed Listens Event*, Federal Reserve Bank of Chicago, 4–5 juni. Tillgänglig på följande webbplats: <https://larseosvensson.se>.
- Tobin, J. (1972), "Inflation and unemployment", *American Economic Review*, vol 62, nr 1, mars, s. 1–18.
- Tucker, P. (2016), "How can central banks deliver credible commitment and be 'Emergency institutions'?", kapitel 1 Cochrane, J. och J. Taylor (reds.) *Central bank governance and oversight reform*, Stanford: Hoover Institution Press.

- Tucker, P. (2018), *Unelected Power, the Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton: Princeton University Press.
- Vestin, D. (2006), "Price-level versus inflation targeting", *Journal of Monetary Economics*, vol 53, nr 7, s. 1361–1376.
- Williams, J. C. (2014), "Monetary policy at the zero lower bound: Putting theory into practice", rapport publicerad för *Hutchins center on fiscal & monetary policy at Brookings*.
- Williams, J. C. (2016), *Whither inflation targeting?*, tal, 6 september, Federal Reserve.
- Woodford, M. (2003), *Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy*, Princeton: Princeton University Press.

16 Realekonomisk hänsyn inom penningpolitiken

16.1 Inledning

Som beskrivs i avsnitt 6.2.5 bedriver centralbanker, inklusive Riksbanken, s.k. flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär att centralbanken tar hänsyn till den realekonomiska utvecklingen, exempelvis produktion och sysselsättning, när den ska uppfylla sina prisstabilitetsmål. Det är vedertaget i den nationalekonomiska litteraturen att det är möjligt att uppnå en högre välfärd genom att ta hänsyn till den realekonomiska utvecklingen *utöver* dess inverkan på inflations-takten.¹ Enligt unionsrätten är dock prisstabilitetsmålet överordnat andra eventuella variabler centralbanker tar hänsyn till.²

I Sverige finns ingen uttalad real hänsyn i riksbankslagen. Det finns däremot uttalanden i förarbetena (prop. 1997/98:40 s. 54) om att Riksbanken ska stödja den allmänna ekonomiska politiken vilket Riksbanken sedan har konkretiserat i sin penningpolitiska strategi.³ Som framgår i kapitlet är det vanligt i andra länder att folkvalda uttrycker i lagen eller i andra styrande dokument att någon form av real hänsyn ska tas i penningpolitiken.

¹ Se t.ex. Svensson (2010).

² Artikel 127.1 i EUF-fördraget, se avsnitt 16.5 för en juridisk analys. Hur "överordnat" kan tolkas i praktiken berörs i avsnitt 16.2.1.

³ Se avsnitt 16.4.1.

16.1.1 Frågeställningar och disposition

Enligt direktiven ska kommittén överväga

- hur val av inflationsmål påverkar möjligheten att stabilisera både inflationen och den realekonomiska utvecklingen i konjunkturcykelns olika faser
- i vilken utsträckning Riksbanken bör ta real hänsyn
- om real hänsyn inom penningpolitiken ska formuleras i lag.

Kommittén behandlar även den angränsande frågeställningen om vilken typ av real hänsyn som Riksbanken, i förekommande fall, bör ta.

När det gäller den första frågeställningen ovan behandlas den i avsnitt 15.3. Där tar kommittén ställning för att prisstabilitetsmålets nuvarande utformning vad gäller målvariabel (inflationsmål), utvecklingstakt (2 procent per år) och prisindex (KPIF) är lämplig utifrån nu kända förutsättningar. I detta ställningstagande ingår en bedömning att denna precisering av prisstabilitetsmålet har bäst förutsättningar att främja den realekonomiska utvecklingen över tid.

Analysen i detta kapitel inleds i avsnitt 16.2 med en kort beskrivning av hur penningpolitiken påverkar realekonomiska variabler, framför allt på kort sikt men eventuellt även på längre sikt. I avsnitt 16.3 visar en internationell utblick hur tio länder behandlar frågan om real hänsyn i lagstiftningen alternativt i andra styrande dokument. I 16.4 diskuteras olika typer av real hänsyn samt ett antal faktorer att beakta när utformning av lagtext om real hänsyn övervägs. De rättsliga förutsättningarna för att ta real hänsyn inom penningpolitiken analyseras i avsnitt 16.5. Kapitlet avslutas med kommitténs överväganden och förslag (avsnitt 16.6).

16.2 Realekonomiska effekter av penningpolitik

I detta avsnitt diskuteras kortfattat penningpolitikens möjligheter att påverka den realekonomiska utvecklingen på kortare och längre tidshorisonter. Även innebörden av att prisstabilitetsmålet är överordnat real hänsyn berörs.

16.2.1 Stabilisering över konjunkturcykeln

Det är väl belagt att penningpolitik inte bara påverkar inflationen utan även realekonomin, såsom utvecklingen av produktion och sysselsättning.⁴ Det beror i stor utsträckning på förekomsten av trögörsliga priser och löner vilket innebär att när centralbanker förändrar sina styrräntor påverkas olika realräntor i ekonomin. Det påverkar i sin tur den aggregerade efterfrågan via konsumtions- och investeringsbeslut samt, via växelkursen, export och import.

Det är vidare vedertaget att penningpolitik har större möjlighet att påverka den realekonomiska utvecklingen över konjunkturcykeln i nuvarande regim med rörlig växelkurs jämfört med en regim med fasta växelkurser.⁵ Detta tillsammans med flera praktiska problem inom finanspolitiken gör att penningpolitiken har huvudansvaret för stabiliseringspolitiken när växelkursen är rörlig. Det utesluter dock inte att finanspolitiken kan behöva hjälpa till att stabilisera ekonomin vid stora konjunktursvängningar, speciellt i djupa lågkonjunkturer då centralbanken är begränsad och bl.a. inte kan sänka sina styrräntor mer.⁶

Det är också väl belagt att centralbanker bör ta realekonomisk hänsyn *utöver* hur realekonomin påverkar inflationen.⁷ Det innebär i praktiken att det ur välfärdssynpunkt kan vara optimalt för en centralbank att låta inflationen tillfälligt avvika från målsatt nivå i syfte att främja den realekonomiska utvecklingen. Det gör att den reala ekonomin utvecklas mer stabilt. Att inflationen varierar mer jämfört med om penningpolitiken endast skulle inriktas på att stabilisera inflationen vid målsatt nivå är en kostnad som vägs upp av en jämnare realekonomisk utveckling. Även om den flexibla inflationsmålpolitiken inte alltid är kodifierad i lag bedrivs den, sannolikt utan undantag, av centralbanker som har en inflationsmålsregim.

Det bör slutligen noteras att stabilisering av inflationen vid målsatt nivå och stabilisering av realekonomin långt ifrån alltid är i konflikt med varandra, utan det beror på vilka störningar som påverkar ekonomin. I t.ex. en traditionell lågkonjunktur kommer tillväxttakten i produktion och sysselsättning att minska samtidigt som

⁴ Se t.ex. Galí (2015).

⁵ Se Finanspolitiska rådet (2018), kapitel 3, för en sådan uttalad uppfattning. För en textbokanalys, se Blanchard m.fl. (2017), kapitel 5.

⁶ Se även avsnitt 6.3.5.

⁷ Se t.ex. Svensson (2010).

inflationen sjunker under målet. I det läget skulle en expansiv penningpolitik bidra till att såväl inflationen som realekonomin rör sig i önskad riktning.

Relationen mellan prisstabilitetsmål och real hänsyn

Att hänsyn till den realekonomiska utvecklingen, utöver dess effekter på inflationen, är välfärdshöjande är ett skäl för att formellt föreskriva att en centralbank ska ta sådan hänsyn vid sidan av det unionsrättsliga huvudmålet⁸ om prisstabilitet. I EUF-fördraget står följande beträffande förhållandet mellan prisstabilitetsmålet (vilket benämns *huvudmålet*) och andra mål:⁹

Huvudmålet för ECBS ska vara att upprätthålla prisstabilitet. Utan att åsidosätta detta mål ska det stödja den allmänna ekonomiska politiken inom unionen för att bidra till att förverkliga unionens mål.

Vad ”utan att åsidosätta” i praktiken innebär framgår inte av EUF-fördraget. Det går inte heller att finna några utförliga förklaringar i ECB:s penningpolitiska strategi.¹⁰ ECB framhåller dock att dess mål är att uppnå prisstabilitet på medellång sikt och att trovärdighet för prisstabilitetsmålet är centralt för penningpolitikens effektivitet. En tolkning baserat på detta är att ECB kan ta hänsyn till den allmänna ekonomiska politiken i den mån prisstabilitetsmålet trovärdigt kan upprätthållas på medellång sikt. En viktig indikator på trovärdighet i praktiken är aktörernas inflationsförväntningar inom den tidshorisonten. Generellt gäller att ju trovärdigare centralbankens prisstabilitetsmål är på medellång sikt, desto större real hänsyn kan tas på kort sikt.

Hur penningpolitiken bör anpassas vid en given tidpunkt beror på situationsspecifika faktorer, bl.a. vilka störningar som drabbat ekonomin samt vilken trovärdighet inflationsmålet har i utgångsläget. I den akademiska litteraturen förekommer olika skattningar på den relativa vikt som centralbanker bör lägga på inflation respektive realekonomisk utveckling för att maximera samhällets välfärd. Ett

⁸ Benämningen i EUF-fördraget är *huvudmål*. ECB (2011) benämner det *primärt mål* och prop. 1997/98:40 benämner det *överordnat mål*. Kommittén använder benämningen *huvudmål*.

⁹ EUF-fördraget, artikel 282.2.

¹⁰ ECB (2011).

återkommande resultat var tidigare att vikten som läggs vid den reala utvecklingen skulle vara betydligt lägre än vikten vid inflationen. Det kan dock noteras att under senare år har uppsatser publicerats som indikerar att centralbanker i syfte att öka välfärden i samhället bör ta betydligt större real hänsyn än vad som tidigare forskning indikerat.¹¹

Sammanfattningsvis går det inte att generalisera hur hänsynen till prisstabilitet och den realekonomiska utvecklingen bör vägas av i varje given situation. Den flexibla inflationsmålpolitiken och den, i viss mån, flexibla målhorisonten inom vilken prisstabilitetsmålet ska uppfyllas innebär att betydande real hänsyn kan tas, speciellt då trovärdigheten för prisstabilitetsmålet är hög. Den vikt som är lämplig att lägga vid real hänsyn kan därför variera över tid. En tolkning av att prisstabilitetsmålet är huvudmålet är att *om* det uppstår en förväntad motsättning mellan den realekonomiska utvecklingen och bibehållet förtroende för prisstabilitetsmålet på medellång sikt så ska centralbanken välja att uppfylla prisstabilitetsmålet.

16.2.2 Realekonomiska effekter även på längre sikt?

I den analysram som växte fram parallellt med nuvarande regim antogs regelmässigt att penningpolitiken endast kunde påverka reala variabler såsom produktion och sysselsättning på kort sikt. På längre sikt antogs den reala utvecklingen i stället styras av strukturella faktorer, såsom teknologisk utveckling, utbildningsnivå, befolkningsammansättning och de regelverk som påverkar bl.a. arbetsmarknadens funktionssätt. Då centralbanker inte har tillgång till verktyg som påverkar dessa strukturella faktorer rådde det en konsensus kring att centralbanker – inom ramen för den flexibla inflationsmålpolitiken – endast kunde verka för att begränsa kortsiktiga, konjunkturella, variationer i produktion och sysselsättning. Detta analytiska förhållningssätt är fortfarande vanligast.

¹¹ Se bl.a. Debortoli m.fl. (2019) och Galí (2018).

Konjunkturrella variationer kan få varaktiga effekter

Tanken att konjunkturrella variationer kan få långsiktiga konsekvenser för produktion och sysselsättning är inte ny.¹² Om så är fallet betyder det att penningpolitiken via sin effekt på konjunkturen kan få långsiktiga effekter, inte minst om den inte lyckas stabilisera ekonomin.¹³ Mekanismerna brukar samlas under benämningen *hysteresis*. Hysteresis är ett samlingsbegrepp för företeelsen att stora negativa störningar kan få varaktigt negativa effekter på ekonomin. Det som vanligtvis lyfts fram är mekanismer som bidrar till hysteresis på *arbetsmarknaden* men även en lång period med låga investeringar kan varaktigt påverka ekonomin negativt.¹⁴

På arbetsmarknaden uppkommer hysteresis via flera, ibland samverkande, faktorer när arbetslösheten är hög under en längre period.¹⁵ De arbetslösas humankapital – deras färdigheter, kompetenser osv. – kan då påverkas negativt, likaså deras vilja att delta i arbetskraften. Vidare kan s.k. insider-outsider-mekanismer minska sysselsättningen på längre sikt, dvs. att löneförhandlingarna i högre grad påverkas av intressena hos de som redan har ett jobb än av de som är arbetslösa. Förekomsten av hysteresis innebär därmed att stora störningar kan få långsiktiga negativa effekter på arbetsmarknaden och därmed ekonomins utbudssida.

Hysteresis har, åtminstone i teorin, implikationer för stabiliseringspolitiken och därmed penningpolitiken. Ju effektivare stabiliseringspolitik i djupa lågkonjunkturer, desto mindre risk för att hysteresis ger varaktigt negativa effekter på produktion och sysselsättning. De finns ännu relativt få studier som beräknar hur förekomsten av hysteresis bör påverka i vilken grad centralbanker ska ta real hänsyn i sina penningpolitiska beslut.¹⁶ Modellberäkningar implicerar generellt att ju större risk för hysteresis desto större vikt bör centralbankerna lägga vid real hänsyn.

¹² Se bl.a. DeLong och Summers (1988) och Ramey och Ramey (1995).

¹³ Se Blanchard m.fl. (2015).

¹⁴ Se Holden (2017) för en diskussion.

¹⁵ Blanchard och Summers (1986) introducerade denna analys. Se även Ljungqvist och Sargent (1998) samt Ball (2009) för en översikt.

¹⁶ Det finns studier som visar på icke-marginella välfärdsförluster om hysteresis inte tas i beaktande. Se t.ex. Galí (2018) och Walentin och Westermark (2018).

Inte självklart att hög produktion och sysselsättning innebär högre välfärd

Den ekonomisk-politiska diskussionen kan ibland ge intrycket av att ju högre produktion och sysselsättning är på sikt desto högre är välfärden i samhället. Så behöver dock inte vara fallet. Det beror bl.a. på att den trendmässiga utvecklingen av sysselsättningen i stor utsträckning påverkas av individernas preferenser mellan arbete och fritid. Det innebär att en högre sysselsättningsnivå inte nödvändigtvis är detsamma som högre upplevd välfärd. Utifrån detta perspektiv kan realekonomiska mått som relaterar till de individer som står till arbetsmarknadens förfogande vara att föredra. Samtidigt bör betonas att det i diskussionen huruvida centralbanker ska ta hänsyn till realekonomiska effekter på längre sikt handlar om att begränsa att konjunkturella variationer får varaktigt negativa effekter. Att begränsa sådana negativa effekter torde som regel vara välfärdshöjande.

16.3 Internationell utblick

I Tabell 16.1 framgår hur real hänsyn behandlas i lagstiftningen i tio länder, inklusive Sverige. Med undantag för USA så är prisstabilitet (eller låg inflation) överordnat den reala hänsynen.¹⁷ Följande kan noteras från tabellen:

- Sverige har till skillnad från övriga inte real hänsyn inskriven i lagtexten.¹⁸
- Euroområdet och Japan har skrivningar som innebär att penningpolitiken ska stödja *den allmänna inriktningen av den ekonomiska politiken*.
- *Sysselsättning* ingår i lagstiftningen i sex länder – Australien, Kanada, Norge, Nya Zeeland, Storbritannien och USA.

¹⁷ En tolkning som gjorts av Federal Reserve är att deras mål om prisstabilitet inte är överordnat de andra två målen, "maximum employment" och "moderate long-term interest rate". När de tre målen kommer i konflikt med varandra så följer Federal Reserve "a balanced approach in promoting them", se Federal Reserve (2019). Se även Svensson (2014) för en diskussion.

¹⁸ I förarbetena till lagen (prop. 1997/98:40, s. 54) nämns att Riksbanken, som en myndighet under riksdagen, bör stödja den allmänna ekonomiska politiken.

- *Produktion (inkl. tillväxt)* ingår i fyra länder – Kanada, Norge, Storbritannien och Tjeckien.
- *Välstånd (inkl. levnadsstandard)* ingår i två länder – Australien och Kanada.

Tabell 16.1 Realekonomisk hänsyn i lagstiftningen i tio länder

Australien	Bidra till att upprätthålla full sysselsättning och välstånd
Euroområdet	Stödja den allmänna ekonomiska politiken ¹
Japan	Bidra till sund ekonomisk utveckling
Kanada	Bidra till uthållig tillväxt, stigande sysselsättning och högre levnadsstandard ²
Norge	Stabil och hög produktion och sysselsättning ³
Nya Zeeland	Stödja maximal uthållig sysselsättning ⁴
Storbritannien	Stödja regeringens politik, bl.a. dess mål för tillväxt och sysselsättning
Sverige	Nej
Tjeckien	Stödja den allmänna ekonomiska politiken, bl.a. hållbar tillväxt
USA	Maximal sysselsättning

Anm. ¹ Artikel 282.2 i EUF-fördraget (se artikel 3.3 i EU-fördraget för en beskrivning av innebörden).

² I stället för lagtexten återges här den återkommande överenskommelsen mellan regeringen och centralbanken, se Bank of Canada (2016). I lagtexten står att centralbanken ska "genom sitt agerande mildra fluktuationer i den generella nivån av produktion, handel, priser och sysselsättning, ..., och främja ekonomiskt och finansiellt välstånd i Kanada".

³ Enligt ny lag som träder i kraft 1 januari 2020.

⁴ Nytt lagförslag förbereds, se New Zealand Treasury (2018). Målet introducerades 2019 i centralbankens instruktion (eng. *remit*) som regeringen beslutar om. Se Reserve Bank of New Zealand (2019).

Källor: HM Treasury (2013) och centralbankernas hemsidor.

Långsiktiga hänsyn i andra länders lagstiftning

Som framgår i Tabell 16.1 varierar formuleringarna mellan olika länder beträffande den reala hänsynen. I tre av länderna är det mer eller mindre klart uttalat att centralbanken ska bidra till den reala utvecklingen även på längre sikt:

- Norge: stabil och hög produktion och sysselsättning
- Nya Zeeland: maximal uthållig sysselsättning
- USA: maximal sysselsättning¹⁹.

¹⁹ Även om lagstiftningen föreskriver "maximal sysselsättning" i USA har Federal Open Market Committee (FOMC) uttryckt tveksamhet kring penningpolitikens möjligheter att påverka ekonomin på längre sikt, se Federal Reserve (2019).

Hur penningpolitiken bör förhålla sig till hysteresis har nyligen analyserats i utredningar kring ramverken i Norge och Nya Zeeland. Där betonas att det är strukturella faktorer utanför centralbankens kontroll som påverkar den realekonomiska utvecklingen på lång sikt men att centralbanker kan bidra till den genom att begränsa konjunkturella variationer.²⁰

16.4 Alternativa variabler och formuleringar

16.4.1 Riksbankens nuvarande realekonomiska hänsyn

Nuvarande riksbankslag föreskriver inte att Riksbanken ska ta reala hänsyn men som framgår gör Riksbanken – i likhet med andra centralbanker – det ändå. I de penningpolitiska rapporterna står följande:²¹

Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålpolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.

16.4.2 Alternativa realekonomiska variabler

Riksbanken lyfter alltså fram produktion (tillväxt) och sysselsättning som realekonomiska variabler i sin penningpolitiska strategi och använder i praktiken en mängd indikatorer och variabler för att, bl.a. med hjälp av statistiska metoder, bedöma den realekonomiska utvecklingen i förhållande till ekonomins långsiktiga utvecklingsbanor.²² Som framgår av den internationella utblicken (se Tabell 16.1) är variablerna produktion (eller tillväxt) och sysselsättning också vanligast i de länder som konkretiserar vad real hänsyn innebär. Det kan noteras att i praktiken behöver sysselsättningen ställas i relation

²⁰ Se Holden (2017) respektive Finansdepartementets förslag i Nya Zeeland, <https://treasury.govt.nz/sites/default/files/2018-04/ria-tsy-rba-mar18.pdf>

²¹ Riksbanken (2018), s. 2. Se även Riksbanken (2010).

²² Se Riksbanken (2016).

till den arbetsföra befolkningens storlek. Det brukar benämnas sysselsättningsgrad och har en framträdande roll i den ekonomisk-politiska debatten.²³

Den mer generella termen resursutnyttjande nämns ofta av centralbanker. Det försöker fånga hur den realekonomiska utvecklingen förhåller sig till långsiktiga utvecklingsbanor (eller ”normal nivå”, ”jämvikt” osv.). Arbetslöshet är en indikator på resursutnyttjandet på arbetsmarknaden eftersom den visar hur stor andel av de som står till arbetsmarknadens förfogande som inte har ett jobb.²⁴ Ur ett välfärdsperspektiv kan dock arbetslöshet vara ett problematiskt mått eftersom den kan vara låg av ”fel” skäl. Det gäller exempelvis då antalet som vill delta i arbetskraften är lågt, exempelvis på grund av hysteresis som nämndes ovan.

Antalet arbetade timmar, dvs. sysselsättning multiplicerat med medelarbetstiden, är principiellt ett bättre mått på hur mycket arbetskraft som används i produktionen. Utvecklingen av antal arbetade timmar och sysselsättning följer dock naturligen varandra mycket nära.

I teoretiska modeller som beräknar hur samhällets välfärd påverkas av penningpolitiken är två vanligt förekommande realekonomiska variabler produktion respektive antal arbetade timmar. Huruvida en centralbank bör välja att stabilisera produktion eller arbetade timmar för att maximera samhällets välfärd varierar mellan olika modellansatser.²⁵

16.4.3 Avvägningar beträffande formuleringar i lag

Det finns flera aspekter att beakta i det fall realekonomisk hänsyn ska infogas in i den nya riksbankslagen. Det gäller både vilken formulering som ska väljas och vilka variabler som ska beaktas. Som framgår ovan finns exempel på både övergripande formuleringar (”stödja den allmänna ekonomiska politiken”, ”välstånd” osv.) och konkreta variabler såsom produktion och sysselsättning. Vidare innebär vissa länders formuleringar att centralbanken även ska beakta den reala utvecklingen på längre sikt.

²³ Sysselsättningsgraden i Sverige är betydligt högre än EU-snittet vilket bl.a. beror på hög sysselsättning bland kvinnor.

²⁴ Svensson (2014) förordar att Riksbanken ska ta hänsyn till arbetsmarknadsrelaterade variabler och då speciellt arbetslöshet.

²⁵ Se t.ex. Debortoli m.fl. (2019) och referenser däri.

Det finns flera avvägningar att fundera igenom när real hänsyn formuleras i lag. En avvägning är detaljeringsgraden. En allmänt hållen formulering, t.ex.

att stödja den allmänna ekonomiska politiken,

har förutsättningar att täcka in många aspekter och lämnar till Riksbanken att fylla formuleringen med innehåll. En nackdel med en allmänt hållen formulering är att det som delegeras från de folkvalda till Riksbanken blir otydligt och därmed svårt att utvärdera.

Givet en formulering som inkluderar realekonomiska variabler (t.ex. produktion och sysselsättning) finns en avvägning om, och i så fall i vilken mån, formuleringen ska innefatta att Riksbanken även ska beakta utvecklingen på längre sikt. Om hysteresis ska beaktas, skulle det vara tillräckligt att välja en formulering av typen:

begränsa kortsiktig variation i utvecklingen av produktion och sysselsättning

eller

begränsa variation i resursutnyttjandet

Problemet med dessa typer av formuleringar är att de innebär att Riksbanken ska begränsa variationen även då produktion och sysselsättning ligger *över* sina normala nivåer. Det kan i många fall vara lämpligt i en situationsspecifik avvägning mot inflationens utveckling. Det kan dock uppstå situationer där den realekonomiska aktiviteten är högre än normalt samtidigt som trovärdigheten för inflationsmålet på medellång sikt är tillfredsställande. Det går inte att utesluta att Riksbanken i en sådan situation bedömer att den höga aktivitetsnivån i ekonomin kan innebära att produktion och sysselsättning varaktigt blir högre.²⁶ En formulering likt den ovan skulle kunna vara ett hinder för en penningpolitisk inriktning som tillfälligt tillåter en högre realekonomisk aktivitet än normalt som inte hotar inflationsmålet trovärdighet.

²⁶ Termen "positiv" eller "god" hysteresis förekommer ibland i detta sammanhang, se t.ex. O'Shaughnessy (2011) och Yellen (2016). Mekanismerna är principiellt desamma (fast med omvänt tecken) som vid risken för hysteresis i lågkonjunkturer, dvs. i en högkonjunktur kan företag behöva anställa individer med svag anknytning till arbetsmarknaden (eftersom kvalificerad arbetskraft redan har jobb). När de får ett jobb kan deras ställning på arbetsmarknaden varaktigt förbättras bl.a. tack vare förvärvade kunskaper och ett utökat nätverk.

Ett annat alternativ är därför att som Norge, Nya Zeeland och USA explicit öppna upp för att eftersträva hög sysselsättning i både lågkonjunkturer och högkonjunkturer:

Stabil och hög produktion och sysselsättning (Norge)

Maximal uthållig sysselsättning (Nya Zeeland)

Maximal sysselsättning (USA)

En aspekt att beakta vid formuleringar likt dessa är att de behöver balanseras med skrivningar i förarbeten som betonar att centralbanker, relativt sett, har en mycket begränsad påverkan på ekonomins utveckling på längre sikt. Som noteras ovan bestäms den sistnämnda i första hand av strukturella faktorer vilka inte kan påverkas av penningpolitiken. En formulering bör därför endast syfta till att fånga den begränsade roll penningpolitiken kan spela. Det är också skälet till att det inte är lämpligt att i lag siffersätta realekonomisk hänsyn. Som framgår i den internationella utblicken är den realekonomiska hänsynen bland de studerade centralbankerna inte siffersatt i regleringen.²⁷ Samtliga externa utvärderingar av penningpolitiken i Sverige har också poängterat att ett siffersatt mål för den realekonomiska utvecklingen inte bör ingå i Riksbankens mandat (se 14.4.3).

16.5 De rättsliga förutsättningarna för realekonomisk hänsyn

Som noteras inledningsvis infördes inte någon lagfäst realekonomisk hänsyn i svensk rätt i samband med att prisstabilitetsmålet lagstaddades och Riksbankens självständighet stärktes. Bakgrunden till detta var att det inte ansågs möjligt att införa någon sådan hänsyn som strider mot det unionsrättsliga målet om att stödja den allmänna ekonomiska politiken i unionen (prop. 1997/98:40 s. 53). Dock infördes inte heller någon hänvisning till eller upprepning av det unionsrättsliga målet i riksbankslagen. Däremot anförde regeringen att Riksbanken, som en myndighet under riksdagen, bör vara skyldig att stödja de allmänna ekonomisk-politiska målen i den mån dessa

²⁷ Det hindrar förstås inte att centralbanken kommenterar den reala hänsynen i kvantitativa termer. Exempelvis kommunicerar Federal Reserve sin bedömning av den s.k. jämviktsarbetslösheten.

inte strider mot prisstabilitetsmålet (samma prop. s. 54). Lagrådet ifrågasatte om Riksbanken utan stöd i lag och enbart på grund av det förhållandet att banken är en myndighet under riksdagen skulle ha några skyldigheter att stödja den ekonomiska politiken i övrigt. Lagrådet godtog dock att någon realekonomisk hänsyn inte fördes in i riksbankslagen (samma prop. s. 153).

Det finns flera argument som kan anföras mot ställningstagandet att inte lagfästa real hänsyn. Det finns inte någon principiell skillnad mellan att införa realekonomisk hänsyn i svensk rätt och införandet av ett prisstabilitetsmål. Detta eftersom både real hänsyn och prisstabilitet förekommer i unionsrätten, vilket medför att den svenska lagstiftningen måste anpassas till denna. Visserligen kan det förefalla svårare att förena en svensk version av real hänsyn med den unionsrättsliga hänsynen till unionens ”allmänna ekonomiska politik”, som innehåller hänsyn till en rad olika förhållanden som knappast kan styras genom svensk penningpolitik, exempelvis miljöskydds nivå, sociala framsteg eller vetenskapliga och tekniska framsteg.²⁸ Dock finns det andra aspekter av unionens allmänna ekonomiska politik som har ett mer tydligt samband med penningpolitiken, t.ex. tillväxt och sysselsättning. Det kan således finnas utrymme för att överväga att införa real hänsyn i riksbankslagen. Det bör dock i så fall göras på ett sätt som dels inte strider mot det motsvarande unionsrättsliga målet, dels är underordnat prisstabilitetsmålet. Det sistnämnda innebär att ett s.k. dualt mål där samma vikt läggs vid prisstabilitetsmålet och real hänsyn inte är förenligt med unionsrätten.

För det andra framstår det som en ovanlig lagteknisk lösning att lagfästa endast en av flera faktorer som ska vara styrande för penningpolitiken.²⁹ Det innebär också att prisstabilitetsmålet respektive den reala hänsynen får väsentligt olika rättslig ställning, inte bara på grund av att det förstnämnda är överordnat det sistnämnda.

För det tredje torde det, i likhet med vad Lagrådet gjorde i det tidigare lagstiftningsärendet, kunna ifrågasättas om det är riktigt att Riksbanken är skyldig att understödja de allmänna ekonomisk-politiska målen enbart på grund av att banken är en myndighet under riksdagen, oavsett att Riksbanken gör detta i praktiken. Detta för-

²⁸ Se artikel 3.3 i EU-fördraget.

²⁹ Riksbanken föreslås i den nya riksbankslagen även ges mål inom ramen för arbetet att främja det finansiella systemets stabilitet och effektivitet. Finansiell stabilitet föreslås dock inte vara ett mål inom ramen för penningpolitiken (se kapitel 17).

hållande talar för att införa real hänsyn i lag, om Riksbanken över huvud taget ska ha skyldighet att ta någon real hänsyn.

För det fjärde innebär en lagfäst real hänsyn att det blir tydligare vilka faktorer som ska vara styrande för penningpolitiken. Som bl.a. ECB har framhållit beträffande prisstabilitetsmålet är det angeläget ur ett oavhängighetsperspektiv (funktionellt oberoende) att fastställa tydliga mål för en centralbank med ett långtgående oberoende.³⁰ En långtgående självständighet förutsätter således klart definierade mål. Transparens och tydlighet är viktigt inom penningpolitiken. Att lagfästa samtliga de penningpolitiska mål som ska vara styrande innebär under alla förhållanden en större tydlighet om vad som gäller för Riksbankens uppgift att bedriva penningpolitik.

Det kan nämnas att såväl ECB som kommissionen i sina respektive konvergensrapporter för 2016 har kritiserat Sverige för avsaknaden av en bestämmelse i 1 kap. 2 § andra stycket riksbankslagen som hänvisar till eller speglar den hänsyn som ECBS ska ta vad gäller att stödja den allmänna ekonomiska politiken i unionen (s. 80 i ECB:s konvergensrapport och s. 116 i kommissionens konvergensrapport).³¹ Det finns dock starka skäl som talar för att ECB:s och kommissionens synpunkter ska tolkas på så sätt att en lagändring av aktuellt slag behöver träda i kraft först den dag då Sverige eventuellt har infört euron som valuta.³²

Det torde således stå klart att det är möjligt att införa hänsyn till den realekonomiska utvecklingen i riksbankslagen. I sådant fall uppstår frågan om hur en sådan hänsyn bör utformas. Riksbanken har inte förutsättningar att genom sin penningpolitik påverka den allmänna ekonomiska utvecklingen i ett annat valutaområde på något mätbart sätt. Än mindre kan Riksbanken påverka sociala framsteg, miljöskyddsnivå eller tekniska framsteg där. Dessutom skulle, i en situation då konjunkturläget i Sverige avsevärt skiljer sig från euroområdet, real hänsyn i förhållande till euroområdet kunna försvåra uppfyllelsen av det svenska inflationsmålet. Som exempel kan näm-

³⁰ Se även Tucker (2018) s. 104 och 334–348 angående behovet av klara och mätbara mål samt de problem som kan uppstå med vaga mål.

³¹ Ett exempel på en sådan bestämmelse finns i den nederländska centralbankslagstiftningen, i vilken det underordnade unionsrättsliga målet anges i huvudsak ordagrant (se artikel 2.2 i Bankwet 1998).

³² För detta talar bl.a. att ECB behandlar denna fråga i det avsnitt som gäller den rättsliga integreringen av Riksbanken i ECBS, se konvergensrapporten för 2016, s. 80. Vidare torde det ur ett ekonomiskt perspektiv vara mycket svårt för Sverige att genom penningpolitik påverka den ekonomiska utvecklingen i ett annat och betydligt större valutaområde (euroområdet).

nas att en situation då det från ett svenskt perspektiv finns ett behov av att hålla en hög styrränta för att begränsa inflationen i en högkonjunktur men då en real hänsyn till euroområdet skulle tala för att sänka styrräntan i syfte att – i vart fall teoretiskt – understödja tillväxten i euroområdet. Det är olämpligt att fastställa att realistiska hänsyn ska tas. Det går således inte att för svensk del tillämpa unionsrättens mål om hänsyn till den allmänna ekonomiska utvecklingen i unionen enligt dess ordalydelse. I den meningen är det inte möjligt att uppnå en fullständig rättslig konvergens i frågan om penningpolitiska mål så länge som Sverige inte har infört euron som valuta.

Real hänsyn bör således, liksom prisstabilitetsmålet, avse sådana förhållanden som Riksbanken kan påverka och begränsas till den ekonomiska situationen i Sverige. Detta förhållande kan också uttryckas som att Riksbanken bör kunna stödja den allmänna ekonomiska politiken inom en del av unionen, nämligen i Sverige. Det kan här nämnas hur den nationella centralbankslagstiftningen i två betydelsefulla euroländer, Tyskland och Frankrike, har utformats i detta hänseende. I lagstiftningen i båda dessa länder finns regler om att centralbanken i fråga, utan att göra avkall på prisstabilitetsmålet, ska stödja respektive regerings ekonomiska politik.³³ Det kan i och för sig ifrågasättas vilken effekt dessa regler har mot bakgrund av att penningpolitiken inom Eurosystemet inte utformas på nationell nivå, låt vara att den i viss utsträckning genomförs decentraliserat. Med tanke på denna lagstiftning finns det dock anledning att anta att unionsrätten ger utrymme för att medlemsstaterna, och euroländerna, tillämpar regler i nationell rätt som innebär att centralbanken i fråga ska stödja den allmänna ekonomiska politiken i just den medlemsstaten. Denna nationella politik får i sin tur antas bidra till den ekonomiska utvecklingen i unionen, i enlighet med reglerna i EU- och EUF-fördragen.

³³ I fråga om Frankrike, se Code monétaire et financier, Statuts de la Banque de France, artikel 141 andra stycket ("sans préjudice de l'objectif principal de stabilité des prix, la Banque de France apporte son soutien à la politique économique générale du Gouvernement"). Avseende Tyskland, se 12 § i Gesetz über die Deutsche Bundesbank ("Soweit dies unter Wahrung ihrer Aufgabe als Bestandteil des Europäischen Systems der Zentralbanken möglich ist, unterstützt sie die allgemeine Wirtschaftspolitik der Bundesregierung").

Så länge som den svenska utformningen av den reala hänsynen inte motverkar den unionsrättsliga motsvarigheten torde det vara förenligt med unionsrätten att införa en bestämmelse av annan lydelse än den unionsrättsliga regeln.³⁴

Sammantaget är det alltså rättsligt sett möjligt att införa real hänsyn inom ramen för penningpolitiken i riksbankslagen. Ett sådant mål bör kunna avse att stödja den av riksdagen beslutade allmänna ekonomiska politiken eller att främja sysselsättningen och produktionen.

16.6 Kommitténs överväganden

I detta avsnitt presenteras kommitténs förslag beträffande real hänsyn inom penningpolitiken. Kommitténs förslag rör två områden:

- Bör real hänsyn lagfästas?
- Om så är fallet, hur bör real hänsyn formuleras i lag?

16.6.1 Bör realekonomisk hänsyn lagstadgas?

Kommitténs förslag: Real hänsyn inom ramen för penningpolitiken ska fastställas i lag. Real hänsyn ska dock inte sifferställas.

Som framgår i detta kapitel följer det av både teori och praktik att penningpolitiken bör ta realekonomisk hänsyn utöver dess effekt på inflationen. Det finns också demokratiska skäl att lagstifta om real hänsyn. Det normala förhållandet är att folkvalda bestämmer mål, uppgifter och i förekommande fall delegerar vissa befogenheter till myndigheter som sedan självständigt löser sina uppgifter. I Sverige är detta förhållande mellan riksdag och regering samt förvaltningsmyndigheterna en grundpelare i den svenska förvaltningsmodellen (se kapitel 11). Förutsättningarna för att Riksbankens åtgärder ska uppfattas som legitima är bättre om de folkvalda bestämmer centralbankens mål i stället för att centralbanken själv definierar vad den vill uppnå. Vidare underlättas utvärdering och ansvarsutkrävande om

³⁴ Ett exempel på penningpolitiska åtgärder som kan motverka den allmänna ekonomiska politiken i ett annat valutaområde är vissa valutainterventioner.

riksdagen anger att real hänsyn ska tas i lagstiftningen. Det innebär också en tydlig markering från de folkvalda såväl att Riksbanken ska ta realekonomisk hänsyn som *vilken typ* av hänsyn som ska tas (se avsnitt 16.6.2). Som framgår i avsnitt 16.5 finns även juridiska skäl att fastställa real hänsyn i lag och det föreligger inga hinder i unionsrätten. Ett införande av realekonomisk hänsyn, dock med prisstabilitetsmålet som överordnat, skulle också vara i linje med ECB:s förhållningssätt (se avsnitt 16.2.1). Sammantaget finns alltså flera skäl till att real hänsyn inom penningpolitiken, underordnat prisstabilitetsmålet, bör framgå i lagstiftningen.

Nuvarande ordning innebär att Riksbanken dels som myndighet under riksdagen förutsätts stödja den allmänna inriktningen på den ekonomiska politiken, dels att Riksbanken preciserar vilka realekonomiska variabler den tar hänsyn till i sitt strategidokument.³⁵ I det avseendet skulle ett införande av real hänsyn i lagstiftningen vara en kodifiering av vad som sedan länge varit praxis, både i Sverige och internationellt.

Det finns dock ett antal risker att beakta vid lagstiftning om real hänsyn. Det vore riskabelt att införa real hänsyn i lagstiftningen om det skulle påverka trovärdigheten för inflationsmålet negativt. Den initialt låga trovärdigheten på 1990-talet var ett av argumenten i den tidigare riksbanksutredningen för att inte införa real hänsyn i lagstiftningen.³⁶ Trovärdigheten för den penningpolitiska regimen och det prisstabilitetsmålet är dock betydligt högre nu, drygt 25 år senare, än det var då det infördes 1993. Risken för att ett införande av real hänsyn i lagstiftningen skulle skapa trovärdighetsproblem är därför liten, speciellt då kommitténs förslag endast skulle innebära en kodifiering av nuvarande praxis.

En annan potentiell risk är att en lagstadgad real hänsyn innebär att politiker och/eller intressegrupper bildar opinion för att Riksbanken ska ta *mer* real hänsyn än den borde relativt prisstabilitetsmålet. Kommittén anser att denna risk är begränsad av flera skäl. För det första är en lagstiftning som nämns ovan i princip endast en kodifiering av den praxis som förelegat under många år. För det andra, och viktigare, har Riksbanken getts en stark oberoende ställning i lagstiftningen just för att den ska bortse från tillfälliga opinioner och, när den så anser att det behövs, ta obekväma beslut. Att

³⁵ Riksbanken (2010).

³⁶ SOU 1993:20.

Riksbanken, i likhet med andra centralbanker, anses ha denna förmåga är huvudorsaken till att genomförandet av penningpolitiken har flyttats bort från politikernas kontroll och anförtrotts Riksbanken. Det vore därmed ett grundskott mot hela det institutionella ramverket om det inte fanns en tilltro till att Riksbanken skulle kunna stå emot opinioner för en alternativ penningpolitisk inriktning.

En relaterad risk är om lagstiftning avseende real hänsyn skulle innebära att Riksbanken, av politiker och/eller den allmänna opinionen, får ett oproportionerligt (indirekt eller direkt) ansvar för hur realekonomin utvecklas. Det är ett viktigt skäl för att real hänsyn inte bör vara sifferfatt. Penningpolitiken kan framför allt påverka kortsiktiga variationer i reala variabler och det är åtgärder inom andra ekonomisk-politiska områden, inklusive agerandet från arbetsmarknadens parter, som främst påverkar den ekonomiska utvecklingen på längre sikt.

16.6.2 Vilken typ av realekonomisk hänsyn bör tas?

Kommitténs förslag: Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet ska Riksbanken också bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning (realekonomisk hänsyn).

Utformningen av kommitténs förslag när det gäller relationen mellan prisstabilitetsmålet och real hänsyn är densamma som ECB lagt fast, dvs. prisstabilitetsmålet är överordnat (se avsnitt 16.5). Därutöver finns flera avvägningar att ta ställning till när real hänsyn ska formuleras i lag (se avsnitt 16.4). De olika beståndsdelarna i kommitténs förslag till formulering förklaras nedan.

”Produktion och sysselsättning”

Kommittén anser för det första att formuleringen ska vara mer konkret än den som angavs i förarbetena till förändringen av riksbankslagen 1999, dvs. att Riksbanken skulle stödja den av riksdagen beslutade ekonomiska politiken.³⁷ Det ökar tydligheten i Riksbankens uppdrag och underlättar utvärdering och ansvarsutkrävande. För det

³⁷ Prop. 1997/98:40 s. 53 och 54.

andra anser kommittén att produktion och sysselsättning väl sammanfattar det som en centralbank främst kan påverka i realekonomin i syfte att öka samhällets välfärd.³⁸ ”Resursutnyttjande” är ett relativt vanligt begrepp i litteraturen och i centralbankers kommunikation, dock inte i lagtexter eller i liknande styrande dokument för centralbanker. Även om detta begrepp har teoretiska förtjänster anser kommittén att det är onödigt abstrakt medan produktion och sysselsättning är begripliga för en större allmänhet. Vidare är produktion och sysselsättning vanligt förekommande i andra länder. Genom att inkludera produktion vid sidan av sysselsättning fångar formuleringen upp att även konjunkturvariationer där främst produktionsutvecklingen varierar medan variationen i sysselsättningen är liten också bör begränsas.

Det är viktigt att betona att det är *konjunkturrella* variationer i produktion och sysselsättning som Riksbanken ska beakta. Som nämns i avsnitt 16.2.2 drivs den realekonomiska utvecklingen av flera strukturella faktorer och syftet är inte att Riksbanken ska begränsa variationer som sker av sådana orsaker.

”Balanserad”

Den innebörd kommittén lägger i begreppet ”balanserad” ligger nära begrepp av typen ”begränsa variationen”, ”stabilisera utvecklingen” osv. Likt dessa uttryck innebär ”balanserad” att en jämn utveckling av produktion och sysselsättning över konjunkturcykeln i allmänhet är att föredra framför en ojämn. Som framhålls i kapitlet gäller det inte minst att undvika djupa och långvariga lågkonjunkturer då dessa kan få långvariga negativa effekter. Vidare bör noteras att det är en skillnad mellan ”balanserad” sysselsättning och ”maximal sysselsättning”. Som nämns i avsnitt 16.2.2 behöver inte högsta möjliga sysselsättningsnivå innebära att välfärden maximeras då även fritid är viktigt för människor.

Det finns dock några nyansskillnader som kommittén vill betona. Som framgår i avsnitt 16.4.3 finns en nackdel med att ”begränsa variationen” då det kan minska handlingsutrymmet för Riksbanken i en högkonjunktur där inflationsmålets trovärdighet inte hotas. Om

³⁸ Som noteras i avsnitt 16.4.2 är egentligen sysselsättningsgraden mer lämplig än sysselsättningen i sig men kommittén anser det är mer ändamålsenligt att i lagstiftningen använda termen sysselsättning.

inflationen är nära målet medan en högkonjunktur föreligger indikerar ”begränsa variationen” att Riksbanken ska strama åt ekonomin. Det vore enligt kommitténs uppfattning oklokt om lagstiftningen stängde dörren för Riksbanken att tillåta en högkonjunktur när prisstabiliteten inte är hotad. Det är orsaken till att kommittén lägger en ytterligare innebörd av begreppet ”balanserad” utöver den som gavs ovan. En realekonomisk utveckling kan bedömas vara balanserad trots att den innebär en högkonjunktur under restriktionen att inflationsmålet inte åsidosätts. Innebörden av det sistnämnda följer nedan.

”Utan att åsidosätta inflationsmålet”

En tolkning av ECB:s syn när det gäller vilken grad av hänsyn som kan tas till den allmänna ekonomiska politiken är att denna hänsyn inte negativt påverkar förtroendet för prisstabilitetsmålet på medellång sikt (avsnitt 16.2.1). En viktig indikator på det sistnämnda är aktörernas inflationsförväntningar. En tolkning av att prisstabilitetsmålet är överordnat realekonomisk hänsyn är att om det uppstår en förväntad motsättning mellan den realekonomiska utvecklingen och bibehållet förtroende för prisstabilitetsmålet på medellång sikt så ska centralbanken välja att uppfylla prisstabilitetsmålet. Kommittén tycker det är ett rimligt sätt att beskriva hur prisstabilitetsmålet är överordnat den reala hänsynen.

”Bidra till”

Detta förtydligande i formuleringen syftar till att betona att Riksbanken inte ensam kan säkerställa att utvecklingen i produktion och sysselsättning är balanserad. Den påverkas i betydande utsträckning av inhemska förhållanden, bl.a. den övriga ekonomiska politiken och arbetsmarknadens parter. Den påverkas också av omvärldsförhållanden, bl.a. den internationella utvecklingen av neutrala räntor vilken kan begränsa Riksbankens handlingsutrymme. Därtill är ekonomiska störningar oväntade och ibland stora. Av dessa skäl är det inte rimligt att utgå ifrån att Riksbanken kan eliminera konjunktursvängningar utan endast, tillsammans med andra aktörer, begränsa svängningarnas storlek och längd.

Jämförelse med Riksbankens nuvarande reala hänsyn

Riksbankens beskrivning av hur den tar real hänsyn återges i avsnitt 16.4.1. Skillnaden mellan kommitténs förslag och Riksbankens nuvarande förhållningssätt såsom det kommer i uttryck i dess penningpolitiska strategi är obetydlig. Det är därför mycket troligt att den penningpolitiska utformningen inte förändras av att real hänsyn enligt kommitténs förslag införs i lagtexten. Däremot är det sannolikt att utvärderingen av penningpolitiken, inklusive finansutskottets utfrågning av Riksbankens direktionsledamöter, kommer att underlättas av att den reala hänsynen är lagstadgad. Generellt gäller att ju tydligare lagstiftningen är, desto effektivare kan utvärderingen bli, vilket i förlängningen möjliggör ansvarsutkrävande.

16.7 Referenser

- Ball, L. (2009), "Hysteresis in unemployment" i Fuhrer, J., Y. K. Kodrzycki, J. Sneddon Little och G. P. Olivei (reds.) *Understanding inflation and the implications for monetary policy*, Cambridge Massachusetts: MIT Press.
- Bank of Canada (2016), *Renewal of the inflation-control target*, oktober.
- Blanchard, O. J., A. Amighini och F. Giavazzi (2017), *Macroeconomics. A European Perspective*, tredje upplagan, Harlow: Pearson.
- Blanchard, O. J., E. Cerutti och L. Summers (2015), "Inflation and activity: Two explorations and their monetary policy implications", *Working Paper* nr 19, Peterson Institute for International Economics.
- Blanchard, O. J. och L. Summers (1986), "Hysteresis and the European unemployment problem", *NBER Macroeconomics Annual*, nr 1, s. 15–90.
- Debortoli, D., J. Kim, J. Lindé och R. C. Nunes (2019), "Designing a simple loss function for central banks: Does a dual mandate make sense?", *Economic Journal*, vol 129, nr 621, s. 2010–2038
- DeLong, B. och L. Summers (1988), "How does macroeconomic policy affect output?", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol 19, nr 2, s. 433–494.
- ECB (2011), *The monetary policy of the ECB*, European Central Bank.
- Federal Reserve (2019), Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy, 29 januari. Finns tillgänglig på följande webbplats: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals.pdf.
- Finanspolitiska rådet (2018), *Svensk Finanspolitik*.
- Galí, J. (2015), *Monetary policy, inflation, and the business cycle. An introduction to the New Keynesian framework and its applications*, andra upplagan, Princeton: Princeton University Press.
- Galí, J. (2018), "Insider-Outsider labor markets, hysteresis and monetary policy", manuskript, januari.
- HM Treasury (2013), *Review of the monetary policy framework*, mars.

- Holden, S. (2017), ”Revidert mandate for pengepolitikken”, kapitel i *Erfaringer med inflasjonsmål for pengepolitikken*, Arbeidsnotat 2017/4, Norges finansdepartement.
- Ljungqvist, L. och T. J. Sargent (1998), ”The European unemployment dilemma”, *Journal of Political Economy*, vol 106, nr 3, s. 514–550.
- New Zealand Treasury (2018), *Coversheet: Reserve bank act review*, Tillgänglig på följande webbplats, <https://treasury.govt.nz/sites/default/files/2018-04/ria-tsy-rba-mar18.pdf>
- O’Shaughnessy, T. (2011), ”Hysteresis in unemployment”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol 27, nr 2, s. 312–337.
- Ramey, G. och V. A. Ramey (1995), ”Cross-country evidence on the link between volatility and growth”, *American Economic Review*, vol 85, nr 5, s. 1138–1151.
- Reserve Bank of New Zealand (2019), *The remit for the monetary policy committee*, 14 februari.
- Riksbanken (2010), *Penningpolitiken i Sverige*.
- Riksbanken (2016), ”Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation”, fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, oktober.
- Riksbanken (2018), *Penningpolitisk rapport*, september.
- SOU 1993:20, *Riksbanken och prisstabiliteten*.
- Svensson, L. E. O. (2010), ”Inflation Targeting”, kapitel 22 i *Handbook of Monetary Economics*, vol 3B, Freidman, B. M. och M. Woodford (reds.), Amsterdam: North-Holland.
- Svensson, L. E. O. (2014), *Penningpolitik och full sysselsättning*, rapport publicerad inom ramen för LO:s projekt *Full sysselsättning och solidarisk lönepolitik*. Landsorganisationen i Sverige.
- Tucker, P. (2018), *Unelected Power, the Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton: Princeton University Press.
- Walentin, K. och A. Westermark (2018), ”Learning on the job and the cost of business cycles”, *Working paper* nr 353, Sveriges Riksbank.
- Yellen, J. (2016), *Macroeconomic research after the crisis*, tal, 14 oktober. Federal Reserve.

17 Penningpolitik och hänsyn till finansiella obalanser

17.1 Inledning

I kommitténs förslag till ny riksbankslag behandlas i 3 kap. området *Det finansiella systemet* där målet är att *bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt*. Inom detta område föreslår kommittén att Riksbanken tilldelas ett antal uppgifter. Dessa uppgifter kan delas in i tre delområden. Det första delområdet rör Riksbankens ansvar att bidra till en säker och effektiv finansiell infrastruktur, vilket är centralt för att upprätthålla finansiell stabilitet och effektivitet både i normala tider och i kristider.¹ Det andra delområdet är mer krisrelaterat och rör Riksbankens ansvar att ge likviditetsstöd i svensk och utländsk valuta till finansiella aktörer samt agera marknadsgarant i syfte att motverka allvarliga störningar i det finansiella systemet.² Det tredje delområdet innebär att Riksbanken åläggs en rådgivande roll vilken består i att om Riksbanken bedömer att åtgärder krävs från någon annan myndighet för att minska risken för allvarliga finansiella störningar, ska Riksbanken uppmärksamma myndigheten och andra berörda på detta.³

I detta kapitel analyseras i vilken utsträckning Riksbanken ska motverka s.k. finansiella obalanser när den bedriver penningpolitik. Terminologin beskrivs närmare i avsnitt 17.2. Lite förenklat förknippas hög tillväxt i tillgångspriser och skuldsättning ibland med att finansiella obalanser byggs upp vilka i förlängningen kan bidra till finansiell och/eller makroekonomisk instabilitet. En vanligt förekommande fråga i detta sammanhang är om penningpolitiken ska ”luta sig mot vinden” (eng. *lean against the wind*). Det är en fråge-

¹ Se kapitel 21.

² Se kapitel 22 och kapitel 23.

³ Se kapitel 24.

ställning som decenniet efter finanskrisens utbrott fått ökad uppmärksamhet både i Sverige och internationellt och tidigare konsensus kring penningpolitikens relativt passiva roll för att motverka finansiella obalanser har ifrågasatts.

Det bör inledningsvis noteras att penningpolitiska åtgärder såsom negativa styrräntor och tillgångsköp kan påverka den finansiella stabiliteten även via åtgärdernas eventuella effekter på de finansiella marknadernas funktionssätt. I nästa kapitel behandlas vilken hänsyn penningpolitiken bör ta till sådana effekter.

17.1.1 Frågeställningar och disposition

I kapitlet analyseras två frågeställningar vilka bör skiljas åt. Den första frågeställningen rör i vilken utsträckning penningpolitiken bör beakta finansiella obalanser inom ramen för att uppfylla prisstabilitetsmålet och hänsynen till den realekonomiska utvecklingen. Viss hänsyn till hur penningpolitiken påverkar utvecklingen på de finansiella marknaderna kan förutsättas ingå i den gängse penningpolitiska analysramen eftersom utvecklingen på de finansiella marknaderna i sin tur påverkar utvecklingen av inflationen och realekonomin. Som framgår i kapitlet kan dock finansiella variabler såsom tillgångspriser och skuldsättning uppvisa långa cykler som inte är synkroniserade med inflationstakten eller konjunkturcykeln men som på sikt kan verka destabiliserande på ekonomin. Frågan är då om, och i så fall i vilken utsträckning, Riksbanken vid utformningen av penningpolitiken ska beakta hur risker för uppbyggnad av finansiella obalanser påverkar inflationen och realekonomin bortom den normala penningpolitiska horisonten.

Den andra frågeställningen berör huruvida Riksbanken bör ta hänsyn till finansiella obalanser *utöver* dess effekter på inflationen och realekonomin. Frågeställningen är därmed huruvida det ska vara ett självständigt mål inom penningpolitiken att motverka uppbyggnad av finansiella obalanser (eller motsvarande) vid sidan av prisstabilitetsmålet och hänsynen till den realekonomiska utvecklingen.

De två ovan beskrivna frågeställningarna faller inom kommitténs uppdrag att dels överväga *om Riksbanken bör ta hänsyn till de konsekvenser penningpolitiska åtgärder kan få för tillgångspriserna*, dels att *förtydliga Riksbankens ansvar för finansiell stabilitet*.

Den resterande delen av kapitlet har följande disposition. I avsnitt 17.2 ges en bakgrund till frågeställningarna inklusive en beskrivning av vanligt förekommande begrepp. Därefter, i avsnitt 17.3, beskrivs hur hänsyn till finansiella obalanser inom penningpolitiken relaterar till det relativt nya politikområdet makrotillsyn som Finansinspektionen ansvarar för i Sverige. I avsnitt 17.4 analyseras bl.a. hur penningpolitiken kan påverka utvecklingen av finansiella variabler inklusive för- och nackdelar med att penningpolitiken tar hänsyn till finansiella obalanser. I avsnitt 17.5 ges en internationell utblick kring hur andra länders centralbanker valt att agera i praktiken. Avsnitt 17.6 avslutar kapitlet och där presenteras kommitténs överväganden och bedömningar vilka baseras på kommitténs sammanvägning av nationalekonomiska, demokratiska och rättsliga perspektiv samt internationella erfarenheter.

17.2 Bakgrund och terminologi

Nedan ges en bakgrund till kapitlets frågeställningar och en beskrivning av ett antal begrepp som är vanligt förekommande och används i framställningen.

”Luta-sig-mot-vinden”

Efter finanskrisen har hänsyn till finansiella obalanser inom ramen för penningpolitiken debatterats flitigt. Diskussionen förekom dock, om än mer sporadiskt, även före krisen. En vanlig fråga är huruvida penningpolitiken ska ”luta sig mot vinden” (eng. *lean against the wind*) för att främja finansiell stabilitet. Med det avses att centralbanker försöker dämpa variationer i finansiella variabler såsom tillgångspriser och skuldsättning med hjälp av penningpolitiska instrument.⁴ Samtidigt som policydiskussionen främst fokuserat på att motverka för snabbt *stigande* tillgångspriser och skuldsättning (dvs. varit *asymmetrisk*) är frågeställningen i grunden *symmetrisk* och

⁴ Centralbanker kan, utöver via sina styrräntor, även agera på andra sätt för att uppnå detta syfte, bl.a. genom s.k. balansräkningsåtgärder, genom att publicera analyser inom området och via utformningen av deras funktion att agera som sista låneinstans. I detta kapitel ligger dock fokus på hur centralbankernas styrräntor kan användas i detta syfte.

handlar om att dämpa såväl upp- som nedgångar i finansiella variabler såsom tillgångspriser och skuldsättning.

Begreppet ”luta sig mot vinden” i förhållande till finansiella obalanser går (åtminstone) tillbaka till millennieskiftet.⁵ Det framhölls även av den dåvarande ECB-chefen Jean-Claude Trichet 2005. Han använde begreppet för att beskriva att centralbanker kan motverka en kraftig uppgång i tillgångspriser genom att temporärt välja högre styrräntor även om det påverkar uppfyllandet av prisstabilitetsmålet negativt på kort sikt.⁶ Att det finansiella systemet har en inneboende instabilitet som kan utlösas av en för snabb kredittillväxt var dock något som påtalats långt tidigare liksom centralbankernas möjligheter att motverka en sådan utveckling.⁷

Finansiell cykel

I litteraturen har ett antal snarlika begrepp använts för att beskriva en utveckling av finansiella variabler som penningpolitiken, enligt förespråkarna, speciellt bör beakta. Jean-Claude Trichet använde alltså beskrivningen ”att motverka kraftiga uppgångar i tillgångspriser”. Exempel på alternativa beskrivningar är att penningpolitiken kan ”motverka kraftiga uppgångar i tillgångspriser och kreditgivning”⁸, ”minska risken för finansiella kriser”⁹ samt ”skapa överdriven tolerans för risker på båda sidor av finansiella transaktioner”¹⁰ (begreppet *finansiella obalanser* behandlas separat nedan).

Ett samlat begrepp som ramar in dessa beskrivningar är *finansiell cykel*.¹¹ Något förenklat kan en finansiell cykel beskrivas som upp- och nedgångar i tillgångspriser, kreditgivning och skuldsättning. Det finns självförstärkande krafter i det finansiella systemet som, i inter-

⁵ Se Cecchetti m.fl. (2000).

⁶ Se Trichet (2005). Trichet menade att ”luta sig mot vinden”-politik kunde användas om en ”asset price boom” hade identifierats. Det skulle kunna översättas med ”tillgångsbubbla”, där ”bubbla” avser att priset är högre än vad som motiveras av fundamentala faktorer. Denna åtskillnad görs inte så ofta i litteraturen, bl.a. eftersom det i praktiken är svårt att identifiera vad som är en ”bubbla”.

⁷ I detta sammanhang brukar framför allt Hyman Minsky, som under lång tid betonade kreditcyklers betydelse, lyftas fram. Se bl.a. Minsky (1977, 1986 och 1992). Se även Borio och Lowe (2002), Borio (2005) och Rajan (2005).

⁸ Svensson (2017).

⁹ Woodford (2012).

¹⁰ Rajan (2005).

¹¹ Se BIS (2018) och IMF (2018). Se även Minsky (1977, 1986 och 1992).

aktion med den makroekonomiska utvecklingen, driver ett procykliskt risktagande från såväl långivare som låntagare. Det kan leda till att konjunktursvängningar förstärks och, i värsta fall, orsaka finansiell instabilitet.¹² Finanskrisen som inleddes 2008 är ett exempel där snabbtillväxt i tillgångspriser, krediter och skuldsättning förekom i många länder innan krisen slog till.

Finansiella obalanser

Slutligen är uttrycket ”att motverka *finansiella obalanser*” vanligt förekommande internationellt och används också av regeringen. Regeringen skriver att vad som utgör en finansiell obalans kan variera med den ekonomiska kontexten. Beträffande termen ”finansiella obalanser” skriver regeringen:

Finansiella obalanser på kreditmarknaden kan uppstå, förstärkas eller kvarstå av olika skäl, t.ex. som ett resultat av ändrade ekonomiska förutsättningar och beteenden, ändrad lagstiftning eller andra skäl. Sådana obalanser kan vara tillfälliga eller varaktiga. De kan också variera i storlek och betydelse. Hög kredittillväxt eller skuldsättningsgrad i olika sektorer utgör exempel på att obalanser kan föreligga. (prop. 2017/18:22, s. 18 och 19).

Regeringen lyfter alltså fram en hög kredittillväxt och skuldsättning i olika sektorer som exempel på obalanser. Dessa variabler har också visat sig ha förklaringsvärde när det gäller att förutsäga uppkomsten av bankkriser.¹³

Sammanfattningsvis kan konstateras att det inte finns någon vedertagen definition av begreppet finansiella obalanser och den exakta innebörden kan skilja sig något åt i olika beskrivningar. Samstämmigheten mellan beskrivningar av *luta-sig-mot-vinden*, *dämpa den finansiella cykeln* respektive *motverka finansiella obalanser* är dock påtaglig. För att förenkla framställningen i kapitlet används genomgående uttrycket att, med hjälp av penningpolitiska instrument, *motverka uppbyggnad av finansiella obalanser*.

¹² Se Filardo och Rungharoenkitkul (2016) och Gourio m.fl. (2018).

¹³ Se Aikman m.fl. (2018). Mian och Sufi (2014, s. 9), uttrycker det så här: ”Economic disasters are almost always preceded by a large increase in household debt. In fact, the correlation is so robust that it is as close to an empirical law as it gets in macroeconomics”.

17.3 Relation till makrotillsynen

Finanskrisens orsaker och effekter förde med sig att ett nytt politikområde har växt fram, den s.k. *makrotillsynen* (eng. *macroprudential policies*).¹⁴ Flera delar av makrotillsynen styrs av internationella överenskommelser såsom principerna för de kapital- och likviditetskrav som ställs på finansiella aktörer. Samtidigt ser makrotillsynsåtgärder lite olika ut i olika länder och de ändras också över tid beroende på vilka problem som identifieras i respektive land. Det bör också noteras att syftet med makrotillsynsåtgärder och ”luta-sig-motvinden”-politik inte är att förhindra risktagande eller att eliminera förekomsten av upp- och nedgångar, då en sådan inriktning av politiken allvarligt skulle kunna hämma den ekonomiska effektiviteten. I stället syftar åtgärderna till att bidra till en önskvärd balans mellan finansiell stabilitet och effektivitet.¹⁵

Det finns en nära relation mellan syftet med makrotillsynen och syftet att motverka uppbyggnad av finansiella obalanser inom ramen för penningpolitiken. Det framgår bl.a. av ECB:s och regeringens beskrivningar av makrotillsynen. Enligt ECB ska makrotillsynen ”förebygga riskuppbyggnad och utjämna den finansiella cykeln”.¹⁶ I Sverige ansvarar Finansinspektionen för makrotillsynen och har regeringens uppdrag ”att vidta åtgärder för att motverka finansiella obalanser i syfte att stabilisera kreditmarknaden, men med beaktande av åtgärdernas effekt på den ekonomiska utvecklingen”¹⁷. Dessa beskrivningar ligger nära de som nämndes ovan beträffande luta-sig-motvinden inom penningpolitiken (se ytterligare beskrivningar i den internationella utblicken i avsnitt 17.5).

En naturlig orsak till denna överlappning av syften är att såväl åtgärder inom makrotillsynen som centralbankens penningpolitiska verktyg kan påverka efterfrågan på och utbudet av krediter.¹⁸ Inom makrotillsynen kan åtgärder såsom bolånetak och amorteringskrav påverka efterfrågan medan kapital- och likviditetskrav kan påverka utbudet. Som diskuteras i avsnitt 17.4.1 nedan påverkar centralbankernas styrräntor också efterfrågan på och utbudet av krediter.

¹⁴ Se Braconier och Palmqvist (2017) för en beskrivning.

¹⁵ Se avsnitten 7.2.3 och 20.8.2.

¹⁶ Se www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.sv.html.

¹⁷ Se 1 § 2 förordningen [2009:93] med instruktion för Finansinspektionen. I februari 2018 fick Finansinspektionen ytterligare verktyg för att uppfylla detta syfte.

¹⁸ Se t.ex. Shin (2015).

17.3.1 Första respektive andra försvarslinjen

Efter finanskrisen har det etablerats en bred samsyn kring att åtgärder som vidtas inom makrotillsynen är effektivare än centralbankernas styrräntor för att motverka uppbyggnad av finansiella obalanser.¹⁹ Riksbanken uttrycker det på följande sätt:²⁰

När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.

IMF uttrycker det på följande sätt:²¹

Det är uppenbart att målinriktade försiktighetsåtgärder (inklusive mikro- och makrotillsyn, reglering och övervakning) aktivt bör drivas för att dämpa uppbyggnaden av finansiella risker. Frågan är om penningpolitiken ska ändras för att beakta finansiella stabilitetsrisker.

Vidare finns en samsyn att centralbanker via sina penningpolitiska verktyg endast kan påverka den *konjunkturrella*, kortsiktiga, variationen i realräntor och därmed finansiella variabler. Realräntor på längre sikt bestäms av *strukturella* faktorer på den nationella och internationella kapitalmarknaden.²² Centralbankers möjligheter att med sina styrräntor påverka finansiella variabler såsom tillgångspriser, kreditgivning och skuldsättning på längre sikt, och i reala termer, är därför begränsade. Inom makrotillsynen och finansiell reglering generellt finns däremot åtgärder som *varaktigt* kan påverka kreditgivning och skuldsättning och därmed balansen mellan finansiell stabilitet och effektivitet.²³ Det rör åtgärder som är riktade mot kreditinstitut (t.ex. likviditets- och kapitaltäckningskrav) och hushåll (t.ex. bolånetak och amorteringskrav). Antalet möjliga verktyg inom makrotillsynen är betydande och de kan varieras för att påverka specifika företeelser och imperfektioner inom det finansiella systemet. Annorlunda uttryckt är förutsättningarna för precision

¹⁹ Uttryck för denna syn ges bl.a. i Bank of Canada (2016a), Bernanke (2011), HM Treasury (2013a), IMF (2015), Leduc och Natal (2016), Smets (2014) och Svensson (2018). Se bl.a. Schnabel (2016) och Stein (2013) för exempel på undantag från denna konsensus.

²⁰ Riksbanken (2018), s. 2.

²¹ IMF (2015), s. 1.

²² Centralbanker påverkar realräntor framför allt genom att påverka nominella marknadsräntor på mycket kort sikt, se avsnitt 14.5.3.

²³ Se IMF (2015) för en diskussion.

inom makrotillsynen större än inom penningpolitiken vilket är av betydelse eftersom problemen kan variera.²⁴ Makrotillsynsåtgärder anses bl.a. av ovanstående skäl utgöra den s.k. första försvarslinjen (eng. *first line of defence*) för att vid behov dämpa utvecklingen av tillgångspriser, kreditgivning, skuldsättning och, i förlängningen, hitta en lämplig balans mellan finansiell stabilitet och effektivitet.

I Sverige har Finansinspektionen ansvaret att motverka finansiella obalanser med hjälp av makrotillsynsåtgärder. Frågeställningen för kommittén är därmed om det är lämpligt att Riksbanken i förebyggande syfte agerar för att motverka finansiella obalanser *med beaktande av* både den institutionella ansvarsfördelning som föreligger och de övriga policyåtgärder som Finansinspektionen kan använda. Annorlunda uttryckt rör frågeställningen i vilken utsträckning Riksbanken bör använda penningpolitiska verktyg som en s.k. andra försvarslinje (eng. *second line of defence*) för att i förebyggande syfte motverka finansiella obalanser.

Avslutningsvis bör noteras att åtgärderna inom makrotillsynen har introducerats i utvecklade ekonomier först under det senaste decenniet. Även om det finns empiriska resultat som indikerar att åtgärder är verkningsfulla är erfarenheterna hittills otillräckliga för att kunna dra säkra slutsatser om såväl deras effekter som deras mest lämpliga utformning.²⁵ En gemensam nämnare i litteraturen är att behovet av att penningpolitiken beaktar finansiella obalanser kan vara beroende av hur effektiva åtgärderna inom makrotillsynen är.²⁶ Det är en aspekt som behöver vägas in i kommitténs samlade bedömning.

17.4 Nationalekonomiska perspektiv

17.4.1 Räntor och finansiella variabler

Centralbanker kan via sina penningpolitiska verktyg påverka utvecklingen på finansiella marknader och, under vissa förutsättningar, uppbyggnaden av finansiella obalanser. Den teoretiska och empiriska litteraturen fokuserar på styrräntornas koppling till den finansiella ekonomin, bl.a. tillgångspriser, skulder, risktagande och kredit-

²⁴ Se dock Stein (2013), refererad till i avsnitt 17.4.3.

²⁵ Se t.ex. Boar m.fl. (2017) och IMF-FSB-BIS (2016).

²⁶ Se avsnitt 17.4.3 och referenser däri.

spreadar.²⁷ Finansiella variabler påverkas av styrräntor via olika kanaler inom ramen för den s.k. transmissionsmekanismen. Nedan följer en kortfattad beskrivning av några av de viktigaste kanalerna och hur centralbankernas styrräntor verkar genom dessa.²⁸

Tillgångspriskanalen

I standardmodeller för värdering av tillgångar såsom aktier och fastigheter är den reala räntenivån en fundamental bestämningsfaktor.²⁹ Även om dagens räntenivå har betydelse är det framför allt den *förväntade framtida* räntenivån som är av betydelse för nuvarande värdering. Därför fokuserar litteraturen på hur centralbankens åtgärder påverkar den förväntade räntenivån.

Det finns många olika räntor i ekonomin och vilken ränta som är relevant skiljer sig åt mellan olika tillgångar. Räntan som är kopplad till en viss tillgång består av en riskfri ränta plus en riskpremie där den sistnämnda varierar beroende på tillgångsslag. I normalfallet påverkar centralbanker räntenivån i ekonomin framför allt genom att påverka räntan på riskfria tillgångar med mycket kort löptid.³⁰ Eftersom tillgångspriser i hög grad bestäms av förväntade framtida räntenivåer innebär det att en förändring av styrräntan som inte får någon effekt på förväntade framtida räntor inte har någon nämnvärd betydelse för tillgångsprisernas utveckling. För att centralbankernas åtgärder ska få en betydande effekt på tillgångspriser krävs därför att även den förväntade framtida riskfria räntan (eller riskpremien) också påverkas. Det kan centralbanken göra på flera sätt, bl.a. genom att publicera en prognos för styrräntan. Centralbanken kan också agera för att påverka riskfria räntor (med längre löptid) direkt genom statsobligationsköp.

Det finns dock en gräns för i vilken utsträckning centralbanker kan påverka den allmänna räntenivån i ekonomin på medellång och lång sikt. Det beror på att realräntan på längre sikt bestäms av

²⁷ Kreditspreadar är skillnaden mellan räntan på en riskfylld tillgång jämfört med en riskfri tillgång där den sistnämnda ofta utgörs av en statsobligation från ett land med en trovärdig offentligfinansiell ställning.

²⁸ Se Friedrich m.fl. (2015) och IMF (2015) för en översikt. Transmissionsmekanismen beskrivs mer ingående i avsnitt 14.5.

²⁹ Andra fundamentala bestämningsfaktorer beror på tillgångsslag, se t.ex. Barsky och Bogusz (2014) och Himmelberg m.fl. (2005) för beskrivningar.

³⁰ Se avsnitt 14.5.3.

strukturella faktorer, framför allt på den internationella kapitalmarknaden.³¹ Centralbanker kan därför inte bedriva en penningpolitik som innebär att den genomsnittliga räntenivån i ekonomin varaktigt avviker från den nivå som bestäms av strukturella faktorer om den varaktigt ska uppnå ett inflationsmål. Det gäller inte minst för små öppna ekonomier som Sverige. Om ett litet land, exempelvis för att motverka finansiella obalanser, varaktigt försöker hålla en högre räntenivå än vad som ges av de strukturella faktorer som styr omvärldens räntenivå kommer växelkursen att stärkas vilket hämmar den ekonomiska utvecklingen och försvårar för inflationen att nå målsatt nivå.³²

Centralbankernas möjlighet att via sina styrräntor påverka tillgångsprisernas utveckling på längre sikt är alltså begränsad. Det finns dock empiriskt stöd för att en lägre realränta påverkar utvecklingen av tillgångspriser positivt på kort sikt.³³

Bankutlåningskanal och risktagandekanal

Den starka kopplingen mellan räntor och tillgångspriser är en orsak till att det finns en stark koppling mellan räntor och *kreditgivning*.³⁴ Det gäller för både hushåll och företag. Exempelvis innebär lägre räntor att den s.k. brukarkostnaden för bostadsägare sjunker och att bostadspriserna därför stiger. Stigande fastighetspriser innebär allt annat lika att efterfrågan på krediter ökar. Även företag ökar sin efterfrågan på krediter när räntenivån sänks, dels då det bidrar till ett lägre avkastningskrav och därmed fler investeringar, dels då den förväntade efterfrågan på företagets varor eller tjänster blir högre.

Det finns även en koppling mellan centralbankernas räntor och lönsamheten i bankernas utlåning.³⁵ En sänkt styrränta innebär högre värdering av bankernas tillgångar vilket ger lägre finansierings-

³¹ Se IMF (2014) för en analys av hur olika fundamentala faktorer påverkar räntenivån i världsekonomin. Som framgår i avsnitt 17.4.3 finns det inom ramen för s.k. finansiella cykler dock de som menar att centralbanker kan ha en mer varaktig påverkan på räntenivån i ekonomin.

³² Omvänt kan en varaktigt lägre realränta än omvärldsräntan innebära att en liten öppen ekonomi riskerar att överhettas, bl.a. genom en försvagad växelkurs och vad som i efterhand kommer visa sig vara för höga och felallokerade investeringar. Det leder i förlängningen till att inflationen riskerar att bli högre än målsatt nivå.

³³ Se IMF (2015) och referenser däri.

³⁴ Det finns förstås även andra faktorer som påverkar kreditgivningen, bl.a. olika makrotillsynsåtgärder, de finansiella marknadernas funktionssätt m.m.

³⁵ Se Adrian m.fl. (2010).

kostnader. Samtidigt blir fler investeringar lönsamma, vilket ökar efterfrågan på lån. Sammantaget ökar både efterfrågan på och utbudet av lån när räntenivån faller vilket innebär en stark koppling mellan penningpolitik och kredittillväxt.

Räntor påverkar inte bara tillgångspriser och mängden krediter genom ovan nämnda kanaler utan det finns också stöd för att räntor påverkar bankernas risktagande.³⁶ I litteraturen lyfts den s.k. *risktagandekanalen* fram inom ramen för penningpolitikens transmissionsmekanism. En låg ränta kan göra att banker och andra finansiella aktörer söker högre avkastning och investerar i mer riskfyllda tillgångar. En låg ränta under en längre tid kan också göra att ekonomins övriga aktörer blir mer riskbenägna. Ekonomins aktörer kan i viss utsträckning agera irrationellt, bl.a. genom att ta risker som de inte fullt förstår vidden av. Det innebär att efterfrågan på högre avkastande och därmed mer riskfyllda tillgångar ökar vilket får riskpremier att minska. Det leder till att tillgångspriser drivs upp och riskerar att bli högre än vad som är motiverat utifrån strukturella faktorer.³⁷ Därutöver kan likviditetsriskerna öka i och med att låga korta räntor ökar incitamenten för kortsiktig finansiering. Sammantaget innebär detta att relativt små oväntade förändringar av centralbankernas styrräntor kan få relativt stor påverkan på risktagandet i ekonomin. Internationella studier visar på ett empiriskt stöd för risktagandekanalen.³⁸

Det finns ytterligare kanaler inom den penningpolitiska transmissionsmekanismen och räntenivån har i flera av dessa en tvetydig effekt på risken för finansiell instabilitet.³⁹ Baserat på en relativt omfattande empirisk genomgång 2015 var dock IMF:s samlade bedömning att en lägre räntenivå ökar sannolikheten för kriser på medellång sikt.⁴⁰ Då centralbanker via sina styrräntor och andra åt-

³⁶ Se t.ex. Apel och Claussen (2012), Borio och Zhu (2012), Filardo och Rungcharoenkitkul (2016) och Šmets (2014) samt referenser däri.

³⁷ Det kan noteras att lägre riskpremier som beror på att de finansiella marknaderna fungerar mer effektivt, t.ex. tack vare centralbankens likviditetsstödjande insatser, i allmänhet är positivt för ekonomin.

³⁸ Se Bekaert m.fl. (2013), Heider m.fl. (2018) och IMF (2015) samt referenser däri.

³⁹ Friedrich m.fl. (2015) listar (utöver de här nämnda) riskskiftningskanalen, växelkurskanalen samt balansräkningskanalen (den sistnämnda för företag).

⁴⁰ Se IMF (2015).

gärder kan påverka räntenivån innebär denna bedömning att de även i viss utsträckning kan påverka sannolikheten för en framtida kris.⁴¹

Sammanfattningsvis konstaterar kommittén att centralbanker via sin räntestyrning huvudsakligen kan påverka risktagande, tillgångspriser och skuldsättning inom kortare tidshorisonter.⁴² På längre sikt styrs ränteutvecklingen i ekonomin, och därmed nämnda variabler, av strukturella faktorer såsom inhemskt och internationellt utbud (sparande) och efterfrågan (investeringar) på kapital, regelverk inom makrotillsynen och skattesystem.

Räntor och ”tillgångsbubblor”

Om ekonomins aktörer gör en felaktig bedömning av exempelvis framtida räntenivåer, blir tillgångspriserna felvärderade och kommer att korrigeras när förväntningarna korrigeras längre fram. Mer generellt är ”övervärdering” en benämning för ett pris på en tillgång som överstiger det pris som ges av dess, enligt ekonomisk teori, strukturella (eller fundamentala) bestämningsfaktorer. ”Bubbla” brukar användas för att benämna en övervärdering där det samtidigt finns förväntningar om framtida prisstegringar.⁴³ Huruvida tillgångspriser är fundamentalt värderade är av stor betydelse för om eventuella ekonomisk-politiska åtgärder är lämpliga. Därutöver kan olika marknadsimperfectioner snedvräta prisutvecklingen vilket kan påkalla ekonomisk-politiska åtgärder, bl.a. i syfte att få marknaden att fungera bättre.

I praktiken är det svårt att bedöma om en bubbla föreligger. En ytterligare komplikation är att det inte råder konsensus i litteraturen kring om centralbanken via räntestyrningen kan skapa bubblor och, vidare, om centralbanker kan eller bör ”spräcka” bubblor.⁴⁴ Centralbanker som inom penningpolitiken motverkar uppbyggnad av finansiella obalanser framhåller heller inte att de har för avsikt att identifiera och spräcka bubblor. I stället motiveras politiken – likt inom makrotillsynen – av att minska risken för att framtida fall i tillgångspriser får allvarliga makro-

⁴¹ Som framgår i avsnitt 17.4.3 finns även en teoretisk litteratur där centralbanker via sina styrrentor kan kompensera för imperfectioner på finansiella marknader och därigenom påverka kreditillväxten.

⁴² Det bör noteras att centralbankerna även på lång sikt kan påverka prisnivån och därmed den *nominella* utvecklingen av tillgångar och skulder.

⁴³ Se t.ex. Blot m.fl. (2018) för en diskussion samt för fler begrepp som används i litteraturen för att beskriva priser som avviker från en värdering baserad på fundamentala faktorer.

⁴⁴ Se bl.a. Allen och Gale (2000), Allen m.fl. (2017), Barsky och Bogusz (2014) och Galí (2014).

ekonomiska effekter. Samtidigt pekar den sistnämnda strategin på betydelsen av att uppskatta intäkter och kostnader med att använda styrräntor för att ta hänsyn till finansiell stabilitet. Det är ett område som diskuteras i avsnitt 17.4.3.

17.4.2 Bred samsyn före finanskrisen

Årtiondet innan finanskrisen bröt ut rådde en bred samsyn kring den s.k. flexibla inflationsmålpolitiken.⁴⁵ Den innebär lite förenklat att s.k. real hänsyn till (oftast) produktion och sysselsättning kunde tas så länge trovärdigheten för inflationsmålet inte hotades. Denna breda samsyn innefattade även att hänsyn till finansiella obalanser inte skulle beaktas inom penningpolitiken annat än, likt andra faktorer, den eventuella påverkan de finansiella marknaderna kunde ha på inflationen och realekonomin.

Flera skäl till denna samsyn framhålls i litteraturen.⁴⁶ Ett skäl var att finansiella obalanser, finansiella bubblor och efterföljande perioder av finansiell instabilitet ansågs vara för svåra att förutsäga. Ett annat skäl var att penningpolitiken inte ansågs vara kraftfull nog för att hindra en uppbyggnad av finansiella obalanser. Det ansågs krävas mycket stora förändringar av styrräntorna för att få någon betydande effekt samtidigt som sådana ränteförändringar skulle innebära en betydande risk att centralbankernas prisstabilitetsmål inte skulle nås. I detta sammanhang framhölls även att om en centralbank skulle försöka motverka uppbyggnad av finansiella obalanser så bör kostnader förknippade med detta, framför allt vad gäller bristande måluppfyllelse avseende prisstabilitetsmålet, vara lägre än de kostnader som uppstår om de finansiella obalanserna fick verka ut av sig själva (jfr ”spruckna tillgångsbubblor”).

Ett ytterligare skäl som lyftes fram var att centralbankerna inte hade ändamålsenliga verktyg för att bemästra finansiella obalanser. Den s.k. Tinbergen-principen om ”ett verktyg, ett mål” skulle brytas om centralbankerna skulle använda räntan även till att främja finansiell stabilitet. Det vore enligt denna syn bättre att – centralbanken

⁴⁵ Se avsnitt 6.2.5 för en beskrivning.

⁴⁶ Se t.ex. Kohn (2008), Smets (2014) och Woodford (2012).

eller någon annan institution – fick tillgång till andra verktyg för att främja finansiell stabilitet.⁴⁷

17.4.3 Analyser efter finanskrisen

De skäl som nämns ovan och framhölls innan finanskrisen är fortfarande relevanta. Däremot innebar finanskrisen och den forskning som den initierade att det nu – drygt ett decennium efter finanskrisens utbrott – inte föreligger samma breda samsyn som före krisen, bland vare sig forskare eller centralbanker. I detta avsnitt beskrivs kortfattat några teoretiska och empiriska ansatser från det senaste decenniet som belyser frågeställningen kring om och i så fall hur penningpolitik bör ta hänsyn till finansiella obalanser.⁴⁸

Hänsyn till finansiella obalanser i teoretiska modeller

Forskningen kring huruvida centralbanker bör beakta finansiella obalanser (eller motsvarande begrepp) har intensifierats sedan finanskrisens utbrott.⁴⁹ Som nämns i avsnitt 17.3 finns en bred samsyn kring att makrotillsynsåtgärder är effektivare och därför bör utgöra den s.k. första försvarslinjen. Frågan gäller därför om centralbanken vid behov bör agera som en s.k. andra försvarslinje för att motverka finansiella obalanser och om det i sin tur bör föranleda att det bör vara ett mål för penningpolitiken (underordnat prisstabilitetsmålet).

En uppsats som Ben Bernanke och Mark Gertler skrev 1999 var viktig för den samsyn som etablerades före finanskrisen (den s.k. *Jackson Hole consensus*).⁵⁰ Den innebar att centralbanker inte ska beakta finansiella obalanser, utöver de effekter de bedöms ha på utvecklingen av inflation och resursutnyttjande.⁵¹ Det kan noteras att denna samsyn även inbegreper synen att finansiella marknader var

⁴⁷ Dessa ”andra verktyg” kom efter finanskrisens utbrott att i stor utsträckning hamna inom det nya politikområdet *makrotillsyn*, se avsnitt 17.3. Bryant m.fl. (2012) framhåller dock att ”Tinbergen-argumentet” baseras på en alltför förenklad syn på hur verkliga beslutsproblem ser ut för bl.a. centralbanker.

⁴⁸ Se Vredin (2015) för en diskussion kring samband mellan prisstabilitet och finansiell stabilitet i teori och praktik.

⁴⁹ Samtidigt förekom diskussioner, om än i betydligt mindre utsträckning, decenniet innan krisen. För tidiga bidrag, se Bernanke och Gertler (1999), Borio och Lowe (2002) och Rajan (2005).

⁵⁰ Se t.ex. Issing (2009) och Smets (2014) för en beskrivning.

⁵¹ Se Bernanke och Gertler (1999).

effektiva och att behovet av reglering inte bedömdes vara en central fråga. Denna syn ändrades efter finanskrisen till den s.k. *modified* Jackson Hole consensus där modifieringen innebar att finansiella marknader behöver en striktare reglering *men* att centralbanker även fortsättningsvis endast skulle beakta finansiella obalanser i den mån de tros påverka utvecklingen av inflation och resursutnyttjande. Beträffande penningpolitikens roll enligt denna senare syn uttrycker sig Frank Smets, Director General vid ECB, så här:⁵²

Finansiella stabilitetshänsyn kommer indirekt att ingå i penningpolitiska beslut i den utsträckning bedömningen medför att systemmässiga "svansrisker" (eng. *tail risks*) förändrar de förväntade utsikterna för inflation eller realekonomisk utveckling. Det finns därför fortfarande en roll för finansiell stabilitetsövervakning och informationsutbyte med makrotillsynsmyndigheterna.

Efter finanskrisen har andelen kritiska röster till den samsyn som förelåg ökat. Argument har framförts att centralbankernas räntestyrning har vissa fördelar gentemot makrotillsynsverktyg när det gäller att motverka finansiella obalanser och att dessa fördelar bör utnyttjas. Förespråkarna lyfter fram att centralbankernas räntestyrning har stor påverkan på risktagande och skuldsättning i ekonomin (jfr diskussionen i avsnitt 17.4.1 ovan). Bland annat påpekas att medan makrotillsynsverktyg både kan kringgås (s.k. regelarbitrage) och inte påverkar alla aktörer så "kommer ingen undan"⁵³ effekterna av en förändrad räntenivå i ekonomin.⁵⁴ Dessutom har det framförts att makrotillsynsåtgärder i minst lika hög grad som penningpolitiska åtgärder är föremål för s.k. tidsinkonsistensproblem vilket kan innebära att nödvändiga politiska beslut inte kommer till stånd.⁵⁵

Michael Woodford var tidigt ute med att formalisera hänsyn till finansiella obalanser inom ramen för centralbankernas flexibla inflationsmålspolitik.⁵⁶ Genom att införa imperfektioner på de finansiella marknaderna (kreditbegränsade hushåll) i en ekonomisk modell

⁵² Smets (2014), s. 269.

⁵³ Detta uttryck är innebörden av ett vanligt förekommande citat från Stein (2013), s. 17, där han skriver att räntan, till skillnad från bl.a. makrotillsynsverktyg, "gets in all of the cracks... changes in rates may reach into corners of the market that supervision and regulation cannot".

⁵⁴ Se t.ex. Borio och Drehmann (2009), Cecchetti och Kohler (2012) och Stein (2013). För en översikt av ställningstaganden efter finanskrisen, se Reichlin och Baldwin (2013).

⁵⁵ Se t.ex. IMF (2013).

⁵⁶ Se Woodford (2012). Se även bl.a. Adam och Woodford (2018), Adrian och Duarte (2017), och Gourio m.fl. (2018).

utan makrotillsynsåtgärder, fann han att det är optimalt för centralbankerna att ta hänsyn till finansiell stabilitet⁵⁷ utöver effekterna på inflation och resursutnyttjande. Centralbanken har därmed tre målvariabler – inflation, realekonomisk utveckling och finansiell stabilitet (eller motsvarande begrepp) – och det kan vara optimalt att beakta finansiell stabilitet även om det innebär att inflationen och den realekonomiska utvecklingen hamnar längre ifrån sina respektive mål.

I senare modeller som inkluderar även makrotillsynsverktyg påverkas den roll centralbankens styrränta bör ha i ekonomin. Det är då mer effektivt att makrotillsynsåtgärder används för att åtgärda imperfektioner på de finansiella marknaderna.⁵⁸ Det innebär vidare att centralbankernas styrränta, liksom i de traditionella modellerna utan imperfektioner på de finansiella marknaderna, kan fokusera på inflation och resursutnyttjande.⁵⁹ Däremot behöver centralbanken ta utvecklingen på de finansiella marknaderna i beaktande då den påverkar utvecklingen av inflationen och realekonomin.

Sammantaget kan alltså noteras att om effektiva makrotillsynsåtgärder inte kommer till stånd kan det enligt vissa teoretiska modeller finnas skäl att beakta finansiell stabilitet utöver dess effekt på inflation och resursutnyttjande.⁶⁰ Det bör dock understrykas att detta är ett ungt forskningsområde vilket bör beaktas när policy slutsatser dras.

I en annan linje av den teoretiska litteraturen analyseras hur en ensam politisk beslutsfattare (en s.k. central planerare) som har alla politikområden (finanspolitik, makrotillsyn, penningpolitik m.fl.) i sin hand skulle agera för att maximera samhällets välfärd.⁶¹ Givet denna utgångspunkt går det att analysera hur ett decentraliserat beslutsfattande inom de olika politikområdena, vilket bl.a. föreligger i

⁵⁷ I Cúrida och Woodford (2016) korresponderar de kreditbegränsade hushållen till ränteskillnaden (kreditspreaden) mellan statsobligationer och företagsobligationer vilket är en av de indikatorer som brukar användas för att identifiera finansiell oro. Woodford (2012) låter skuldsättningsgrad vara den variabel som påverkar om de finansiella förhållandena försämrats vilket kan tolkas som ökade kreditspreadar. Det benämns som ”hänsyn till finansiell stabilitet” i huvudtexten.

⁵⁸ Olika modeller antar olika åtgärder, bl.a. bolånetak, kontracyklisk kapitalbuffert, skatter och subventioner.

⁵⁹ Se bl.a. Carrillo m.fl. (2018), Duprey och Ueberfeldt (2018), Laséen m.fl. (2017), Leduc och Natal (2016) och Svensson (2012).

⁶⁰ Det finns även demokratiska aspekter på denna frågeställning, se avsnitt 17.6.2.

⁶¹ Se Bryant m.fl. (2012) och referenser däri.

Sverige, bör utformas för att efterlikna de välfärdsmaximerande val som den centrale planeraren skulle göra när beslutsfattandet är centraliserat. Det visar sig att de decentraliserade beslutsfattarna då behöver koordinera sina åtgärder och att de behöver använda sina respektive instrument för att maximera samma välfärdsfunktion som vid det centraliserade beslutsfattandet.⁶² Översatt till den aktuella frågeställningen kring hänsyn till finansiella obalanser innebär detta resonemang bl.a. att det kan finnas fördelar med att Riksbanken, liksom övriga decentraliserade beslutsfattare, tar hänsyn till samtliga faktorer som regering och riksdag har i sin målfunktion, däribland att motverka finansiella obalanser.⁶³ Denna slutsats baserad på akademisk litteratur behöver i praktiken vägas emot demokratiska och juridiska perspektiv vilka diskuteras i avsnitt 17.6 där kommitténs överväganden och bedömningar presenteras.

Effekter av att *diskretionärt* beakta finansiella obalanser

Teoretiska modeller likt de som noterades ovan är användbara för att identifiera relevanta mekanismer och de principiella för- och nackdelar som föreligger. Därutöver är det viktigt att göra en empirisk uppskattning huruvida för- eller nackdelarna (alternativt uttryckt, *intäkterna* eller *kostnaderna*) dominerar när centralbanker försöker motverka uppbyggnad av finansiella obalanser. Liksom den teoretiska litteraturen är den empiriska litteraturen ännu relativt ung då den tog fart några år efter finanskrisens utbrott. I avsnitt 17.1.1 noteras två principiella förhållningssätt för hur centralbanker kan använda sina styrräntor för att motverka finansiella obalanser diskuteras kortfattat nedan.⁶⁴

Det första förhållningssättet kännetecknas av att centralbankerna har en traditionell målfunktion som inkluderar inflation och resursutnyttjande. I tider då risk för framtida finansiell instabilitet inte bedöms föreligga bedriver centralbanken en traditionell flexibel infla-

⁶² Genom liknande resonemang argumenterar Billi och Vredin (2014) för att finansiell stabilitet bör vara ett explicit mål inom penningpolitiken. Relaterat till detta kan noteras att Vredin m.fl. (2012, kapitel 5) förordar att hänsyn till finansiell stabilitet utöver effekter via inflationen kan vara lämpligt i kristider.

⁶³ Regering och riksdag har förstås många fler områden i sin målfunktion vilka myndigheter såsom Riksbanken enligt denna syn principiellt ska ta hänsyn till, exempelvis hur ekonomin påverkar aktuella miljöpolitiska mål, inkomstfördelningen m.m.

⁶⁴ Se IMF (2015) för en översikt och referenser däri.

tionsmålspolitik där inflationsmålet i normalfallet nås inom en relativt kort tidshorisont. ECB nämner två–tre år som ”standard horizon”⁶⁵ men längden går inte att fastställa exakt med någon vetenskaplig metod. Det bör noteras att inom denna horisont tas vanligen tillbörlig realekonomisk hänsyn genom att centralbanken väljer hur snabbt man siktar på att föra tillbaka inflationen till målet efter en avvikelse. När risk för framtida finansiell instabilitet via finansiella obalanser identifieras väljer centralbankerna högre styrräntor än vad en tillämpning av den traditionella flexibla inflationsmålpolitiken med kort tidshorisont skulle motivera. Denna inriktning av penningpolitiken syftar till att minska sannolikheten för en sämre måluppfyllelse längre fram genom att makroekonomisk och/eller finansiell instabilitet undviks. Den tidshorisont inom vilken inflationsmålet nås blir med denna strategi vanligtvis längre jämfört med normala förhållanden.⁶⁶

Ovan beskrivna situation illustreras schematiskt i Figur 17.1. I utgångsläget är inflationen och resursutnyttjandet⁶⁷ lite under målsatt nivå. I ett läge där risk för framtida finansiell instabilitet föreligger behöver kostnaderna och intäkterna med att penningpolitiken motverkar uppbyggnad av finansiella obalanser jämföras. Kostnaderna består i att en högre styrränta innebär försämrad måluppfyllelse på kort sikt (se streckad linje i figuren) jämfört med en lägre styrränta (prickad linje). Vid någon tidpunkt (här t) antas i exemplet den högre styrräntan förbättra den förväntade måluppfyllelsen jämfört med den lägre styrräntan tack vare att riskerna för makroekonomisk och/eller finansiell instabilitet mildras.

I scenariot då centralbanker väljer en lägre styrränta antas måluppfyllelsen förbättras på kort sikt medan instabilitet med viss sannolikhet förväntas uppkomma och innebära en lägre grad av måluppfyllelse i termer av inflation och resursutnyttjande längre bort i prognoshorisonten.⁶⁸ Måluppfyllelse i termer av inflation och resurs-

⁶⁵ ECB (2011), s. 69.

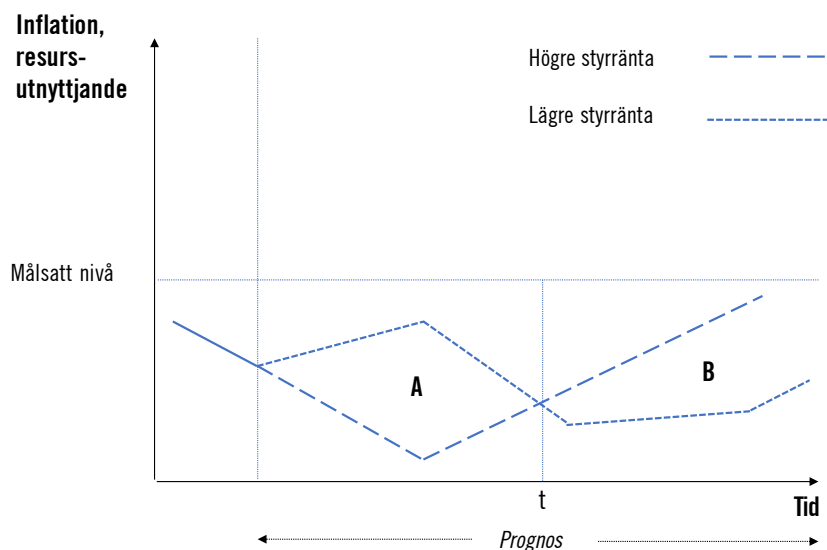
⁶⁶ Se Riksbanken (2013) för en diskussion kring en sådan strategi.

⁶⁷ ”Resursutnyttjandet” är ett exempel på en realekonomisk variabel och mäter avvikelsen från konjunkturrell balans. Vid högt (lågt) resursutnyttjande råder högkonjunktur (lågkonjunktur). Den ”målsatta nivån” för resursutnyttjandet är konjunkturrell balans vilket utgörs av den horisontella prickade linjen i Figur 17.1.

⁶⁸ I exemplet antas s.k. väntevärdesriktiga prognoser. Med denna prognosmetod påverkas prognosen av att sannolikheten för en kris ändras. Ett exempel illustrerar dess innebörd. Antag att det endast finns två möjliga framtida utfall för en variabel, t.ex. inflation: 2 procent (”ingen kris”) respektive 0 procent (”kris”). Antag vidare att det första utfallet har en sannolikhet på

utnyttjande i de två alternativa strategierna kan lite förenklat jämföras med hjälp av ytan ”B” och ytan ”A”.⁶⁹ Som nämns ovan finns även modeller, speciellt sådana som inte inkluderar makrotillsynsåtgärder, vilka innebär att måluppfyllelsen även ska inkludera en tredje variabel som representerar ”finansiell stabilitet” (eller motsvarande begrepp). Det skulle exempelvis innebära att om ytorna ”A” och ”B” var lika stora samtidigt som ett valt mått på ”finansiell stabilitet” försämrades vid den lägre räntebanan vore den högre räntebanan att föredra.

Figur 17.1 Cost-Benefit-analys vid hänsyn till finansiell stabilitet: schematisk skiss



Anm. Målsatt nivå för inflationen är i de flesta länder 2 procent per år. Målet för resursutnyttjandet är att fullt utnyttjande av ekonomins produktionsresurser ska råda.

Källa: Egen illustration.

90 procent och det andra en sannolikhet på 10 procent. Väntevärdesprognosen är då $2 \cdot 0,9 + 0 \cdot 0,1 = 1,8$. Om sannolikheterna förskjuts till 70–30 blir väntevärdesprognosen $2 \cdot 0,7 + 0 \cdot 0,3 = 1,4$. Att den lägre räntan i exemplet ger sämre förväntad måluppfyllelse på sikt i Figur 17.1 (prickad linje) beror på att sannolikheten för ”kris” med den politiken ökar.

⁶⁹ Hur målavvikelseerna ska vägas beror på vilken förlustfunktion som centralbankens direktion har, inklusive hur framtida förväntade förluster diskonteras till nuvärde. En vanlig metod är att de årliga avvikelserna från målsatt nivå inom område A respektive B kvadreras och summeras för att sedan jämföras. Se Svensson (2017) för exempel på beräkningar.

I praktiken finns av naturliga skäl stora osäkerheter med sådana beräkningar. *Intäkterna* av att ta hänsyn till finansiella obalanser beror dels på i vilken mån den högre styrräntan begränsar risken för framtida finansiell instabilitet och därmed minskar sannolikheten för en kris⁷⁰, dels, om en kris ändå inträffar, dess djup och längd. Intäkterna påverkas markant av om det antas att den förväntade krisen får permanent negativa effekter på produktion och sysselsättning.⁷¹ *Kostnaderna* består dels av hur mycket den högre styrräntan driver inflationen och resursutnyttjandet från sina målsatta värden på kort sikt innan den eventuella krisen inträffar, dels av att måluppfyllelsen, på grund av det sämre utgångsläget, blir *än* sämre om en kris inträffar.⁷²

Ett flertal olika uppskattningar av intäkter och kostnader avseende inflation och resursutnyttjande då centralbanker försöker motverka finansiella obalanser visar att det krävs betydande negativa makroekonomiska effekter av en finansiell kris för att intäkterna ska överväga kostnaderna.⁷³

IMF (2015, s. 1, kommitténs översättning) sammanfattar kunskapsläget som att ”[det empiriska] stödet för ’luta-sig-mot-vinden’-politik är begränsat” när utvärdering sker m.a.p. på inflation och realekonomi men, med beaktande av att forskningsområdet är ungt menar IMF vidare att, ”dörren borde vara öppen för omprövning allteftersom vår kunskap om förhållandet mellan penningpolitik och finansiella risker utvecklas och omständigheterna förändras”. Beror på att institutioner och regelverk skiljer sig mellan länder kan policyrekommendationerna variera. Beträffande Sverige var IMF:s rekommendation 2015 följande:⁷⁴

Medan makrotillsynsåtgärder ses som en första försvarslinje i policyrådgivningen för Sverige – speciellt eftersom penningpolitiken har blivit expansionsiv för att undvika deflationsrisk – har IMF-medarbetare⁷⁵ betonat att penningpolitiken i slutändan måste kunna ”luta sig mot vinden” om makrotillsynsåtgärder misslyckas med att tjäna sitt syfte. IMF-med-

⁷⁰ Som noterades ovan bedömer IMF (2015) att det finns empiriska belägg för att en högre räntenivå minskar sannolikheten för en kris.

⁷¹ Se t.ex. Gourio m.fl. (2018) och referenser däri.

⁷² Den sistnämnda effekten har identifierats av Svensson (2017).

⁷³ Se bl.a. Aikman m.fl. (2018), Bank of Canada (2016a), IMF (2015), Kockerols och Kok (2019), Pescatori och Laséen (2016) och Svensson (2017). För exempel på analyser som visar på omständigheter som innebär att intäkterna överstiger kostnaderna, se Gerdrup m.fl. (2017) och Gourio m.fl. (2018).

⁷⁴ IMF (2015), s. 44.

⁷⁵ Det bör noteras att detta är en s.k. ”Staff report”. Även om rapporten presenterats för IMF:s exekutivkommitté och godkänts av chefsekonomen behöver inte policyslutsatserna med nödvändighet sammanfalla med IMF:s officiella syn.

arbetare betonade att detta skulle kräva noggrant övervägande av avvägningarna mellan effekterna på tillväxten och kostnaden för stigande finansiella sårbarheter och betonade vidare hur brådskande det är att genomföra en omfattande uppsättning makroåtgärder för att begränsa hushållens kreditefterfrågan.

Effekter av att *regelmässigt* beakta finansiella obalanser

Det andra förhållningssättet innebär att centralbanker *regelmässigt* beaktar finansiella obalanser vid beslut om styrräntor. Det förhållningssättet skulle helt och hållet integrera hänsyn till finansiella obalanser inom det penningpolitiska ramverket. Detta förhållningssätt motiverades i den teoretiska diskussionen ovan med olika imperfektioner på de finansiella marknaderna.

I den policyrelaterade litteraturen har framför allt BIS (Bank of International Settlements) och dess forskare argumenterat för att regelmässigt ta hänsyn till finansiella obalanser och de har anfört flera skäl för detta.⁷⁶ De identifierar en s.k. finansiell cykel som har en betydligt lägre frekvens (cirka 16–20 år; se Figur 17.2) jämfört med den traditionella konjunkturcykeln i produktion och sysselsättning (cirka 5–8 år; se Figur 17.2). BIS anser att finansiella obalanser byggs upp under långa tidsperioder och att det därför inte är tillräckligt att analysera utvecklingen av inflation, produktion och sysselsättning för att styra ekonomin mot en hållbar utveckling. Om så görs riskerar skuldsättningen att bli för hög och leda till återkommande finansiella kriser vilket bl.a. försvårar den penningpolitiska måluppfyllelsen.

Vidare anser BIS att åtgärder inom makrotillsynen inte är tillräckliga för att motverka den finansiella cykeln och förekomsten av finansiella kriser. Det baseras bl.a. på att skuldsättningen till hushåll inte påtagligt har dämpats trots att flera makrotillsynsåtgärder har införts sedan finanskrisens utbrott. Därutöver framhålls att finansiella kriser är mycket kostsamma då de får permanenta negativa effekter på produktion och sysselsättning.

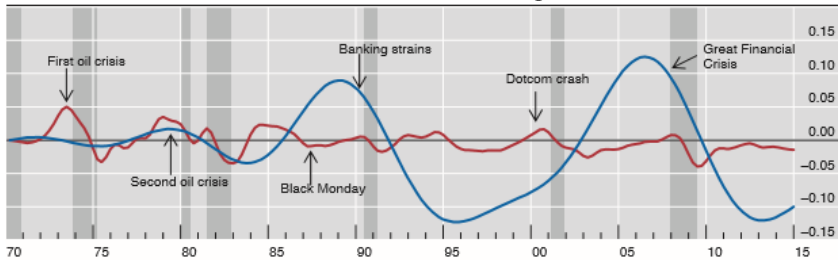
I detta sammanhang kan noteras att det finns resultat i denna litteratur som implicerar att centralbankerna via sina styrräntor kan påverka räntenivån i ekonomin på längre sikt än vad som vanligen

⁷⁶ Se bl.a. BIS (2014, 2015) och Borio (2014). För en kvantitativ analys som stödjer denna syn, se Filardo och Rungcharoenkitkul (2016).

antas i ekonomiska modeller och inom centralbanker. Som nämns i avsnitt 17.4.1 anses centralbanker i allmänhet endast kunna påverka räntenivån i ekonomin på kortare sikt medan den på längre sikt styrs av internationella strukturella faktorer. BIS har tagit fram empiriska beräkningar där den ränta som ger balans på produktmarknaden, arbetsmarknaden och de finansiella marknaderna blir högre än vad som ges av mer traditionella ansatser.⁷⁷

Figur 17.2 Finansiell cykel och konjunkturcykel i USA, 1970–2015

Avvikelse som andel av trendutveckling (t.ex. 0,05=5 %)



Anm. Den finansiella cykeln (blå linje) är beräknad med ett statistiskt filter som tar fram den sammanvägda cykeln i utvecklingen av krediter, krediter som andel av BNP samt huspriser. Konjunkturcykeln (röd linje) avser real BNP och är framtagen med hjälp av ett statistiskt filter.
Källa: BIS (2015), Figur I.4, s. 17 (kopierad med BIS godkännande).

En konsekvens av den ovan beskrivna inriktningen av centralbankernas räntesättning är att den kan innebära att det under längre perioder blir bristande måluppfyllelse när det gäller prisstabilitetsmålet och målet om fullt resursutnyttjande. Denna konsekvens är förespråkarna medvetna om men anser att en längre och mer flexibel tidshorisont inom vilken prisstabilitetsmålet ska nås uppvägs av de fördelar som i genomsnitt bedöms uppnås under en längre tidsperiod. En generell risk med denna strategi är att både trovärdigheten för prisstabilitetsmålet och möjligheten att utvärdera detsamma kan försämrats om större avvikelser från inflationsmålet föreligger under längre tidsperioder. Det innebär att det kan ifrågasättas om denna ansats är förenlig med det unionsrättsliga kravet att prisstabilitet ska vara överordnat andra mål.

⁷⁷ Se Borio m.fl. (2017).

17.5 Internationell utblick

Liksom det finns olika åsikter i den akademiska debatten finns det olika åsikter bland centralbanker beträffande i vilken utsträckning penningpolitiken bör ta hänsyn till uppbyggnad av finansiella obalanser. I detta avsnitt beskrivs hur ett antal centralbanker förhåller sig till denna fråga. En försvårande omständighet är att centralbankernas förhållningssätt inte direkt framgår av befintlig lagstiftning. Analysen baseras därför delvis på centralbankers beskrivningar såsom de framkommer på deras webbplatser och i officiella rapporter. Det bör också noteras att hur centralbanker förhåller sig i denna fråga kan beskrivas som en glidande skala utan knivskarpa gränser. Dessutom beskriver centralbanker sina förhållningssätt med olika detaljeringsgrad. Sammantaget försvårar detta jämförelser mellan länder.

Avsnittet delas in i två grupper där den första utgörs av länder där kommitténs tolkning av dess centralbankers kommunikation är att de tar hänsyn till finansiella obalanser inom penningpolitiken *utöver* effekter som går via inflationen och realekonomin. Den andra gruppen utgörs av centralbanker som inte uttryckligen tar sådan hänsyn.

Genomgående är det kommitténs översättningar och kursiveringar som visas i citaten nedan från centralbankernas dokument.

17.5.1 Länder som i större utsträckning beaktar finansiella obalanser inom penningpolitiken

Norge

Beträffande penningpolitik och hänsyn till finansiella obalanser har Norges Bank följande skrivningar i den penningpolitiska rapport som publicerades vid tidpunkten då den nya lagstiftningen beslutades i juni 2019:⁷⁸

Penningpolitiken ska upprätthålla prisstabilitet genom att hålla inflationen låg och stabil. Det operativa målet för penningpolitiken ska vara en årlig konsumentprisinfation på nära 2 % över tiden. Inflationsinriktningen ska vara framåtblickande och flexibel så att den kan bidra till hög och stabil produktion och sysselsättning och motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser.

⁷⁸ Norges Bank (2019), s. 4 respektive s. 45. Den nya lagstiftningen träder i kraft 1 januari 2020. Den nya lagen finns tillgänglig på denna webbplats: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2019-06-21-31>

Om det finns tecken på att finansiella obalanser byggs upp kan övervägandet av hög och stabil produktion och sysselsättning i vissa situationer föranleda att styrräntan hålls något högre än annars skulle vara fallet. I viss mån kan detta bidra till att minska risken för kraftiga ekonomiska nedgångar längre framåt. Ändå är reglering och övervakning av finansinstitut det främsta sättet att hantera chocker mot det finansiella systemet.

En tolkning av dessa skrivningar är att de är i linje med den litteratur som noterades i avsnitt 17.4.3 där intäkter av att inom penningpolitiken ta hänsyn till finansiella obalanser i form av lägre sannolikhet för makroekonomisk och/eller finansiell instabilitet kommer senare medan kostnader i form av lägre inflation, produktion och sysselsättning kommer i närtid. I detta längre tidsperspektiv förefaller därför inte hänsyn till finansiella obalanser vara ett mål utöver inflation och realekonomisk utveckling utan ett medel att nå ”ekonomisk stabilitet” över en längre tidsperiod. Att Norge ändå placeras i gruppen med centralbanker som ”i större utsträckning beaktar finansiella obalanser inom penningpolitiken” beror på att de explicit nämner detta i sin målfunktion. Det är en indikation på att hänsyn kan tas till finansiella obalanser utöver hur det påverkar inflation och realekonomi.

Nya Zeeland

I definitionen av de penningpolitiska målen skriver finansministern i en överenskommelse med centralbankschefen följande:⁷⁹

- a) MPC:s operativa mål [ska] vara att:
 - (i) hålla den framtida årliga inflationen mellan 1 och 3 procent på medellång sikt, med fokus på att hålla den framtida inflationen nära mittpunkten 2-procent [...]
 - (ii) stödja maximal hållbar sysselsättning.
- b) För att uppnå de operativa målen ska MPC:
 - (i) ta hänsyn till effektiviteten och sundheten i det finansiella systemet...

⁷⁹ Se Reserve Bank of New Zealand (2019).

Som ytterligare stöd till slutsatsen att Reserve Bank of New Zealand i grunden är positiva till att inom penningpolitiken ta hänsyn till finansiella obalanser utöver inflation och realekonomin är att banken regelmässigt kommenterar husprisutvecklingen i motiveringen av de penningpolitiska besluten.⁸⁰

Australien

Australiens centralbank har sedan många år haft ett uttalat övergripande ansvar för finansiell stabilitet. Hänsyn till finansiell stabilitet inom penningpolitiken lyfts fram i de dokument som beskriver bankens ramverk. Det nämns på följande sätt i ”Statement on the Conduct of Monetary Policy” som är en överenskommelse mellan finansministern och centralbankschefen (kursiv tillagd):⁸¹

...målet är att hålla konsumentprisinflationen mellan 2 och 3 procent i genomsnitt över tiden. Denna formulering möjliggör den naturliga kortfristiga variationen i inflationen under konjunkturcykeln och medelfristigt fokus ger flexibilitet för centralbanken att bestämma sin politik så att den bäst uppnår sina breda mål, *inklusive finansiell stabilitet*.

I de kvartalsvisa rapporterna om penningpolitiken så är överväganden beträffande att motverka finansiella obalanser utöver effekter på inflationen vanligt förekommande. Detta exempel är från augusti 2017 (kursiv tillagd):⁸²

Direktionen har hållit styrrentan stadigt på 1,5 procent för att ge lämpligt stöd till ekonomin i en miljö med låg inflation. Direktionen har försökt att göra detta *samtidigt som riskerna i samband med stigande bostadsskuld balanseras*.

Storbritannien

Som en konsekvens av finanskrisen beslutade Storbritannien att utöka centralbankens ansvar för finansiell stabilitet. Bank of England är därför numera ansvarig för såväl mikro- och makrotillsyn samt resolution. Vid sidan av det penningpolitiska beslutsfattandet (inom den s.k. *Monetary Policy Committee*, MPC) införde banken 2013 en

⁸⁰ Se t.ex. Reserve Bank of New Zealand (2013, 2016, 2018).

⁸¹ Se hela överenskommelsen här: www.rba.gov.au/monetary-policy/framework/stmt-conduct-mp-7-2016-09-19.html

⁸² Reserve Bank of Australia (2017), s. 3.

kommitté för beslutsfattande inom ramen för finansiell stabilitet (den s.k. *Financial Policy Committee*, FPC). Sedan dess har finansministern i sitt årliga regleringsbrev (s.k. *remit*) till centralbanken betonat att MPC och FPC ska ta hänsyn till varandras åtgärder och koordinera sitt agerande. Detta underlättas av att chefen för Bank of England och ytterligare ett antal personer sitter i båda kommittéerna. Så här står det i instruktionen från 2017:⁸³

MPC och FPC bör fortsätta att ta hänsyn till varandras åtgärder, för att förbättra samordningen mellan penningpolitik och åtgärder inom makrotillsynen.

I samband med att FPC bildades 2013 var instruktionen mer tydlig jämfört med instruktionen ovan beträffande att omständigheter kan ge behov av att beakta finansiella obalanser (kursiv tillagd):⁸⁴

Omständigheter kan också uppstå i vilka försök att hålla inflationen vid inflationsmålet *kan förvärra utvecklingen av obalanser* som FPC kan bedöma för att utgöra en potentiell risk för finansiell instabilitet. FPC:s makrotillsynsverktyg är den första försvarslinje mot sådana risker, men under dessa omständigheter *kan MPC acceptera att inflationen avviker från målet tillfälligt, i enlighet med dess behov av att beakta åtgärderna som FPC vidtar.*

Liksom Norges Bank nämner Bank of England finansiella obalanser i sin målbeskrivning vilket indikerar att de tar hänsyn till finansiella obalanser utöver hur det påverkar inflation och realekonomi. Den sista meningen i citatet innebär att MPC kan ta hänsyn till FPC:s mål beträffande obalanser även om det innebär att det påverkar möjligheten att nå inflationsmålet negativt.

17.5.2 Länder som i mindre utsträckning beaktar finansiella obalanser inom penningpolitiken

Som noteras i avsnitt 17.5.1 går det inte alltid dra en skarp skiljelinje mellan länder som i ”större” respektive ”mindre” utsträckning beaktar finansiella obalanser. Till skillnad från centralbankerna ovan lyfter de centralbanker som beskrivs i detta delavsnitt inte fram denna typ av politik i den formella beskrivningen av sina prisstabilitetsmål. Som framgår i beskrivningen visar dock andra officiella

⁸³ HM Treasury (2017).

⁸⁴ HM Treasury (2013b).

dokument att de, om än i undantagsfall, öppnar upp för att inom penningpolitiken ta hänsyn till finansiella obalanser. De kräver dock explicit att en sådan strategi ökar sannolikheten för måluppfyllelse i termer av inflation och realekonomi inom en förlängd horisont (jfr beskrivningen av cost-benefit-analysen i avsnitt 17.4.3). De öppnar därmed inte upp för hänsyn till finansiella obalanser utöver effekter på inflationen och realekonomin.

Euroområdet

När det gäller finansiell stabilitet konstaterar ECB i sin beskrivning av hur de bedriver penningpolitik att det bästa bidraget penningpolitiken kan göra för finansiell stabilitet är att upprätthålla prisstabilitet samt att prisstabilitet och finansiell stabilitet är varandras förutsättningar.⁸⁵ Samtidigt påpekar ECB att prisstabilitet inte är ett tillräckligt villkor för finansiell stabilitet.

Som framgår nedan ser ECB det som lämpligt att ta hänsyn till finansiella obalanser när det ökar möjligheten att uppnå prisstabilitetsmålet på medellång och lång sikt. Till skillnad från centralbankerna i avsnitt 17.5.1 lyfter dock inte ECB fram finansiell stabilitet i sig som ett direkt eller indirekt underordnat mål inom penningpolitiken.⁸⁶

De börjar med att konstatera att effekter av ”finansiella obalanser” kan synas på en längre tidshorisont än vad som är normalt inom penningpolitiken (kursiv tillagd):⁸⁷

Vidare kan den påverkan på prisstabiliteten som hör samman med ackumuleringen av *finansiella obalanser* gå utöver den normala horisonten på två till tre år som vanligen används i inflationsprognoser. Detta understryker vikten av den monetära analysen som ger beslutsfattare de nödvändiga verktygen för att driva medellångt till långsiktigt perspektiv.

ECB beskriver därefter nödvändigheten av att inkorporera hänsyn till finansiella obalanser inom ramen för den penningpolitiska analysen i syfte att beakta prisutvecklingen på medellång och lång sikt.⁸⁸

⁸⁵ Se ECB:s strategidokument, *The monetary policy of the ECB*, (ECB, 2011).

⁸⁶ Finansiell stabilitet ingår inte bland unionens mål som penningpolitiken ska stödja. Se artikel 3.3 samt 282.2 i EUF-fördraget.

⁸⁷ ECB (2011), s. 69.

⁸⁸ ECB (2011), s. 85 och 86.

Syftet [med ”luta sig mot vinden”-politik] är att införliva en analys av risker för prisstabilitet på medellång och lång sikt som följer av utvecklingen av tillgångspriser i den övergripande bedömningen som stöder penningpolitiska beslut ... Penningpolitisk analys hjälper till att bedöma utvecklingen i tillgångspriserna och i vilken utsträckning de utgör en risk för prisstabilitet i en mer avlägsen framtid. Så har element i den ”luta sig mot vinden”-strategin införlivats i ECB:s strategi.

Det centrala budskapet i ECB:s strategi inom detta område är att *horisonten* inom vilken den prognostiserade prisutvecklingen förväntas nå målet är av avgörande betydelse. ECB uttrycker sig så här:⁸⁹

En medelfristig inriktning hjälper beslutsfattare att ta itu med den långvariga karaktären hos chocker och att formulera ett penningpolitiskt svar som ”lutar mot” att ackumulera obalanser i tillgångspriser. Däremot kan en penningpolitisk ram med en förutbestämd, tidsbegränsad penningpolitisk horisont leda beslutsfattare att anta ett för kortsiktigt perspektiv på riskerna för prisstabilitet och eventuellt destabilisera inflationsförväntningarna

USA

Federal Reserve har tre uttalade mål: att uppnå prisstabilitet, maximal sysselsättning och måttliga långräntor. Till skillnad från ECB är de fåordiga kring hur de förhåller sig till att inom penningpolitiken ta hänsyn till finansiell stabilitet. I deras strategidokument för penningpolitiken går det att utläsa följande (kursiv tillagd):⁹⁰

Kommitténs [Federal Open Market Committee] policybeslut återspeglar dess långsiktiga mål, dess perspektiv på medellång sikt och dess bedömningar av riskbalansen, *inklusive risker för det finansiella systemet* som kan hindra uppnåendet av kommitténs mål.

I ett dokument som beskriver principerna för *penningpolitiken* står följande (kursiv tillagd):⁹¹

... en ekonomisk utveckling såsom en stor, oförutsedd förändring *av de finansiella förutsättningarna* behöver inte omedelbart förändra inflationen och sysselsättningen, men skulle göra det i framtiden och kan därför kräva ett snabbt framåtblickande penningpolitiskt svar

⁸⁹ ECB (2011), s. 83 och 84.

⁹⁰ Federal Reserve (2018).

⁹¹ Se ”Principles for the Conduct of Monetary Policy”, Federal Reserves webbsida, www.federalreserve.gov/monetarypolicy/principles-for-the-conduct-of-monetary-policy.htm

En tolkning av ovanstående två citat är att Federal Reserve tar hänsyn till finansiell stabilitet i den mån det påverkar dess långsiktiga mål (i citatet ”inflationen och sysselsättningen”). Det stöds av det tal som Lael Brainard höll då Federal Reserves agenda beträffande finansiell stabilitet uppdaterades (kursiv tillagd):⁹²

I allmänhet tyder lärdomar från ett brett spektrum av länder på att finansiella kriser uppträder med väsentligt lägre frekvens än konjunkturcyklerna och det *finns ännu inte en fastställd doktrin* om användningen av den kortsiktiga styrräntan – det centrala instrumentet för penningpolitiken – för att minska sannolikheten och allvaret av finansiella kriser. Även om ekonomiska obalanser är viktiga i penningpolitiskt beslutsfattande och den förväntade penningpolitiken kan få viktiga konsekvenser för finansiella sårbarheter, tyder både forskning och erfarenhet på att *det inte finns någon enkel regel för att uppnå våra mål med dubbelt mandat och finansiell stabilitet genom att lita på ett enda politiskt instrument*.

Kanada

Bank of Canada har ingen hänvisning till finansiell stabilitet eller finansiella obalanser i den formella beskrivningen av sitt ramverk.⁹³ I en rapport som togs fram vid en översyn av detta ramverk 2016 diskuterar Bank of Canada lämpligheten med att inom ramen för penningpolitiken ta hänsyn till finansiella obalanser (kursiv tillagd):⁹⁴

En viktig slutsats från analysen är att flexibilitet när det gäller horisonten över vilken inflationen förväntas återgå till målet är viktigt. *Eftersom de ekonomiska effekterna av finansiella sårbarheter kan manifesteras sig under en lång period, kan det krävas viss flexibilitet*. Det kan innebära att man offrar viss måluppfyllelse över den vanliga politiska horisonten men skulle leda till ökad finansiell stabilitet, ekonomisk stabilitet och slutligen prisstabilitet på lång sikt.

Bank of Canada landar sedan i slutsatsen att kostnaderna med en sådan politik överstiger intäkterna:⁹⁵

I den här undersökningen är det svårt att motivera en stramare penningpolitik för att bromsa tillväxten av hushållens obalanser, eftersom fördelarna med en sådan politik inte uppväger kostnaderna ... Slutsatsen

⁹² Brainard (2018).

⁹³ Se det gemensamma uttalandet av finansministern och centralbankschefen från 2016, Bank of Canada (2016b). Se även Bank of Canadas tolkning och operationalisering av detta uttalande: www.bankofcanada.ca/core-functions/monetary-policy/

⁹⁴ Bank of Canada (2016a), s. 25.

⁹⁵ Bank of Canada (2016a), s. 27.

av denna forskning är att penningpolitiken bör fokusera på dess inflationsmål.

Citaten ovan visar på att angreppssättet är likt den cost-benefit-ansats som diskuteras i avsnitt 17.4.3.

Sammanfattande kommentarer

En gemensam nämnare hos länderna ovan är att längden på horisonten inom vilken prisstabilitetsmålet ska nås är av central betydelse när hänsyn till finansiella obalanser analyseras. Uppbyggnad av finansiella obalanser kan ta tid och det finns en stor osäkerhet om och när i framtiden dessa kan få negativa effekter på utvecklingen av priser, produktion och sysselsättning.

Trots att det finns svårigheter i att jämföra centralbankernas strategier är det relativt tydligt att Australien, Norge, Nya Zealand och Storbritannien är mer positiva till att inom penningpolitiken ta hänsyn till finansiella obalanser utöver dess effekt på inflation och realekonomi jämfört med vad som är fallet för ECB, och i Kanada och USA.

17.6 Kommitténs överväganden

I detta avsnitt presenteras kommitténs överväganden och bedömningar beträffande om Riksbanken bör tilldelas en uppgift att ta hänsyn till finansiell stabilitet inom ramen för penningpolitiken. Avsnittet inleds med en beskrivning av två principiella förhållningssätt vilka ligger till grund för kommitténs överväganden.

17.6.1 Två principiella förhållningssätt

Som påtalas i avsnitt 17.1.1 tar centralbanker, inklusive Riksbanken, under normala omständigheter hänsyn till hur utvecklingen av finansiella variabler påverkar utvecklingen av inflationen och realekonomin. Det följer av de penningpolitiska uppgifter som delegerats till Riksbanken. Ekonomin kan från tid till annan drabbas av större störningar vilka kan innebära att det inte alltid är lämpligt att försöka nå prisstabilitetsmålet på kort sikt. Det är orsaken till att kommittén

föreslagit att Riksbanken, inom rimliga gränser, fortsatt ska ges flexibilitet beträffande inom vilken horisont prisstabilitetsmålet ska nås.⁹⁶ Denna flexibilitet kan principiellt användas för att beakta hur finansiella obalanser kan påverka uppfyllelsen beträffande prisstabilitetsmålet och hänsynen till realekonomin i ett medelfristigt perspektiv. Det är dock i detta sammanhang viktigt att påminna om att, som framgick i avsnitt 17.4.3, finansiella obalanser kan byggas upp över längre tidsperioder. Att inom penningpolitiken ta hänsyn till risker för framtida finansiell instabilitet kan därför innebära att prisstabilitetsmålet inte uppfylls under en mycket lång tidsperiod. Som beskrivs i avsnitt 15.3.4 är en lång tidshorisont problematiskt ur såväl ett nationalekonomiskt, juridiskt och demokratiskt perspektiv.

I avsnitt 17.4.3 framhålls även ett alternativt förhållningssätt där hänsyn till finansiella obalanser är ett självständigt mål inom penningpolitiken och därmed att sådan hänsyn tas *utöver* effekter på inflationen och realekonomin. Lagstiftaren behöver därför överväga två principiella förhållningssätt beträffande om, och i så fall hur, ett mål att inom penningpolitiken ta hänsyn till finansiella obalanser kan utformas. De två principiella förhållningssätten är:

1. *Hänsyn till finansiella obalanser inom penningpolitiken kan vara lämpligt om den sammantagna uppfyllelsen av prisstabilitetsmålet och den realekonomiska utvecklingen förväntas förbättras inom en rimlig horisont.* Detta förhållningssätt innebär att lagstiftaren möjliggör för Riksbanken att ta hänsyn till hur risker för framtida finansiell instabilitet kan påverka utvecklingen av inflationen och realekonomin. Det möjliggörs genom att Riksbanken tillåts ha en flexibel horisont som vid behov kan göras längre än normalt. En begränsning är dock att horisonten måste vara rimlig, vilket bl.a. innebär att trovärdigheten för prisstabilitet inte går förlorad. En annan begränsning är att hänsyn till finansiella obalanser endast får tas om uppfyllelsen av prisstabilitetsmålet och den realekonomiska utvecklingen sammantaget förväntas bli bättre under den förlängda horisonten.⁹⁷ Hänsyn till finansiella obalanser *utöver* effekter på inflation och realekonomi rymms därmed inte

⁹⁶ Se avsnitt 15.3.4 för en diskussion om horisontens längd samt avsnitt 15.3.8 för kommitténs ställningstagande i denna fråga. Det kan noteras att den s.k. flexibla inflationsmålspolitiken, där real hänsyn tas utöver dess effekt på inflationen, i praktiken innebär en flexibel tillämpning av målhorisonten.

⁹⁷ Se avsnitt 17.4.3 för en principiell beskrivning av vad en sådan hänsyn innebär.

inom detta förhållningssätt och att undvika finansiella obalanser (eller motsvarande uttryck) bör därmed inte vara ett självständigt underordnat mål inom penningpolitiken.

2. *Hänsyn till finansiella obalanser inom penningpolitiken utöver dess effekter på inflationen och realekonomin kan vara lämpligt givet att trovärdigheten för prisstabilitetsmålet varaktigt kan bibehållas och att prisstabilitetsmålet nås inom en rimlig horisont.* Detta förhållningssätt innebär att lagstiftaren, likt alternativ 1, möjliggör för Riksbanken att ta hänsyn till risker för framtida finansiell instabilitet via en flexibel horisont inom vilken prisstabilitetsmålet ska nås. Till skillnad från alternativ 1 innebär detta förhållningssätt att den sammantagna uppfyllelsen av prisstabilitetsmålet och den realekonomiska utvecklingen inte behöver förväntas bli bättre – en försämring kan vägas upp av att risken för finansiella obalanser bedöms bli mindre. Hänsyn till finansiella obalanser kan därför tas *utöver* dess förväntade effekter på inflationen och realekonomin och Riksbanken ges därmed en mer uttalad uppgift att verka för att motverka finansiella obalanser jämfört med alternativ 1 ovan. Detta förhållningssätt implicerar vidare att undvika finansiella obalanser bör vara ett självständigt underordnat mål inom ramen för penningpolitiken. En begränsning inom detta förhållningssätt är att trovärdigheten för prisstabilitetsmålet inte får äventyras.

17.6.2 Behov av flera perspektiv

Skillnaden mellan de två principiella alternativen ovan är alltså i vilken omfattning Riksbanken bör ta hänsyn till finansiella obalanser inom ramen för penningpolitiken. Det är en frågeställning som utöver nationalekonomiska perspektiv även behöver analyseras utifrån demokratiska och rättsliga perspektiv.

Flera *nationalekonomiska perspektiv* har presenterats i kapitlet. Att motverka finansiella obalanser är en politisk ambition i Sverige som beslutats av riksdagen.⁹⁸ Kommittén har konstaterat att även om åtgärder inom mikro- och makrotillsynen är mer effektiva har Riksbanken instrument som kan bidra till att uppfylla denna politiska ambition (se avsnitt 17.4.3). Samtidigt visar beräkningar att hänsyn

⁹⁸ Prop. 2017/18:22.

till finansiella obalanser inom penningpolitiken kan bli kostsamt i form av betydande förväntade avvikelser från prisstabilitetsmålet och önskvärd realekonomisk utveckling. Huruvida det sistnämnda är acceptabelt är en värderingsfråga och ett exempel på att *demokratiska perspektiv* är nödvändiga när frågeställningen analyseras. De två principiella förhållningssätten i föregående avsnitt berör flera demokratiska aspekter som kommittén behöver beakta i en sammantagen bedömning:

- Hur påverkas möjligheten till utvärdering och ansvarsutkrävande av Riksbankens åtgärder om horisonten, inom vilken prisstabilitetsmålet ska nås, ökar?⁹⁹
- Hur kan uppgiften att ta hänsyn till finansiella obalanser inom penningpolitiken operationaliseras givet svårigheterna att mäta och därmed precisera mål inom detta område?¹⁰⁰ Därutöver, hur ska mål inom detta område relateras till Riksbankens andra mål?
- Hur påverkas förutsättningarna för utvärdering och ansvarsutkrävande när uppgiften, vars syfte i stora delar sammanfaller med makrotillsynens,¹⁰¹ delegeras till Riksbanken med högre grad av oberoende än övriga statliga myndigheter?

Slutligen finns även *rättsliga perspektiv* för kommittén att beakta i en sammantagen bedömning:

- Hur långt kan horisonten inom vilken prisstabilitetsmålet ska nås utökas utan att det strider mot unionsrättens bestämmelser beträffande målets överordnade roll?
- Är det förenligt med unionsrätten att ta hänsyn till finansiella obalanser inom ramen för penningpolitiken?
- Givet svårigheterna att i lag precisera graden av finansiella obalanser, är det förenligt med unionsrätten att Riksbanken beaktar önskemål från det politiska systemet beträffande i vilken utsträckning den bör ta hänsyn till finansiella obalanser i framtida räntebeslut?

⁹⁹ För en generell beskrivning av demokratiska principer för delegering, utvärdering och ansvarsutkrävande, se kapitel 33.

¹⁰⁰ Se t.ex. Aldasoro m.fl. (2018) och Bean (2017).

¹⁰¹ Se avsnitt 17.3.

17.6.3 Kommitténs bedömningar

Kommitténs bedömning: Riksbanken bör inom ramen för penningpolitiken ta hänsyn till finansiella obalanser och vid behov anpassa den horisont inom vilken prisstabilitetsmålet ska nås. En förutsättning för denna hänsyn är att Riksbanken kan upprätthålla en varaktigt tillfredsställande trovärdighet för prisstabilitetsmålet. En ytterligare förutsättning är att den förväntade sammantagna måluppfyllelsen vad gäller prisstabilitet inklusive hänsynen till den realekonomiska utvecklingen förbättras. Den sistnämnda förutsättningen innebär också att motverka finansiella obalanser inte ska vara ett självständigt, underordnat, mål inom penningpolitiken.

Som framgår i kapitlet kan hänsyn till risker för framtida finansiell instabilitet vara ett skäl till att horisonten för när prisstabilitetsmålet ska uppnås behöver förlängas. Det finns dock såväl nationalekonomiska, demokratiska som rättsliga skäl till att horisonten inte kan utökas utan begränsningar. En nödvändig begränsning är enligt kommittén att Riksbanken kan upprätthålla en varaktigt tillfredsställande trovärdighet för prisstabilitetsmålet. Det är i linje med ECB:s förhållningssätt såsom det kommer till uttryck i dess penningpolitiska strategi.¹⁰²

Med en flexibel horisont bereds alltså Riksbanken möjlighet att ta hänsyn till finansiella obalanser inom ramen för penningpolitiken. Från ett unionsrättsligt perspektiv finns inte några formella hinder mot att, liksom real hänsyn, explicit ta hänsyn till finansiella obalanser inom ramen för penningpolitiken.¹⁰³ Frågan som kvarstår är dock i vilken utsträckning Riksbanken bör beredas möjlighet att göra det.

Kommittén har landat i att motverka finansiella obalanser (eller motsvarande uttryck) inte bör vara ett underordnat mål inom penningpolitiken i den nya riksbankslagen. Hänsyn till finansiella obalanser ska i stället tas i den mån det sammantaget bedöms förbättra den förväntade utvecklingen av inflationen och realekonomin samtidigt som en varaktigt tillfredsställande trovärdighet för pris-

¹⁰² Se ECB (2011), s. 83–86.

¹⁰³ Se avsnitt 16.5 för en unionsrättslig analys av frågan. Det kan även noteras att Tjeckien, som liksom Sverige är ett s.k. medlemsland med undantag, har finansiell stabilitet som ett mål underordnat prisstabilitetsmålet. Europeiska kommissionen har nyligen bejakat detta upplägg, se Europeiska kommissionen (2018), s. 52.

stabilitetsmålet upprätthålls. Hänsyn till finansiella obalanser *utöver* effekter på inflationen och realekonomin ska därmed inte beaktas. Detta är i linje med den syn som bl.a. ECB och Bank of Canada explicit ger uttryck för (se avsnitt 17.5.2) samt den syn som framgått i finansutskottets tre externa utvärderingar (se avsnitt 14.4.4). Som framgått i kapitlet finns det länder som valt ett annat förhållningssätt. Det finns flera skäl till kommitténs bedömning.

För det första delar kommittén den gängse synen att åtgärder inom mikro- och makrotillsynen är effektivare för att främja finansiell stabilitet. Det är i detta sammanhang viktigt att notera att det i Sverige likt många andra länder införts ett flertal åtgärder inom mikro- och makrotillsynen för att åtgärda imperfektioner på de finansiella marknaderna. Det finns också möjlighet att besluta om fler om behov skulle uppstå, bl.a. som en följd av nya kunskaper och erfarenheter från detta förhållandevis nya politikområde. Som jämförelse bör också noteras att det råder en bred samsyn i litteraturen kring att penningpolitiken, inte minst i ekonomier med rörlig växelkurs, har en central roll i att begränsa variationen i den realekonomiska utvecklingen, *utöver* dess effekt på prisutvecklingen. Det finns ingen sådan samsyn kring att penningpolitiken bör beakta finansiella obalanser *utöver* dess effekt på inflationen och realekonomin. Det kan inte uteslutas att en annan samsyn kan utvecklas i framtiden men med beaktande av de samlade överväganden som presenteras här är det enligt kommitténs mening inte lämpligt att nu lagstifta om ett sådant förhållningssätt.

För det andra är det från ett demokratiskt perspektiv inte lämpligt att ge Riksbanken i uppgift att i förebyggande syfte motverka finansiella obalanser utöver hur det påverkar inflationen och realekonomin. En sådan uppgift innebär i praktiken en avvägning mellan finansiell stabilitet och effektivitet där effektivitet lite förenklat fångas upp av utvecklingen av inflation och realekonomi. Denna avvägning bör enligt kommitténs uppfattning göras av regering och riksdag och Riksbanken bör inte tilldelas en uppgift som i stort sammanfaller med Finansinspektionens uppgift inom området.¹⁰⁴ En, i första anblick, nackdel med alternativet är att det kan uppkomma situationer då regeringen och dess myndigheter skulle vara i behov av hjälp att nå en önskvärd balans mellan finansiell stabilitet och effektivitet, t.ex. i situationer då Finansinspektionens verktyg

¹⁰⁴ Kommitténs bedömning inklusive motivering i denna fråga framgår i avsnitt 20.8.2.

inte bedöms lämpliga eller tillräckligt kraftfulla. Inom ramen för alternativ 2 i avsnitt 17.6.1 skulle riksdagen i teorin, exempelvis då Riksbanken framträder inför finansutskottet, då kunna påtala i vilken mån de anser Riksbanken bör ta hänsyn till finansiella obalanser. Ett försök från en politisk församling att i praktiken påverka Riksbanken i framtida styrräntebeslut är dock uppenbart oförenligt med instruktionsförbudet i unionsrätten.¹⁰⁵ En teoretisk lösning på detta dilemma vore att på förhand, i lag eller förarbeten, precisera i vilken mån Riksbanken bör ta hänsyn till finansiella obalanser utöver effekter på inflationen och realekonomin. Det är dock inte praktiskt möjligt då avvägningen mellan finansiell stabilitet och effektivitet är situationsberoende. Det finns inte några nivåer på, eller utvecklingstakter av, t.ex. tillgångspriser och skuldsättning som det politiska systemet på förhand kan peka ut som lämpliga.

För det tredje, och relaterat till ovanstående punkt, är finansiella obalanser svåra att målsätta. Det innebär att Riksbankens bedömning av läget och därmed lämplig riktning på åtgärder inte behöver vara den samma som regeringens eller Finansinspektionens. Svårigheten att mäta innebär vidare att det är svårt att utvärdera. Det sistnämnda är en central förutsättning för att delegera uppgifter till oberoende centralbanker.¹⁰⁶ En annan aspekt som försvårar utvärdering och ansvarsutkrävande är att uppgiften i stora drag skulle överlappa med Finansinspektionens uppgift inom makrotillsynen.

¹⁰⁵ Artikel 130 i EUF-fördraget.

¹⁰⁶ Se avsnitt 6.3.6.

17.7 Referenser

- Adam, K. och M. Woodford (2018), "Leaning against housing prices as robustly optimal monetary policy", *NBER Working paper* nr 24629.
- Adrian, T. och F. Duarte (2017), "Financial vulnerability and monetary policy", *Staff Report* nr 804, reviderad, september.
- Adrian, T., A. Estrella och H. S. Shin (2010), "Monetary cycles, financial cycles, and the business cycle", *Staff Report* nr 421, Federal Reserve Bank of New York.
- Aikman, D., J. Giese, S. Kapadia och M. McLeay (2018), "Targeting financial stability: macroprudential or monetary policy?" *Working paper* nr 734, Bank of England.
- Aldasoro, I., C. Borio och M. Drehmann (2018), "Early warning indicators and banking crises: expanding the family", *BIS Quarterly Review*, mars, Bank of International Settlements.
- Allen, F., G. Barlevy and D. Gale (2017). "On Interest Rate Policy and Asset Bubbles", *Working Paper* nr 2017-16, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Allen, F. och D. Gale (2000), "Bubbles and crises", *Economic Journal*, vol 110, s. 236–255.
- Apel, M. och C. A. Claussen (2012), "Penningpolitik, ränta och risktagande", *Penning- och valutapolitik* 2012:2, s. 66–80. Riksbanken.
- Bank of Canada (2016a), *Renewal of the inflation-control target*, oktober, Bank of Canada.
- Bank of Canada (2016b), *Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target*, oktober.
- Barsky, R. och T. Bogusz (2014), "Interest rates and asset prices: A primer", *Economic Perspectives*, vol 38, nr 4, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Bean, C. (2017), *Central banking after the Great recession*, Wincott Lecture, november.
- Bekaert, G., M. Hoerova och M. Lo Duca (2013), "Risk, uncertainty and monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol 60, nr 7, s. 771–788.

- Bernanke, B. (2011), *The effects of the Great Recession on central bank doctrine and practice*, tal, 18 oktober, Federal Reserve.
- Bernanke, B. och M. Gertler, 1999. "Monetary Policy and Asset Price Volatility", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 4th Quarter, s. 17–51.
- Billi, R. M. och A. Vredin (2014), "Monetary policy and financial stability – a simple story", *Sveriges Riksbanks Economic Review* 2014:2, Riksbanken.
- BIS (2014): *84th Annual Report*, juni, Bank for International Settlements.
- BIS (2015): *85th Annual Report*, juni, Bank for International Settlements.
- BIS (2018): *88th Annual Report*, juni, Bank for International Settlements.
- Blot, C., P. Hubert och F. Labondance (2018), "Monetary policy and asset price bubbles", *Working paper* nr 5, Université Paris Nanterre, januari.
- Boar, C., L. Gambacorta, G. Lombardo, L. P. da Silva (2017), "What are the effects of macroprudential policies on macroeconomic performance?", *BIS Quarterly Review*, september, Bank of International Settlements.
- Borio, C. (2005), "Monetary and financial stability: So close and yet so far?", *National Institute Economic Review* nr 192, april.
- Borio, C. (2014), "Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery?", *Capitalism and Society*, vol 9, nr 2.
- Borio, C., P. Disyatat, M. Juselius och P. Rungcharoenkitkul (2017), "Why so low for so long? A long-term view of real interest rates", *BIS Working paper* nr 685, Bank of International Settlements, december.
- Borio, C. och M. Drehmann, (2009), "Assessing the risk of banking crises – revisited", *BIS Quarterly Review*, mars, s. 29–46.
- Borio, C. och P. Lowe (2002), "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", *BIS Working Papers* nr 114, juli.
- Borio, C. och H. Zhu (2012), "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism?", *Journal of Financial Stability*, vol 8, nr 4, 236–251.

- Braconier, H. och S. Palmqvist (2017), "Makrotillsynens roll i Sverige", *Ekonomisk Debatt*, vol 45, nr 4, s. 56–68.
- Brainard, L. (2018), *An update on the Federal Reserve's financial stability agenda*, tal, 3 april, Federal Reserve.
- Bryant, R.C., D.W. Henderson och T. Becker (2012), *Maintaining financial stability in an open economy: Sweden in the global crisis and beyond*, Stockholm: SNS Förlag.
- Carrillo, J. A., E. G. Mendoza, V. Nuguer och J. Roldán-Peña (2018), "Tight money – tight credit: coordination failure in the conduct of monetary and financial policies", *ECB Working paper* nr 2129.
- Cecchetti S. G., H. Genberg, S. Lipsky och S. Wadhvani (2000), "Asset prices and central bank policy", *Geneva Reports on the World Economy 2*, International Center for Monetary and Banking Studies och Centre for Economic Policy Research.
- Cecchetti, S. G. och M. Kohler (2012), "When capital adequacy and interest rate policy are substitutes (and when they are not)", *BIS Working paper* nr 379, Bank of International Settlements.
- Cúrdia, V. och M. Woodford (2016), "Credit frictions and optimal monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol 84(C), s. 30–65.
- Duprey, T. och A. Ueberfeldt (2018), "How to manage macroeconomic and financial stability risks: A new framework", *Working paper* nr 11, Bank of Canada.
- ECB (2011), *The monetary policy of the ECB*, European Central Bank.
- Europeiska kommissionen (2018), "Convergence report", *Institutional paper* nr 078, maj.
- Federal Reserve (2018), *Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy*, januari. Tillgänglig på följande hemsida: www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals.pdf
- Filardo, A. och P. Rungcharoenkitkul (2016), "A quantitative case for leaning against the wind", *BIS Working papers* nr 594, december, Bank for International Settlements.
- Friedrich, C., K. Hess och R. Cunningham (2015), "Monetary policy and financial stability: Cross-Country Evidence", *Working paper* nr 41, Bank of Canada.

- Galí, J. (2014), "Monetary policy and rational asset price bubbles", *American Economic Review*, vol 104, nr 3, s. 721–52.
- Gerdrup, K. R., F. Hansen, T. Krogh och J. Maih's (2017), "Leaning against the wind when credit bites back", *International Journal of Central Banking*, vol 13, nr 3, s. 287–320.
- Gourio, F., A. K. Kashyap och J. Sim (2018), "The tradeoffs in leaning against the wind", *IMF Economic Review*, vol 66, nr 1, s. 70–115. Internationella valutafonden.
- Heider, F., F. Saidi och G. Schepens (2018), "Life below zero: Bank lending under negative policy rates", *ECB Working paper* nr 2173.
- Himmelberg, C., C. Mayer och T. Sinai (2005), "Assessing high house prices: bubbles, fundamentals and misperceptions", *The Journal of Economic Perspectives*, 19:4, s. 67–92.
- HM Treasury (2013a), *Review of the monetary policy framework*, mars.
- HM Treasury (2013b), *Remit for the Monetary Policy Committee*, november.
- HM Treasury (2017), *Remit for the Monetary Policy Committee*, november.
- IMF (2013), *The interaction of monetary and macroprudential policies*, 29 januari, Internationella valutafonden.
- IMF (2014), "Perspectives on global real interest rates", kapitel 3 i *World Economic Outlook*, april, Internationella valutafonden.
- IMF (2015), "Monetary policy and financial instability", *Staff Report*, augusti, Internationella valutafonden.
- IMF (2018), *World Economic Outlook*, Internationella valutafonden, april.
- IMF-FSB-BIS (2016), *Elements of effective macroprudential policies: Lessons from international experience*, augusti, Internationella valutafonden, Financial Stability Board, Bank of International Settlements.
- Issing, O. (2009), "Asset prices and monetary policy", *Cato Journal*, vol 29, nr 1, s. 45–51.
- Kockerols, T. och C. Kok (2019), "Leaning against the wind: macroprudential policy and the financial cycle", *ECB Working paper* nr 2223, Europeiska Centralbanken.

- Kohn, D. L. (2008), *Monetary policy and asset prices revisited*, tal, 19 november, Federal Reserve Board.
- Laséen, S., A. Pescatori och J. Turunen (2017), "Systemic risk: A new trade-off for monetary policy?", *Journal of Financial Stability*, vol 32, s. 70–85.
- Leduc, S. och J-M. Natal (2016), "Monetary and macroprudential policies in a leveraged economy", *Economic Journal*, vol 128, s. 797–826.
- Mian, A. och A. Sufi (2014), *House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession and How We Can Prevent It From Happening Again*. Chicago: University of Chicago Press.
- Minsky, H. P. (1977). "The financial instability hypothesis: an interpretation of Keynes and alternative to standard theory," *Nebraska Journal of Economics and Business*, vol 16, nr 1, s. 5–16.
- Minsky, H. P. (1986), *Stabilizing an unstable economy*, New Haven: Yale University Press.
- Minsky, H. P. (1992), "The Financial Instability Hypothesis", *Working paper* nr 74, Levy Economics Institute of Bard College.
- Norges Bank (2019), *Monetary policy report with financial stability assessment*, nr 2, juni.
- Pescatori, A. och S. Laséen (2016), "Financial stability and interest-rate policy: A quantitative assessment of costs and benefits", *IMF Working paper* nr 73.
- Rajan, R.G. (2005), "Has financial development made the world riskier?" in *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, augusti.
- Reichlin, L. och R. Baldwin, reds., (2013), *Is inflation targeting dead? Central banking after the crisis*. Finns tillgänglig som e-bok: [https://voxeu.org/sites/default/files/file/P248%20inflation%20targeting\(2\).pdf](https://voxeu.org/sites/default/files/file/P248%20inflation%20targeting(2).pdf), Centre for Economic Policy Research.
- Reserve Bank of Australia (2017), *Statement on monetary policy*, augusti.
- Reserve Bank of New Zealand (2013), *Monetary policy statement*, december.
- Reserve Bank of New Zealand (2016), *Monetary policy statement*, augusti.

- Reserve Bank of New Zealand (2018), *Monetary policy statement*, februari.
- Reserve Bank of New Zealand (2019), *The remit of the Monetary policy committee*, april.
- Riksbanken (2013), ”Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen”, fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, juli.
- Riksbanken (2018), *Penningpolitisk rapport*, juli.
- Schnabel, I. (2016), ”What role for central banks in safeguarding financial stability?”, *Penning- och valutapolitik: Nyttänkande kring centralbankers mandat 2016:3*, s. 49–54, Riksbanken.
- Shin, H. S. (2015), *Macroprudential tools, their limits and their connection with monetary policy*, tal vid IMF:s konferens *Rethinking macro policy III: progress or confusion?*, 15 april.
- Smets, F. (2014), ”Financial stability and monetary Policy: How closely interlinked?”, *International Journal of Central Banking*, vol 10, s. 263–300.
- Stein, J. C. (2013), *Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses*, tal, 7 februari, Federal Reserve.
- Svensson, L. E. O. (2012), ”Comment on Michael Woodford, ‘Inflation targeting and financial stability’”, *Penning- och valutapolitik*, 2012:1, s. 33–39. Riksbanken.
- Svensson, L. E. O. (2017), ”Cost-Benefit analysis of leaning against the wind”, *Journal of Monetary Economics*, vol 90, s. 193–213.
- Svensson, L.E.O. (2018), ”Monetary policy and macroprudential policy: different and separate”, under publicering i *Canadian Journal of Economics*.
- Trichet, J-C. (2005), *Asset price bubbles and monetary policy*, tal 8, juni, Europeiska centralbanken.
- Vredin, A. (2015), ”Inflation targeting and financial stability: providing policymakers with relevant information”, *BIS Working paper nr 503*, Bank of International Settlements.
- Vredin, A., M. Flodén, A. Larsson och M. O. Ravn (2012), *Enkla regler i svåra tider*, Konjunkturrådets rapport 2012, Stockholm: SNS Förlag.
- Woodford, M. (2012), ”Inflation targeting and financial stability”, *Penning- och valutapolitik 2012:1*, s. 7–32. Riksbanken.

18 Befogenheter inom penningpolitiken

18.1 Inledning

Centralbankens kontroll över korta räntor – räntestyrning – är det huvudsakliga penningpolitiska styrmedlet. Att centralbanken kan bestämma den korta räntan följer av dess grundläggande uppgift att tillhandahålla slutliga betalningsmedel till finansiella aktörer, se avsnitt 14.3.2. Hur Riksbanken går till väga för att styra räntan behandlas i avsnitt 14.5.3. I den nya riksbankslagen behöver det anges vilka mer specifika befogenheter Riksbanken ska ha för att på ett ändamålsenligt och effektivt sätt bedriva räntestyrning. Förslag i denna del redovisas i detta kapitel.

Som beskrivs i kapitel 6 nådde styrräntorna efter finanskrisen en nivå där de inte bedömdes kunna sänkas så mycket mer, samtidigt som ekonomierna bedömdes behöva mer penningpolitisk stimulans.¹ Centralbankerna kompletterade därför räntestyrningen med olika s.k. balansräkningsåtgärder (kvantitativa lättnader). De balansräkningsåtgärder som vidtogs innebar att centralbankernas balansomslutningar ökade kraftigt och ändrade sammansättning. Som framgår i kapitlet har det förts en diskussion internationellt kring vilka offentlig-finansiella risker samt vilka allokerings- och fördelningsmässiga konsekvenser balansräkningsåtgärder kan få.

Utvecklingen av centralbankernas åtgärder var oförutsedd och bidrog tillsammans med centralbankernas oberoende ställning till att både forskare och folkvalda efter finanskrisen började fundera kring

¹ Var gränsen för styrräntorna gick var osäkert och centralbankerna provade sig fram. Exempelvis sänkte Riksbanken räntan ytterligare något efter att statsobligationsköpen inleddes i februari 2015.

vilka befogenheter² en oberoende centralbank bör ha inom penningpolitikens område. Frågeställningarna i kommitténs direktiv kring Riksbankens befogenheter kan ses mot denna bakgrund.

Som framgår i kapitlet (avsnitt 18.2.3) behåller Sverige som en s.k. medlemsstat med undantag ansvaret för penningpolitiken. Det är därför upp till riksdagen att bestämma de befogenheter Riksbanken ska ha för att kunna uppfylla de penningpolitiska målen. Kommitténs utgångspunkt är att befogenheterna sammantaget behöver vara tillräckliga för att Riksbanken trovärdigt och under rimliga omständigheter ska kunna uppnå prisstabilitetsmålet (se avsnitt 14.3.5).

I syfte att kunna ta ställning till vilka befogenheter Riksbanken bör tilldelas inom ramen för penningpolitiken analyserar kommittén hur olika potentiella befogenheter påverkar både makroekonomin och andra samhällsekonomiska områden som listas i kommitténs direktiv. Kommittén använder samma benämningar som direktiven när det gäller att, i pedagogiskt syfte, särskilja *konventionella* från *okonventionella* instrument i analysen. Med konventionell penningpolitik avses räntestyrning vilket är det huvudsakliga instrumentet av centralbanker som inte begränsas av golvet för styrräntan. Principiellt finns ingen anledning att göra skillnad mellan räntestyrning utifrån vilken nivå räntan sätts till, men i praktiken har negativa styrräntor kommit att definieras som en okonventionell åtgärd. Negativa styrräntor diskuteras därför särskilt i detta kapitel. När det gäller okonventionella instrument analyseras följande åtgärder:

1. negativa styrräntor
2. köp av statsobligationer
3. krediter till okonventionella villkor³
4. valutainterventioner
5. köp av privata värdepapper.

² I betänkandet särskiljs mellan *instrument* och *befogenheter*. Med befogenhet avses de instrument Riksbanken tilldelas (t.ex. att ge krediter) inklusive eventuella begränsningar i användningen av dessa instrument (t.ex. betryggande säkerheter när krediter ges).

³ Som diskuteras i avsnitt 25.2 skiljer kommittén på krediter vars huvudsyfte är att främja prisstabilitetsmålet respektive målet om ett stabilt och effektivt finansiellt system. I detta kapitel, avsnitt 18.6, diskuteras krediter till okonventionella villkor inom penningpolitiken. Krediter till okonventionella villkor inom ramen för Riksbankens arbete med att bidra till finansiell stabilitet diskuteras i kapitel 22 och kapitel 23.

Därutöver kommenteras några olika typer av åtgärder som angränsar till vad som brukar betecknas som s.k. monetär finansiering vilket har diskuterats efter finanskrisen, både bland ekonomer och bland beslutsfattare inom centralbanker.

Kommitténs förslag beträffande vilka befogenheter Riksbanken ska ha inom ramen för penningpolitiken utgår i detta kapitel ifrån att nuvarande regim med en rörlig växelkurs råder. I kapitel 19 behandlas frågor om växelkursstyrning och hur de penningpolitiska befogenheterna och vissa andra bestämmelser ska tillämpas vid en eventuell fast växelkurs eller ett annat slags mål för växelkursen.

18.1.1 Frågeställningar

Enligt utredningens direktiv ska kommittén inom ramen för uppdraget att se över penningpolitikens mål och medel överväga ”vilka befogenheter Riksbanken bör ha till sitt förfogande och hur de bör användas för att uppnå det föreslagna målet”. En relaterad frågeställning i direktiven är vilka eventuella hänsyn Riksbanken bör ta till de konsekvenser konventionella och okonventionella åtgärder kan få för inkomstfördelningen i ekonomin, de finansiella marknaderna, tillgångspriserna,⁴ statsskuldsförvaltningen, Riksbankens balansräkning och de offentliga finanserna.

Därutöver ska kommittén överväga om valutainterventioner kan vara penningpolitiskt motiverade samt om det finns behov av att förtydliga ansvarsfördelningen i valutapolitiken.

Syftet med detta kapitel är således att överväga vilka befogenheter som Riksbanken ska ha inom ramen för sina penningpolitiska uppgifter i den nya riksbankslagen samt vilka eventuella samhällsekonomiska hänsyn som bör tas i samband med att befogenheterna används.

18.1.2 Disposition

Kapitlet inleds med en beskrivning av gällande rätt inklusive unionsrätten (avsnitt 18.2). Det följs av en internationell utblick som redovisar ett antal okonventionella åtgärder andra centralbanker vidtog under decenniet som följde på finanskrisens akuta fas (avsnitt 18.3).

⁴ Frågan om hänsyn till tillgångspriser inom penningpolitikens behandlas i kapitel 17.

Därefter följer sex avsnitt som analyserar hur de okonventionella åtgärder som nämns ovan påverkar samhällsekonomin (avsnitten 18.4–18.9). I avsnitt 18.10 diskuteras eventuella andra samhällsekonomiska konsekvenser av penningpolitiska åtgärder. Kommitténs bedömningar och förslag beträffande Riksbankens befogenheter inom penningpolitiken presenteras och motiveras i avsnitt 18.11.

18.2 Nuvarande ordning

18.2.1 Gällande svensk rätt

Riksbanken får enligt gällande rätt endast bedriva eller ta del i sådan verksamhet som enligt lag ankommer på banken (1 kap. 1 § riksbankslagen). Som berörs i avsnitt 14.2 framgår det av regeringsformen att Riksbanken har ansvaret för penningpolitiken (9 kap. 13 § första stycket). Som ett led i denna uppgift åligger det Riksbanken att följa utvecklingen på valuta- och kreditmarknaderna samt att vidta erforderliga penningpolitiska åtgärder (6 kap. 2 § samma lag).

De befogenheter eller medel som Riksbanken har möjlighet att använda i penningpolitiskt syfte preciseras framför allt i 6 kap. 5 § första stycket riksbankslagen. Där anges att Riksbanken i penningpolitiskt syfte får:⁵

1. bevilja kredit mot betryggande säkerhet och ta emot inlåning
2. köpa, sälja och förmedla värdepapper, valuta samt sådana rättigheter och skyldigheter som anknyter till sådana tillgångar
3. ge ut egna skuldebrev.

Dessa befogenheter möjliggör konventionell penningpolitik genom räntestyning på så sätt att Riksbanken sätter en styrränta och bestämmer villkoren för krediter, återköpsavtal och Riksbankens egna skuldebrev utifrån denna. Befogenheterna ovan är fr.o.m. den 1 januari 1999 inte längre begränsade till transaktioner som rör en viss kategori penningpolitiska motparter, t.ex. banker. Av lagtexten framgår inte heller vilka löptider avseende t.ex. krediter som kan komma i fråga. Bestämmelserna om Riksbankens befogenheter enligt de tre ovanstående punkterna behandlas närmare nedan.

⁵ Hur räntestyningen implementeras med hjälp av dessa befogenheter beskrivs i avsnitt 14.5.3.

En särskild fråga är om de penningpolitiska befogenheterna skulle kunna användas för att undvika en kris i banksystemet (jfr kapitel 17). Enligt förarbetena till bestämmelserna om prisstabilitetsmålet m.m. ska de penningpolitiska instrumenten endast användas för att upprätthålla ett fast penningvärde (prop. 1997/98:40 s. 54). I dessa förarbeten anförs att det skulle kunna uppkomma en situation då en kris i betalningssystemet hotar att riskera målet om ett fast penningvärde. I sådana situationer bör enligt förarbetena de penningpolitiska instrumenten kunna användas för att avvärja en kris i banksystemet. Det framhålls dock att Riksbanken förfogar över andra instrument för att hantera sådana situationer, exempelvis möjligheten att bevilja nödkrediter. Av förarbetena framgår också att bestämmelsen om nödkrediter i nuvarande 6 kap. 8 § riksbankslagen specifikt avser Riksbankens likviditetsstödjande kreditgivning, vilken får ske på andra villkor än vad som gäller för penningpolitisk kreditgivning (prop. 1997/98:164 s. 28). Frågan om gränsdragningen mellan likviditetstillförsel som sker i penningpolitiskt syfte respektive utlåningsfaciliteter som syftar till att värna den finansiella stabiliteten berörs i kapitel 25.

In- och utlåning

Bestämmelsen i 6 kap. 5 § första stycket 1 medger således såväl inlåning som kreditgivning mot betryggande säkerhet. Det anges inte uttryckligen i bestämmelsen att endast krediter i svenska kronor avses. Det finns dock inte några uttalanden i förarbetena som talar för att krediter i utländsk valuta avses ingå i bestämmelsen. Det bör också framhållas att det i flera bestämmelser i 7 kap. uttryckligen anges ”utländsk valuta”, utländsk kredit”, utländska fordringar” etc. när detta avses. Kommittén bedömer att dessa förhållanden talar för att 6 kap. 5 § första stycket 1 i den nuvarande riksbankslagen ska tolkas på så sätt att kreditgivning endast får ske i svenska kronor.

I de ursprungliga förarbetena till bestämmelsen har den ansetts ge uttryck för Riksbankens uppgift som bankernas bank (prop. 1986/87:143 s. 69). Som framgår ovan kan dock numera andra penningpolitiska motparter än banker komma i fråga. Beskrivningen om bankernas bank är dock alltjämt giltig såtillvida att in- respektive utlåningen i Riksbanken har likheter med motsvarande verksamhet i

en affärsbank och att det i huvudsak är svenska och utländska finansiella företag av olika slag som kan bli aktuella som penningpolitiska motparter. Motpartskretsen bestäms ytterst av Riksbanken (prop. 1997/98:164 s. 25). Vad gäller kretsen av deltagare i RIX-systemet måste dock Riksbanken förhålla sig till de ramar som anges i lagen (1999:1309) om system för avveckling av förpliktelser på finansmarknaden.⁶

För Riksbankens del sker in- och utlåning över natten, s.k. stående faciliteter, på initiativ av de penningpolitiska motparterna. Den inlåning som sker med stöd av bestämmelsen resulterar i reserver (tillgodohavanden) i Riksbanken.

Den kreditgivning som kan komma på fråga enligt bestämmelsen ska ha ett penningpolitiskt syfte på så sätt att den är kopplad till uppfyllelsen av prisstabilitetsmålet. Normalt sett torde sådan kreditgivning rikta sig till bankväsendet och vissa andra finansiella företag i stort, dvs. vara generell till sin natur. Vid en kris i bankväsendet kan visserligen den penningpolitiska transmissionsmekanismen påverkas negativt. Av de ursprungliga förarbetena till riksbankslagen framgår dock att den nu aktuella kreditgivningen inte avser åtgärder för att avvärja t.ex. att ett visst finansiellt företag kommer på obestånd och att förtroendet för det finansiella systemet som helhet därigenom undergrävs (prop. 1986/87:143 s. 69). Detta innebär enligt kommitténs bedömning att hjälp på särskilda villkor till ett enskilt finansiellt företag med likviditetsproblem inte får lämnas enligt förevarande bestämmelse. Visserligen talar de senare förarbetsuttalanden som berörs i föregående avsnitt för att penningpolitisk likviditetstillförsel i vissa fall får ske i syfte att avvärja en kris i betalningssystemet, men det får alltså inte röra sig om stöd till ett enskilt företag.

Sådana åtgärder får däremot vidtas med stöd av bestämmelsen om nödkrediter i 6 kap. 8 § riksbankslagen (Riksbankens roll som sista låneinstans). Den bestämmelsen gäller enligt dess ordalydelse kreditgivning m.m. i likviditetsstödande syfte (se även prop. 1997/98:164 s. 28).

I vilken utsträckning generell likviditetstillförsel till det finansiella systemet är tillåtet enligt 6 kap. 5 § första stycket 1 beror på om en sådan åtgärd vidtas i huvudsakligen ett penningpolitiskt syfte eller t.ex. i syfte att värna den finansiella stabiliteten. Åtgärder som vidtas enligt den bestämmelsen måste nämligen syfta till att uppnå

⁶ För närvarande är det dock endast RIX-deltagare som får vara penningpolitiska motparter.

prisstabilitet. Det bör återigen nämnas att Riksbanken endast får bedriva eller ta del i sådan verksamhet som enligt lag ankommer på Riksbanken. Bestämmelserna om Riksbankens befogenheter är alltså uttömmande.

Från inlåning enligt förevarande bestämmelse ska skiljas indragning av likviditet som sker genom emissioner av riksbankscertifikat. Detta regleras i 6 kap. 5 § första stycket 3.

Kravet på betryggande säkerhet

Kravet på att krediter bara får ges mot betryggande säkerhet infördes i riksbankslagen genom prop. 1997/98:164. Enligt propositionen utgjorde kravet en kodifiering av vad som redan gällde för krediter som gavs av Riksbanken (s. 26). I den lagrådsremiss som Lagrådet yttrade sig över användes dock inte ordet betryggande utan ordet tillfredsställande. Lagrådet konstaterade med anledning därav att övervägandena i lagrådsremissen syntes förutsätta att säkerheten ska vara fullgod. Kravet på att säkerheten ska vara tillfredsställande låg emellertid enligt Lagrådet till sin språkliga innebörd närmare ett krav på att den skall vara nöjaktig eller godtagbar än ett krav på att den ska vara fullgod eller betryggande. Enligt Lagrådet var uttrycket tillfredsställande säkerhet inte heller någon vedertagen term i svensk krediträtt. Enligt vad Lagrådet kunnat finna användes ordet tillfredsställande endast i sjölagen (1994:1009). Ordet betryggande förekom i den då gällande bankrörelselagen (1987:617) i en bestämmelse som angav att banker som huvudregel bara fick bevilja kredit mot betryggande säkerhet. Enligt Lagrådets mening borde samma krav ställas på Riksbanken. Ordet tillfredsställande borde därför enligt lagrådet bytas ut mot betryggande. Regeringen följde Lagrådets förslag.

Kravet på att säkerheterna ska vara betryggande innebär dock inte något krav på att tillgångarna ska vara "lätt omsättningsbara" (bet. 2002/03:FiU12). Detta är förenligt med utgångspunkten att Riksbanken som säkerhet behöver kunna acceptera även mindre likvida tillgångar.

Räntevillkor för Riksbankens in- och utlåning

Inlånings- respektive utlåningsräntan bildar tillsammans den s.k. räntekorridoren. Båda dessa räntor är kopplade till reporäntan.⁷ Dessa och andra allmänt gällande räntevillkor för Riksbankens in- och utlåning enligt 6 kap. 5 § första stycket 1 riksbankslagen ska offentliggöras (6 kap. 5 andra stycket samma lag).

Handel med värdepapper

Enligt bestämmelsen om handel med värdepapper i 6 kap. 5 § första stycket 2 får Riksbanken i penningpolitiskt syfte köpa, sälja och förmedla värdepapper, valuta samt sådana rättigheter och skyldigheter som anknyter till sådana tillgångar.

Någon definition av uttrycket värdepapper finns inte i riksbankslagen. I dagens kontext torde det dock motsvara överlåtbara värdepapper enligt definitionen av uttrycket finansiella instrument i 1 kap. 4 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Med denna definition avses sådana värdepapper utom betalningsmedel som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden, samt penningmarknadsinstrument och finansiella derivatinstrument. Det torde innebära att Riksbanken inte får köpa kreditportföljer i penningpolitiskt syfte.

I förarbetena till bestämmelsen i riksbankslagen anges att den avser Riksbankens befogenheter att påverka kreditmarknaden genom marknadsoperationer (prop. 1986/87:143 s. 70, jfr prop. 1997/98:164 s. 24). Som exempel nämns ränteswappar, repor samt termins- och optionsaffärer. Bestämmelsen ger alltså Riksbanken befogenhet att bl.a. använda sig av penningpolitiska repor.

En repa (från den engelska termen repurchase agreement) innebär ett avtal om köp av värdepapper med en samtidig överenskommelse om en försäljning av värdepapper av samma mängd och slag vid en viss senare tidpunkt till ett förutbestämt pris, eller omvänt. I svensk rätt brukar sådana avtal även benämnas återköpsavtal eller säkerhetsöverlåtelse (se vidare prop. 2013/14:111 s. 39–41). Om exempelvis Riksbanken är köpare av värdepapper, får Riksbanken alltså värdepapper som säkerhet med full äganderätt. I gengäld får motparten (säljaren) ett likviditetstillskott (jfr prop. 1997/98:164

⁷ Se vidare avsnitt 14.5.3. Där kommenteras även Riksbankens nya styrsystem vars första del introducerades den 9 oktober 2019.

s. 24 och 25). Efter en tid, t.ex. en vecka, reverseras transaktionen. Skillnaden mellan överlåtelsepriset och återköpspriset (omräknad till procent) motsvarar reporäntan. I ekonomiska termer fungerar repor närmast som lån mot säkerhet.

Något krav på att en försäljning av ett visst värdepapper ska följas av ett återköp av ett motsvarande värdepapper eller tvärtom finns inte i bestämmelsen. Således utesluter inte lagtextens ordalydelse att Riksbanken i penningpolitiskt syfte driver handel med värdepapper på något annat sätt än genom repor. Bland Riksbankens marknadsoperationer (strukturella transaktioner) kan det också förekomma sådana direkta (eng. *outright*) köp respektive direkta försäljningar av värdepapper.

Bestämmelsen om handel med värdepapper var fram till den 1 juli 2003 begränsad till att tillåta handel med svenska statspapper och andra lätt omsättningsbara värdepapper. Detta likviditetskrav innebar bl.a. att de värdepapper som användes i Riksbankens penningpolitiska repor måste vara lätt omsättningsbara. Bestämmelsen ändrades i syfte att ge Riksbanken lika stor frihet att välja vilka värdepapper som ska användas i penningpolitiska repor (dvs. köpas och säljas) som beträffande värdepapper avsedda för säkerheter för kredit (2002/03:FiU12 s. 12, se även framst. 2002/03:RB3). Ändringen syftar således till att möjliggöra vissa repor. I förarbetena berörs därutöver köp av statspapper (prop. 1986/87:143 s. 70). Däremot berörs inte möjligheten att köpa t.ex. företagsobligationer på annat sätt än genom repor. Syftet med bestämmelsen är således inte att Riksbanken ska ha möjlighet att köpa t.ex. företagsobligationer utanför repor. Däremot skulle alltså direkta köp av statspapper kunna genomföras även fortsättningsvis.

Utöver värdepapper får Riksbanken också köpa och sälja rättigheter som anknyter till värdepapper och valuta, bl.a. ränteswappar samt termins- och optionsaffärer.

Vidare är det inte uteslutet att kreditportföljer kan användas som pant inom ramen för uttrycket betryggande säkerhet, även om de inte får köpas eller säljas av Riksbanken.

Emission av skuldebrev m.m.

Bestämmelsen i 6 kap. 5 § första stycket 3 riksbankslagen om att Riksbanken i penningpolitiskt syfte får ge ut egna skuldebrev möjliggör att likviditet dras in från banksystemet på ett annat sätt än via inlåning i Riksbanken (jfr prop. 1986/87:143 s. 70). I praktiken använder sig Riksbanken av denna befogenhet för att emittera riksbankscertifikat i svenska kronor (kortfristiga skuldebrev).

Således rör också rätten att ge ut skuldebrev i 6 kap. 5 § första stycket 3 situationer när det av olika skäl finns ett behov för Riksbanken att hantera ett likviditetsöverskott för bankväsendet (prop. 1986/87:143 s. 44–46 och 70). Överskottet kan t.ex. ha uppkommit till följd av att Riksbanken har köpt statsobligationer och finansierat detta genom att tillföra fler fordringar på sig själv. Riksbanken har då möjlighet att dra in likviditetsöverskottet genom att erbjuda marknadens aktörer att placera sina pengar i riksbankskuldebrev (i stället för i inlåning). Med tanke på att det handlar om att styra främst bankväsendets likviditetsposition i förhållande till Riksbanken står det klart att det är skuldebrev i svenska kronor som avses (jfr även prop. 1994/95:150 bilaga 7 s. 107). Möjligheten att ge ut skuldebrev i utländsk valuta i syfte att finansiera Riksbankens valutareserv berörs inte i förarbetena till denna bestämmelse (angående andra slags skuldebrev, se avsnitt 30.4). Det följer också av riksbankslagens systematik att det är transaktioner i svenska kronor som avses om det inte särskilt anges ”i utländsk valuta” eller liknande uttryck (se 7 kap. 2–4 §§ nuvarande riksbankslag).

Utöver vad som anförs i förarbetena till riksbankslagen kan det nämnas att emission av skuldebrev i svenska kronor är ett sätt för Riksbanken att finansiera sitt innehav av finansiella tillgångar. Eftersom en balansräknings tillgångs- respektive skuldsida måste vara lika stora, medför t.ex. tillgångsköp från Riksbankens sida att posten utestående riksbankscertifikat eller någon annan del av skuldsidan ökar i motsvarande grad.

Kassakrav

Vidare får Riksbanken uppställa kassakrav gentemot finansinstitut i penningpolitiskt syfte (6 kap. 6 § samma lag). Med kassakrav avses att en viss andel, dock högst 15 procent, av det aktuella finansinsti-

tutets placeringar eller förbindelser ska motsvaras av insättningar i Riksbanken. I april 1994 sänktes kassakraven till noll.⁸ Några kassakrav har således inte tillämpats under lång tid.

Valutainterventioner

Enligt riksbankslagen får Riksbanken köpa, sälja och förmedla valuta samt rättigheter och skyldigheter som anknyter till valuta, dvs. genomföra valutainterventioner, antingen i penningpolitiskt eller i valutapolitiskt syfte (6 kap. 5 § första stycket 2 respektive 7 kap. 3 § 1). Med rättigheter och skyldigheter som avser valuta avses valutaderivat (prop. 1997/98/164 s. 25). Med ett valutapolitiskt syfte avses enligt förarbetena bl.a. de operationer som Riksbanken gör på valutamarknaderna för att påverka eller försvara kronans externa värde (prop. 1986/87:143 s. 66). Detta avser valutainterventioner. Valutainterventioner som görs i syfte att påverka kronans externa värde uppfyller således kravet på ett valutapolitiskt syfte. Det förhållandet att det kan finnas ett överordnat syfte av penningpolitisk natur, nämligen att nå prisstabilitetsmålet, torde inte utesluta att kravet på ett valutapolitiskt syfte är uppfyllt (jfr avsnitt 19.1). I senare förarbeten har regeringen anfört att en stabil växelkurs är ett mellanliggande mål för penningpolitiken och att det överordnade målet vid en fast växelkurs är att uppnå en stabil och låg inflation i nivå med omvärlden (prop. 1997/98:40 s. 52).

Frågan om tolkningen av uttrycket ”valutapolitiskt syfte” har dock mindre betydelse eftersom 6 kap. 5 § första stycket 2 riksbankslagen uttryckligen tillåter Riksbanken att vidta valutainterventioner i ett penningpolitiskt syfte. Frågan om ett eventuellt valutapolitiskt syfte saknar därför betydelse i det sammanhanget. Med andra ord är det enligt riksbankslagen alltså tillåtet att t.ex. försvaga växelkursen i syfte att öka inflationstakten i ekonomin (den principiella frågan om att sträva efter att öka inflationstakten i förhållande till målet om prisstabilitet berörs i avsnitt 15.3.7).

Bestämmelsen som gör det möjligt för Riksbanken att genomföra valutainterventioner i penningpolitiskt syfte infördes genom en lagändring som trädde i kraft den 1 januari 1999, dvs. några år efter det att Sverige övergivit den fasta växelkursen. Som skäl för lagändringen

⁸ Lotsberg (1994).

angavs endast att de instrument som Riksbanken tillåts använda i likviditetsstyrande syfte borde utvidgas (prop. 1997/98:164 s. 25). En tänkbar förklaring till denna lagändring är att det ansågs finnas ett behov av att förtydliga att valutainterventioner är tillåtna även när växelkursförändringen inte är ett mål i sig utan ett medel för att uppnå prisstabilitetsmålet.

Riksbankens manöverutrymme är dock av konstitutionella skäl begränsat av regeringens ställningstagande till vilket växelkurssystem som ska gälla, samtidigt som det råder ett instruktionsförbud i penningpolitiken (9 kap. 12 § och 13 § första stycket tredje meningen regeringsformen). För närvarande råder en rörlig växelkurs för kronan. I förarbetena till riksbankslagen uttalades att Riksbanken vid en flytande växelkurs självständigt hanterar den flytande kursen (prop. 1997/98:40 s. 90).

Som berörs i avsnitt 18.7.2 genomförde den schweiziska centralbanken under åren 2011–2015 valutatransaktioner för att säkerställa att den schweiziska francen hade ett visst bestämt värde i förhållande till euron. Ett motsvarande förfarande av liknande omfattning skulle sannolikt inte vara tillåtet för Riksbankens del utan regeringens medgivande så länge som en rörlig växelkurs gäller, eftersom ett systematiskt sådant förfarande i praktiken skulle innebära en fast växelkurs och ett kringgående av regeringens beslutskompetens. Regeringen skulle däremot på Riksbankens begäran kunna besluta om ett mål för växelkursen som möjliggör ett sådant förfarande. Vid en konflikt mellan bestämmelserna om Riksbankens befogenheter i riksbankslagen respektive bestämmelsen om regeringens befogenheter i regeringsformen har den senare bestämmelsen företräde (lex superior, se 11 kap. 14 § andra stycket och 12 kap. 10 § andra stycket regeringsformen). Den senare bestämmelsen, som avser beslut i en specifik fråga, torde också ha företräde framför den generellt hållna bestämmelsen om Riksbankens ansvar för penningpolitiken. Detta följer av principen om lex specialis.⁹

Under alla förhållanden måste valutainterventioner som vidtas i penningpolitiskt syfte vara förenliga med inflationsmålet. Interventioner som förväntas försämra måluppfyllelsen kan således inte vara penningpolitiskt motiverade.

⁹ Denna princip innebär att en regel eller lag som särskilt reglerar något ska ges företräde framför en mer allmän bestämmelse eller lag.

Om växelkurseffekter i stället uppstår till följd av räntestyrning torde inte Riksbankens agerande komma i konflikt med regeringens befogenheter. Detta eftersom det i sådant fall rör sig om en indirekt effekt av ett renodlat penningpolitiskt instrument.

Uppgiftsskyldighet

Efter anmodan av Riksbanken ska ett finansinstitut eller annat företag som står under tillsyn av Finansinspektionen till Riksbanken lämna de uppgifter som Riksbanken anser nödvändiga för att bl.a. följa utvecklingen på valuta- och kreditmarknaderna. Efter anmodan av Riksbanken ska också svenska utgivare av värdepapper till Riksbanken lämna de uppgifter om emitterade värdepapper som Riksbanken anser nödvändiga för dessa ändamål. Riksbanken får utfärda närmare föreskrifter om denna uppgiftsskyldighet (6 kap. 9 § första, andra och fjärde styckena riksbankslagen). Bestämmelsen har införts i syfte att möjliggöra för Riksbanken att inhämta den information som behövs för att bedöma om någon penningpolitisk åtgärd bör vidtas och hur denna i sådant fall bör utformas.

De rättsliga förutsättningarna för vissa särskilda penningpolitiska åtgärder

I avsnitten 18.4–18.9 behandlas bl.a. de rättsliga förutsättningarna för vissa särskilda penningpolitiska åtgärder, däribland vissa åtgärder som betecknas som okonventionell penningpolitik.

18.2.2 Unionsrättens regler och verksamheten inom Eurosystemet

I unionsrätten finns regler om ECB:s och Eurosystemets befogenheter bl.a. i primärrätten. Det framgår t.ex. av en regel om ECB:s rättskapacitet att banken ska ha befogenhet att bl.a. förvärva och avyttra fast och lös egendom. Vissa andra av ECB:s befogenheter framgår indirekt genom att ECB tilldelas en viss uppgift. Det gäller t.ex. att ECBS ska genomföra valutatransaktioner enligt artikel 219 i EUF-fördraget (se även artikel 127.2 andra strecksatsen).

Regler om ECB:s och Eurosystemets penningpolitiska befogenheter finns framför allt i ECBS-stadgan. Såväl ECB som de nationella centralbankerna får öppna konton för kreditinstitut, offentliga organ och andra marknadsaktörer (artikel 17 i ECBS-stadgan). Av denna regel följer att ECB och de nationella centralbankerna får ta emot inlåning från nämnda aktörer.

Enligt artikel 18.1 i stadgan får Eurosystemet därutöver, i syfte att uppnå målen för ECBS och utföra dess uppgifter,

- verka på de finansiella marknaderna genom att köpa och sälja fordringar och lätt omsättningsbara värdepapper med leverans (omgående eller på termin) eller enligt återköpsavtal och genom att ge och ta upp lån i sådana fordringar och värdepapper, såväl i euro som i andra valutor, samt genom transaktioner med ädelmetaller¹⁰
- utföra lånetransaktioner med kreditinstitut och andra marknadsaktörer, varvid lån ska lämnas mot tillfredsställande säkerheter (eng. *adequate collateral*).

Det finns alltså ett likviditetskrav avseende de värdepapper som ECBS får köpa. ECB:s rätt att köpa statsobligationer på andrahandsmarknaden i syfte att säkerställa den penningpolitiska transmissionsmekanismen har slagits fast av EU-domstolen (dom den 16 juni 2015 i mål C-62/14, Gauwailer m.fl.). EU-domstolen anförde i det sammanhanget att de åtgärder som avser att säkerställa denna transmissionsmekanism kan hänföras till prisstabilitetsmålet.

Köp och försäljning av fordringar och lätt omsättningsbara värdepapper får även ske genom återköpsavtal (repo). Vidare får Eurosystemet låna eller låna ut sådana tillgångar (se formuleringen *lending or borrowing claims and marketable instruments* i den engelska språkversionen av stadgan).

I fråga om kravet på tillfredsställande säkerhet framgår det av stadgan att ECB och de nationella centralbankerna får ta emot ”tillgångar” som säkerhet, inklusive kontobaserade värdepapper (artikel 17

¹⁰ I riksbankslagen regleras transaktioner med guld i de bestämmelser som avser valutapolitiken (7 kap.), inte penningpolitiken (6 kap.).

andra ledet i ECBS-stadgan). Ett kontobaserat värdepapper existerar endast i elektronisk form och registreras på ett konto.¹¹

Därutöver finns det en regel om kassakrav. Enligt denna regel får ECB, för att uppfylla målen för penningpolitiken¹², kräva att kreditinstitut som är etablerade i medlemsstaterna ska hålla minimireserver på konton hos ECB och de nationella centralbankerna (artikel 19). Till skillnad från Riksbanken tillämpar ECB kassakraven.

Eurosystemet ska utöva sina befogenheter i syfte att förverkliga målen för ECBS och utföra dess uppgifter (artikel 18.1 i ECBS-stadgan). ECB ska fastställa de allmänna principer som ska gälla för de nu aktuella marknads- och kredittransaktionerna som utförs av ECB själv eller av de nationella centralbankerna (artikel 18.2 i ECBS-stadgan). Mot denna bakgrund och med stöd av artikel 12.1 i stadgan har ECB utfärdat riktlinjer om genomförandet av Eurosystemets penningpolitiska ramverk.¹³ Riktlinjerna är betydligt mer detaljerade än reglerna i EUF-fördraget och ECBS-stadgan. Som exempel på detta kan nämnas att riktlinjerna behandlar frågor om löptid och frekvens på vissa penningpolitiska operationer och att detaljerade krav på säkerheter finns. I svensk rätt kan riktlinjerna närmast jämföras med Riksbankens villkor för RIX och penningpolitiska instrument. I sak finns det också betydande likheter mellan de penningpolitiska instrument som tillämpas av Eurosystemet respektive av Riksbanken, liksom med många centralbanker utanför EU i och med att penningpolitik genomgående bedrivs genom att påverka korta räntor. Eurosystemet använder sig av flera typer av marknadsoperationer:

- huvudsakliga transaktioner
- finjusterande transaktioner
- strukturella transaktioner (transaktioner som i regel har längre löptid än huvudsakliga och finjusterande transaktioner).

¹¹ Se artikel 3.1 Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 909/2014 av den 23 juli 2014 om förbättrad värdepappersavveckling i Europeiska unionen och om värdepapperscentraler samt ändring av direktiv 98/26/EG och 2014/65/EU och förordning (EU) nr 236/2012.

¹² Begreppet "penningpolitik" används synonymt med begreppet "monetär politik" där det sistnämnda är en vanlig svensk översättning av "monetary policy" i unionsrättsliga dokument.

¹³ Europeiska centralbankens riktlinje (EU) 2015/510 av den 19 december 2014 om genomförandet av Eurosystemets penningpolitiska ramverk (ECB/2014/60), senast ändrad genom riktlinje (EU) 2017/1362 av den 18 maj 2017.

I huvudsakliga transaktioner ingår repotransaktioner om vanligtvis en veckas löptid. Eurosystemet tillhandahåller dock även s.k. långfristiga refinansieringstransaktioner för finansiella företag inom ramen för den sistnämnda kategorin. Dessa utgörs bl.a. av repor med tre månaders löptid eller mer. Riksbanken har liknande instrument även om de sedan april 2019 inte formellt delas in i dessa kategorier.¹⁴ Bland de finjusterande transaktionerna använder sig Eurosystemet bl.a. av valutaswappar, inlåning och repor som tillför likviditet till banksystemet.¹⁵

Såväl ECB som Riksbanken köper t.ex. statspapper i den egna valutan inom ramen för s.k. kvantitativa lättnader. För en översikt över Eurosystemets penningpolitiska transaktioner, se Tabell 18.1 nedan.

I motsats till vad som gäller enligt riksbankslagen finns det en möjlighet för Eurosystemet att på eget initiativ besluta om tillämpning av ”andra operativa metoder för monetär styrning” än de som framgår av primärrätten (artikel 20 i ECBS-stadgan). Om dessa metoder innefattar förpliktelser för tredje man, ska dock rådet fastställa tillämpningsområdet för dem.

Sammanfattningsvis finns det stora likheter mellan ECB:s och befogenheter i unionsrätten och hur Riksbankens befogenheter har uttryckts i nuvarande riksbankslag. Stora likheter finns också vad gäller hur ECB och Riksbanken har utformat sina respektive penningpolitiska faciliteter. Det är naturligt i och med att det grundläggande syftet för båda centralbankerna är att styra korta räntor. Några skillnader i fråga om befogenheter består av att ECB endast får köpa ”lätt omsättningsbara värdepapper” i stället för värdepapper generellt samt att ECB får handla med ”fordringar”, dvs. bl.a. kreditportföljer (artikel 18.1 i ECBS-stadgan).

För svensk del finns det dock också uttalanden i förarbetena att ta hänsyn till utöver lagtexten. Det gäller bl.a. möjligheterna till värdepappersköp (se avsnitt 18.2.1).

¹⁴ Se Riksbanken (2019).

¹⁵ Från och med den 9 oktober 2019 använder Riksbanken inte längre finjusterade transaktioner, se avsnitt 14.5.3.

Tabell 18.1 Översikt över Eurosystemets penningpolitiska transaktioner

Baserad på terminologin i ECB:s riktlinje (EU) 2015/510

	Transaktionsform		Löptid	Frekvens	Förfarande
	Tillförsel av likviditet	Indragning av likviditet			
Transaktioner på den öppna marknaden					
Huvudsakliga refinansierings-transaktioner (bl.a. repor)	Reverserade transaktioner	–	En vecka	Varje vecka	Standardiserade anbudsförfaranden
Långfristiga refinansierings-transaktioner (bl.a. repor)	Reverserade transaktioner	–	Tre månader	Varje månad	Standardiserade anbudsförfaranden
Finjusterande transaktioner	Reverserade transaktioner (bl.a. repor)	Reverserade transaktioner	Icke-standar-diserat	Icke-standar-diserat	Anbudsförfaranden
	Valutaswappar	Valutaswappar			Bilaterala förfaranden
Strukturella transaktioner		Inlåning med fast löptid			
	Reverserade transaktioner (bl.a. repor)	Reverserade transaktioner	Icke-standar-diserat	Icke-standar-diserat	Standardiserade anbudsförfaranden
	–	Emission av ECB-skuld-certifikat	Mindre än 12 månader	Icke-standar-diserat	
	Direkta köp	Direkta försäljningar	–	Icke-standar-diserat	Anbudsförfaranden Bilaterala förfaranden
Stående faciliteter					
Utlåningsfacilitet	Reverserade transaktioner (bl.a. repor)	–	Över natt	Används på motpartens initiativ	
Inlåningsfacilitet	–	Inlåning	Över natt	Används på motpartens initiativ	

Källa: ECB:s riktlinje (EU) 2015/510, Tabell 1.

18.2.3 Medlemsstater med undantag

Medlemsstater med undantag behåller sina befogenheter inom penningpolitiken (artikel 282.4 i EUF-fördraget och artikel 42.2 i ECBS-stadgan). Reglerna om penningpolitiska befogenheter i primär-rätten är således i allmänhet inte tillämpliga på medlemsstater med undantag, såsom Sverige (artikel 42 i ECBS-stadgan). Det som an-förs om ECBS i dessa delar av primär-rätten i föregående avsnitt avser därför i praktiken Eurosystemet. De penningpolitiska befogenheter-na i den nya riksbankslagen behöver till följd av detta inte nödvän-digtvis vara desamma som i unionsrätten så länge som Sverige är en

medlemsstat med undantag. Detta bortsett från regeln om att ECB och de nationella centralbankerna får öppna konton för kreditinstitut m.fl. (artikel 17), som är tillämplig även på Sverige. I tidigare lagstiftningsärenden avseende Riksbankens penningpolitiska befogenheter har detta också varit utgångspunkten, eftersom någon fullständig harmonisering inte har gjorts. Av den anledningen är inte heller befogenheterna i nuvarande riksbankslag identiska med de som gäller för Eurosystemet.

Som berörs i avsnitt 14.2 förefaller ECB hysa uppfattningen att medlemsstater med undantag ska anpassa sig till regeln om penningpolitiska befogenheter i artikel 18 i ECBS-stadgan inför ett införande av euron, dvs. att denna regel inte är direkt tillämplig så länge som medlemsstaten i fråga har ett undantag.¹⁶

På senare tid har EU-domstolen vid några tillfällen tagit ställning till frågan om avgränsningen av unionens penningpolitik. Enligt EU-domstolen är avgränsningen främst beroende av målet med den aktuella åtgärden, men de medel som används inom ramen för en viss åtgärd i syfte att uppnå dessa mål är också av betydelse (se bl.a. domstolens dom den 11 december 2018 i mål C-493/17, Weiss m.fl., med vidare hänvisningar). De penningpolitiska befogenheterna i ECBS-stadgan är som sagt i huvudsak inte tillämpliga på medlemsstater med undantag, bl.a. vad gäller artikel 18 som tillämpades i det aktuella rättsfallet. Vidare rör rättsfallen avgränsningen av en unionsinstitutions handlingsutrymme. Dessa förhållanden medför att EU-domstolens slutsatser inte är direkt tillämpliga på institutionella förhållanden i en medlemsstat med undantag.

Domstolens resonemang kan inte heller dras så långt att alla åtgärder som en centralbank inom Eurosystemet vidtar utgör penningpolitik redan på den grunden att den påverkar hur transmissionsmekanismen fungerar.

I primärrätten finns varken något mål eller några särskilda uppgifter knutna till finansiell stabilitet. Mot den bakgrunden och med tanke på det som anförs ovan om penningpolitiska befogenheter gör kommittén bedömningen att unionsrätten ger utrymme för en åtskillnad mellan å ena sidan penningpolitik och å andra sidan finansiell stabilitetspolitik i den nya riksbankslagen (se avsnitt 13.4).

¹⁶ ECB, opinion of the European central bank of 15 December 2016 on the powers of Česká národní banka to conduct financial market transactions (CON/2016/60).

Regeln om oberoende för centralbanker i artikel 130 EUF-fördraget innebär inte heller att Riksbankens befogenheter ska vara obegränsade eller att de behöver vara identiska med det som gäller för ECB. En medlemsstat med undantag såsom Sverige avgör i stället själv vilka befogenheter som centralbanken ska ha inom ramen för penningpolitiken.

18.2.4 Lagstödet för räntestyrning och andra penningpolitiska åtgärder

De befogenheter som Riksbanken har enligt nuvarande riksbankslag ger enligt kommitténs bedömning utrymme för att vidta de åtgärder som krävs för räntestyrning. Detta gäller främst in- och utlåning, repor och annan kreditgivning samt utgivning av skuldebrev. Ytterligare åtgärder kan aktualiseras under extraordinära förhållanden.¹⁷ I avsnitten 18.4–18.9 behandlas sådana s.k. okonventionella penningpolitiska åtgärder, inklusive frågan om vilket de rättsliga förutsättningarna för att vidta dem.

Utöver de befogenheter som anges i riksbankslagen vidtar Riksbanken vissa penningpolitiska åtgärder som inte är närmare reglerade i lag. Det gäller åtgärder av informationskaraktär, såsom den regelbundna publiceringen av penningpolitiska rapporter och prognoser för reporäntan (den s.k. räntebanan). Åtgärder av detta slag torde inte kräva något särskilt lagstöd så länge som de kan knytas till något av Riksbankens verksamhetsområden, vilket är fallet med penningpolitisk information. Det kan här nämnas att det är vanligt förekommande att myndigheter av olika slag informerar om sin verksamhet, oavsett om den är lagreglerad eller inte. I avsnitt 33.6.3 föreslås nya bestämmelser om Riksbankens ansvar att informera om bl.a. penningpolitiska frågor.

¹⁷ Ett exempel på sådana förhållanden var under det senaste decenniet då centralbankernas styrräntor inte bedömdes kunna sänkas mer men ekonomierna ansågs behöva mer penningpolitisk stimulans. Då tillgrip centralbankerna olika typer av balansräkningsåtgärder där Riksbanken exempelvis valde att köpa statsobligationer med början i februari 2015.

18.3 Internationell utblick

Som framgår i avsnitt 15.3.1 påverkade inte finanskrisen de penningpolitiska målen i nämnvärd utsträckning. I och med att styrräntor närmade sig en nedre gräns behövde dock centralbankerna ta till kompletterande och okonventionella åtgärder i syfte att nå sina mål.

I Tabell 18.2 framgår ett antal okonventionella åtgärder som ett urval av tio centralbanker har använt sig av sedan finanskrisens utbrott.¹⁸ Det skiljer sig en del mellan de olika centralbankerna. Med undantag för Australien och Nya Zeeland var styrräntorna nere kring noll och t.o.m. negativa i tre länder, däribland Sverige.¹⁹ Centralbanker i fem av tio valutaområden köpte statsobligationer och fyra av dem (undantaget var Riksbanken) köpte även privata värdepapper. Vidare genomförde tre länder (Japan, Nya Zeeland och Tjeckien) valutainterventioner. Riksbanken genomförde inga valutainterventioner men vidtog åtgärder i syfte att sådana snabbt skulle kunna beslutas om det uppstod behov av detta.²⁰

¹⁸ När det gäller åtgärden ”Krediter till okonventionella villkor” (se avsnitt 18.1) är det svårt att erhålla jämförbar information från de inkluderade länderna, varför den inte ingår i tabellen. Vad som avses framgår i avsnitt 18.6 där också åtgärder inom denna kategori som Bank of England, ECB och Riksbanken vidtagit beskrivs.

¹⁹ Nya Zeelands styrränta var som lägst 1,0 procent men det bör påpekas att den var 8,25 procent innan finanskrisens utbrott vilket var betydligt högre än i övriga länder i jämförelsen. De sänkte därmed sin styrränta mer än de andra centralbankerna i jämförelsen. Liknande utveckling kan ses i Australien vars styrränta innan finanskrisen uppgick till 7,25 procent och var som lägst 0,75 procent decenniet därefter.

²⁰ Se Riksbanken (2016a).

Tabell 18.2 Okonventionella penningpolitiska åtgärder

Avser åtgärder efter finanskrisens utbrott, september 2008

	Negativa styrräntor ¹	Köp av statsobligationer	Köp av privata tillgångar	Valuta-interventioner
Australien	Nej (0,75)	Nej	Nej	Nej
Euroområdet	Ja ² (-0,35)	Ja	Ja	Nej
Japan	Ja (-0,10)	Ja	Ja	Ja
Kanada	Nej (0,25)	Nej	Nej	Nej
Norge	Nej (0,50)	Nej	Nej	Nej ³
Nya Zeeland	Nej (1,00)	Nej	Nej	Ja
Storbritannien	Nej (0,50)	Ja	Ja	Nej
Sverige	Ja (-0,50)	Ja	Nej	Nej
Tjeckien	Nej (0,05)	Nej	Nej	Ja ⁴
USA	Nej (0;0,25)	Ja	Ja ⁵	Nej

Anm. ¹ I parentes framgår den lägsta nivån på respektive styrränta september 2008–oktober 2019.

² Avser Eonia (dagslåneräntan, eng. *overnight rate*).

³ Norges Bank utför regelbundet valutainterventioner för oljefondens räkning. Här avses valutainterventioner i syfte att påverka utvecklingen av inflationen och realekonomin.

⁴ Då räntan låg vid räntegolvet gjorde den tjeckiska centralbanken en utfästelse att inter文nera om valutan blev starkare än 27 Koruna per euro. Interventioner krävdes endast de första dagarna, se Franta m.fl. (2014).

⁵ Federal Reserve får inte köpa privata värdepapper. Dock finns undantag för s.k. statligt stödda företag (eng. *government-supported enterprises*) såsom bolåneföretagen Fannie Mae och Freddie Mac vars bostadsobligationer centralbanken köpte under finanskrisen.

Källor: Bank of Canada (2013), Borio och Zabai (2016), HM Treasury (2013) samt centralbankernas hemsidor.

18.4 Negativ styrränta

Negativ styrränta är en typ av okonventionell penningpolitisk åtgärd som alltså använts av flera centralbanker efter finanskrisen. I detta avsnitt diskuteras om mekanismerna vid negativa styrräntor skiljer sig från de som föreligger vid positiva styrräntor, eventuella risker samt empiriska erfarenheter av negativa räntor.

18.4.1 Mekanismer

Centralbankernas styrräntor påverkar ekonomin på samma principiella sätt vare sig de är positiva eller negativa.²¹ En lägre (här: negativ) styrränta påverkar de korta marknadsräntorna på värdepapper och fortplantas även i banksystemet via lägre (och eventuellt negativa)

²¹ Se avsnitten 14.5 för en beskrivning av den penningpolitiska transmissionsmekanismen och hur centralbankernas styrräntor påverkar marknadsräntor på olika horisonter.

in- och utlåningsräntor till hushåll och företag. Det ger, tillsammans med en svagare växelkurs, ökad konsumtion, investeringar och export. Den starkare efterfrågan och den svagare växelkursen bidrar till högre inflation.

Förekomsten av sedlar och mynt kan dock innebära att genomslaget för negativa räntor kan bli mindre jämfört med då räntesänkningar sker när räntorna är positiva. Det beror på flera faktorer. Om inlåningsräntan för hushåll och företag skulle bli negativ kan de välja att i stället hålla kontanter (som ger noll i ränta) vilket begränsar den expansiva effekten av den negativa styrräntan. En annan faktor som påverkar transmissionsmekanismen är att bankerna kan välja att inte föra de negativa räntorna vidare till hushåll och företag i syfte att undvika uttag och vårda kundrelationer. Även då blir effekten på konsumtion och investeringar mindre än vid konventionella penningpolitiska förändringar av räntan. I avsnitt 18.4.2 diskuteras data och empiriska studier kring hur negativa styrräntor påverkar ekonomin.

18.4.2 Risker

Flera av de risker med negativa styrräntor som lyfts fram i den penningpolitiska diskussionen är kopplade till förekomsten av att kontanter inte uppbär någon ränta. De empiriska erfarenheterna från de länder som införde negativa räntor efter finanskrisen visar dock att farhågorna inte besannades.²² De risker som framför allt diskuteras internationellt var följande (svenska erfarenheter analyseras i nästa avsnitt):

- *Ökade kontantuttag*: Med fallande, och kanske t.o.m. negativa, inlåningsräntor finns som noteras ovan risken att hushåll och företag tar ut kontanter från bankerna och förvarar dem själva i stället. Så blev inte fallet i de länder som införde negativa styrräntor. En viktig förklaring till detta var sannolikt att bankerna inte införde negativa inlåningsräntor på hushållens bankkonton.²³
- *Försvagad lönsamhet i banksektorn*: Det fanns en oro för att bankernas lönsamhet skulle försämrats då det inte var sannolikt att de skulle erbjuda negativ inlåningsränta för sina kunder trots att de själva fick negativ ränta på de medel de placerade i centralbanken.

²² Se IMF (2017) för en översikt.

²³ Se Heider m.fl. (2018) för empiri kring detta.

En försvagad lönsamhet kan leda till att det blir svårare för banker att attrahera riskkapital och utlåningen kan därför t.o.m. påverkas *negativt* av centralbankens räntesänkningar.²⁴ Det finns dock studier som visar att lönsamheten hos bankerna inte minskade i de länder som införde negativa styrräntor jämfört med de med (låga) positiva styrräntor.²⁵ Bland annat kompenseras lägre nettoräntekomster med ökade avgifter och ökad avkastning på tillgångar. Det finns dock även studier som tyder på viss försämrad lönsamhet i de länder där styrräntorna var negativa.²⁶ I en fördjupningsruta nedan beskrivs hur vissa centralbanker valt att ha olika räntesatser på bankernas reserver bl.a. i syfte att minska effekterna på bankernas lönsamhet vid negativa styrräntor.

- *Problem på finansiella marknader:* Det fanns en oro för att systemen på de finansiella marknaderna (inklusive centralbankernas styrsystem) inte praktiskt skulle kunna hantera negativa räntor. Systemen har dock fungerat både i Sverige och internationellt.²⁷

Riksbankens successivt mer negativa styrränta 2015–2016 påverkade såväl korta marknadsräntor som in- och utlåningsräntor till hushåll och företag.²⁸ Utvecklingen av korta marknadsräntor framgår i Figur 18.1. Såväl Stibor²⁹ som räntan på statsskuldväxlar³⁰ följde med reporäntan. Räntan på statsskuldväxlar föll t.o.m. mer än reporäntan vilket bl.a. kan bero på Riksbankens statsobligationsköp vilka diskuteras i avsnitt 18.5.

²⁴ Se Urbschat (2018). Det finns dock ännu ingen konsensus i de hittills få studier som har försökt isolera effekterna av negativa räntor på bankutlåning. Bräuning och Wu (2017) finner att oväntade förändringar i styrräntan i euroområdet under perioden med negativa räntor hade relativt stor positiv effekt på bankernas utlåning. Även Demiralp m.fl. (2017) finner att negativa räntor i euroområdet påverkar bankutlåning positivt.

²⁵ En orsak till detta kan vara att det är en skillnad (eng. *spread*) mellan styrräntor och inlåningsräntor vilket innebär att lönsamheten påverkas negativt även vid låga, men positiva, räntenivåer. Se Altavilla m.fl. (2017) som undersöker 7103 banker i euroområdet 2000–2016, och Lopez m.fl. (2018), som undersöker 5100 banker i 27 länder åren 2010–2016.

²⁶ I en paneldatastudie finner däremot Molyneux m.fl. (2017) att de länder som valt negativa styrräntor hade en svagare utveckling av bankutlåningen jämfört med länder som inte valt detta. Se även Molyneux m.fl. (2018) som undersöker 7 242 banker i 33 OECD-länder åren 2012–2016.

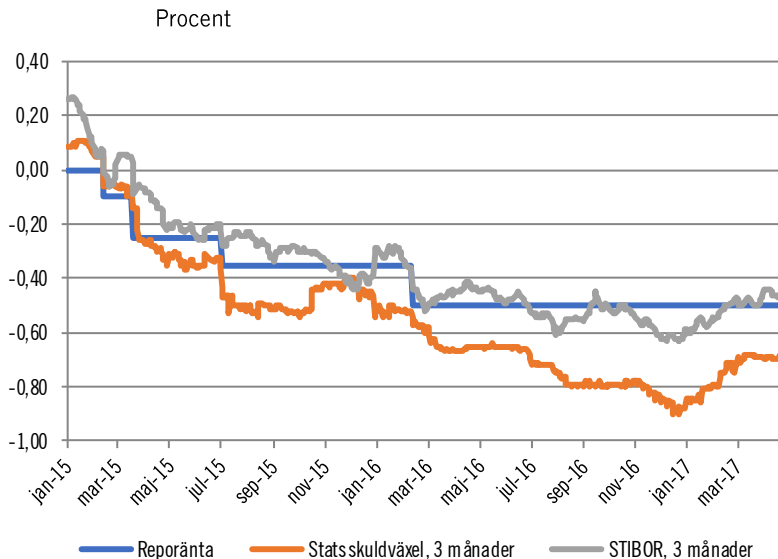
²⁷ Se IMF (2017) och Riksbanken (2016b).

²⁸ Se Riksbanken (2017a), s. 17–20, för en översikt.

²⁹ Stibor är den ränta till vilken bankerna lånar till varandra utan säkerhet på olika löptider.

³⁰ En statsskuldsväxel är ett skuldebrev som ges ut av staten via Riksgäldskontoret.

Figur 18.1 Reporänta och korta marknadsräntor, 2015–2017 (april)



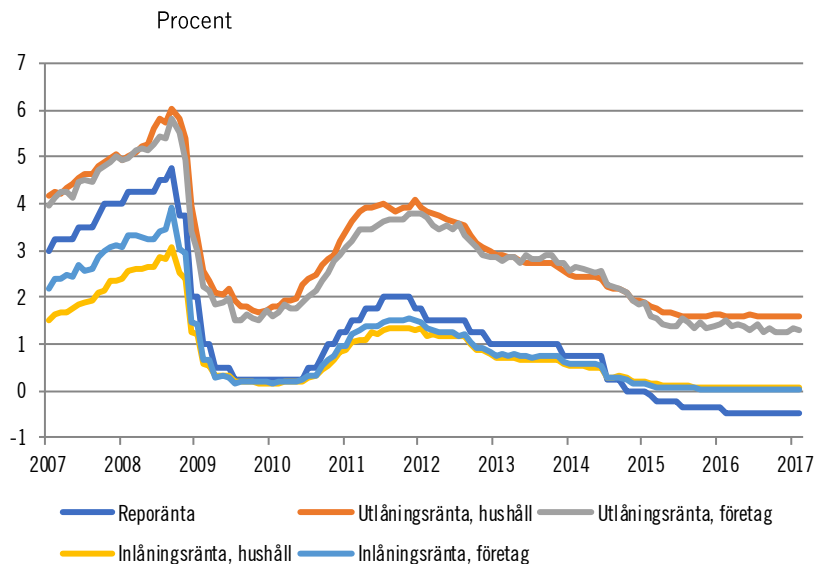
Källa: Riksbankens statistik för räntor och valutakurser (www.riksbank.se).

Även räntor riktade mot hushåll och företag påverkades av den negativa reporäntan. I Figur 18.2 framgår att förändringar i in- och utlåningsräntorna följde förändringar i reporäntan väl under långa perioder. När det gäller perioden med successivt mer negativ reporänta följde dock inte inlåningsräntan med till negativa territorier utan stannade på noll. Det avspeglar att det finns ett motstånd hos banker att låta hushåll och företag³¹ betala för insatta medel trots att bankerna själva får betala för sina insättningar hos Riksbanken. Det indikerar att genomslaget från penningpolitiken minskade när räntorna nådde negativa territorier. Nollräntan för hushåll och företag innebar dock inte att man valde att hålla mer kontanter. Tvärtom, den nedåtgående trenden för kontanter fortsatte 2015–2017 (se Figur 18.3).³²

³¹ Vissa större företag mötte negativa insättningsräntor på insättningar av större belopp men i genomsnitt var räntan nära noll (se Figur 18.2).

³² Det kan dock noteras att behållningen på skattekonton ökad markant vilket i detta sammanhang kan liknas vid kontanter. Att Riksbankens stora sedel- och myntutbyte skedde under samma period kan även det ha påverkat kontantmängden i cirkulation.

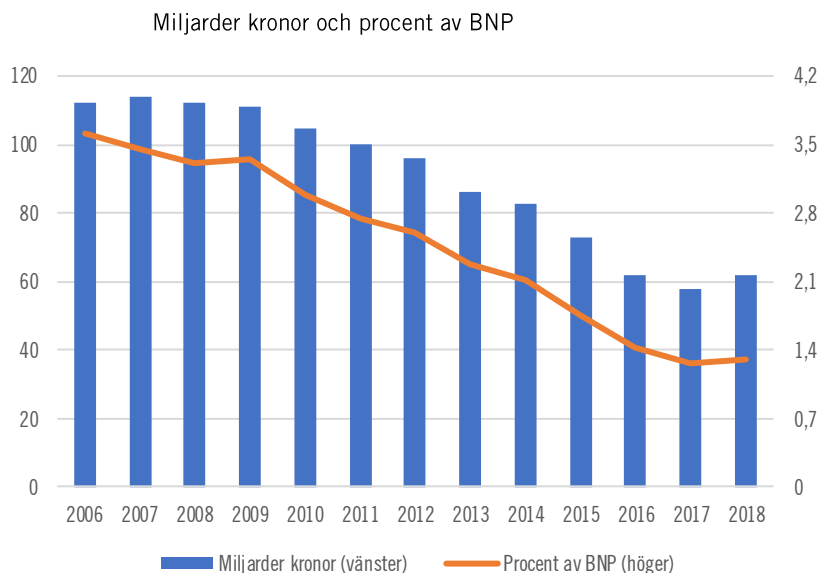
Figur 18.2 Reporäntan samt genomsnittliga in- och utlåningsräntor, 2007–2017



Anm. Genomsnittliga in- och utlåningsräntor för hushåll och företag från monetära finansiella institut (MFI).

Källor: Riksbanken (2017a), diagram 2.14 (återskapad).

Figur 18.3 Utestående sedelmängd, 2006–2018



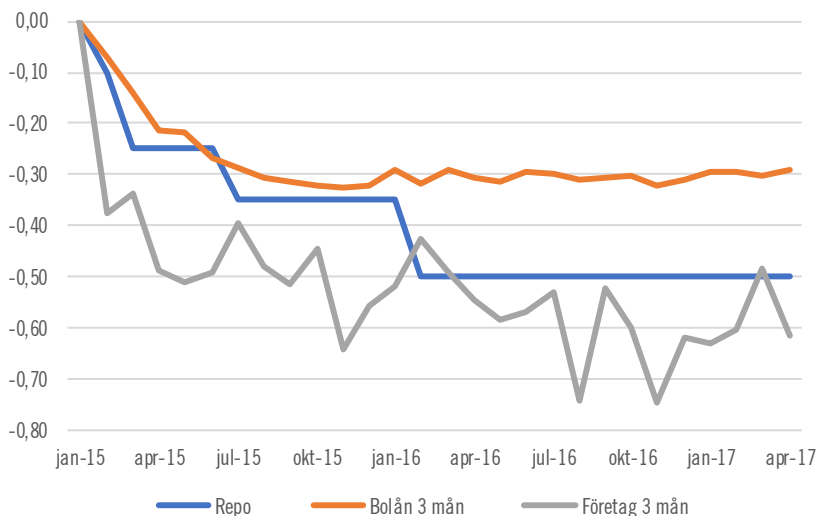
Källa: Riksbankens årsredovisningar.

Den kostnad det innebär för bankerna att inte sätta negativ insättningsränta till hushåll och företag kompenseras delvis av att utlåningsräntan till hushåll inte minskade i takt med nedgången av reporäntan. Det var framför allt marginalen på bolån som steg (se Figur 18.4 och Figur 18.5) och bidrog till att bankernas räntenetto förbättrades 2015–2018 (se Figur 18.6). Lönsamheten har också i genomsnitt fortsatt ligga på en högre nivå än europeiska banker (se Figur 18.7).

Medan utlåningsräntor till företag följde med reporäntan ned gjorde alltså bankernas utlåningsräntor till hushåll inte det fullt ut. Det innebär att transmissionsmekanismen vid negativa räntor var något svagare men att penningpolitikens huvudsakliga genomslag bestod.³³

Figur 18.4 Reporänta samt förändring i utlåningsräntor sedan reporäntan blev negativ, 2015–2017 (april)

Procent (reporäntan) respektive förändring i procentenheter

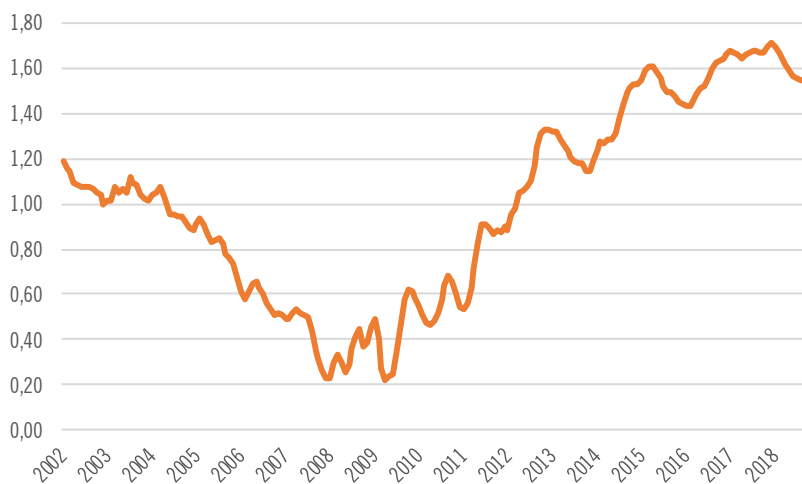


Anm. Avser nytagna eller omförhandlade lån hos bostadsinstitut (hushåll) respektive banker (företag).
Källa: SCB:s databas för finansräkenskaper.

³³ För en diskussion kring hur mycket genomslag Riksbankens negativa styrränta fick på bolåneräntorna, se Eggertsson och Summers (2019) och Erikson och Vestin (2019).

Figur 18.5 Bankernas bruttomarginal på bolån, 2002–2018

Procentenheter

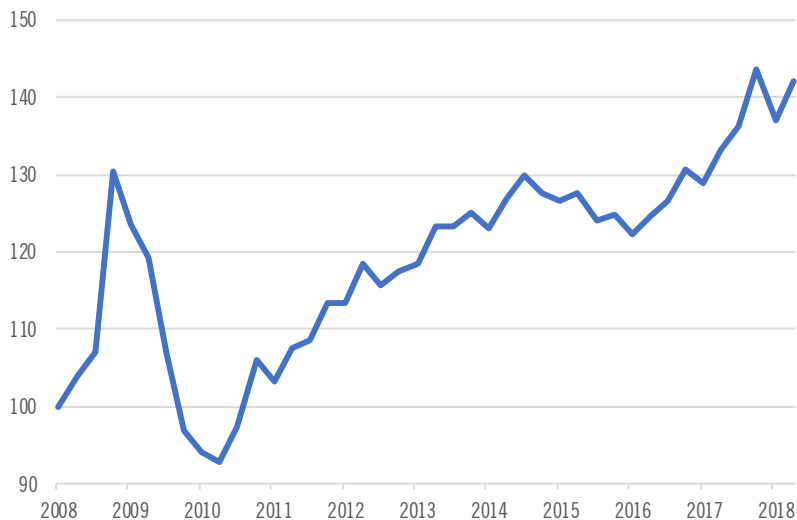


Anm. Bruttomarginalen definieras som bankernas faktiska utlåningsränta minus finansieringskostnad.

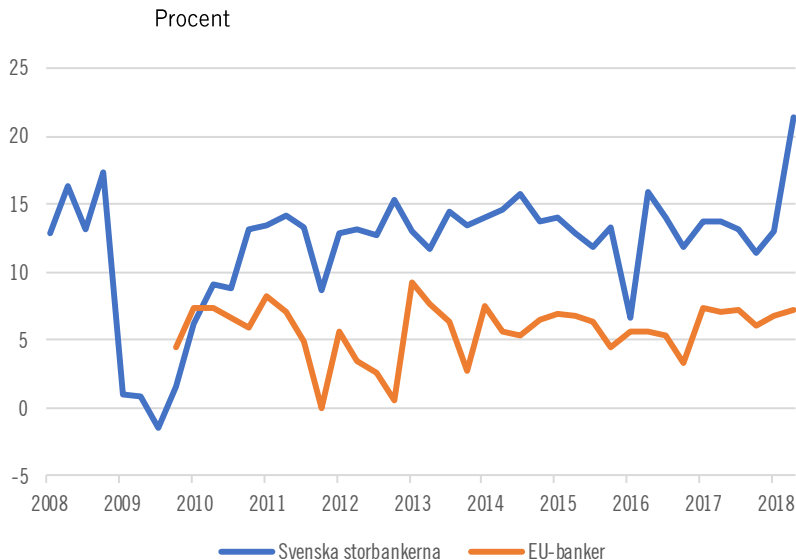
Källa: Finansinspektionens statistik för bankernas marginaler för bolån (www.finansinspektionen.se).

Figur 18.6 Bankernas räntenetto, 2008–2018

Index (januari 2008 = 100)



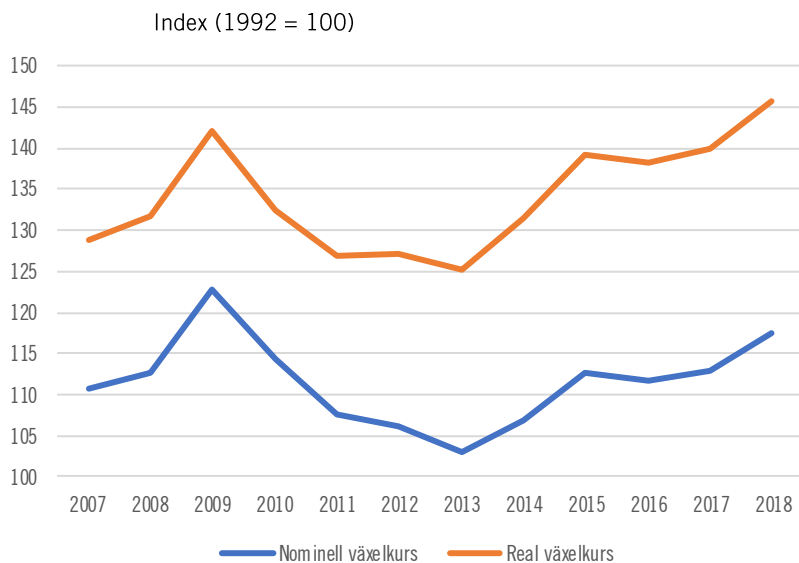
Källa: Finansinspektionen (2018), Figur 16 (återskapad).

Figur 18.7 Storbankernas lönsamhet, 2008–2018

Anm. Med lönsamhet avses här storbankernas räntabilitet på eget kapital. Med storbanker avses Skandinaviska Enskilda Banken, Svenska Handelsbanken och Swedbank. Med EU-banker avses genomsnitt bland banker i EU.

Källa: Finansinspektionen (2018), Figur 20 (återskapad).

Växelkurseffekterna av den negativa räntan är svåra att särskilja från effekterna av de köp av statsobligationer som påbörjades i nära anslutning till att reporäntan blev negativ. Dessutom har statsobligationsköpen utvidgats i samband med ytterligare sänkningar av reporäntan. En ytterligare kanal till penningpolitikens påverkan på växelkursens utveckling är de nedjusteringar av prognoser för den framtida reporäntan som också sammanfallit med den negativa reporäntan. En rimlig slutsats är dock att den samlade penningpolitiken – kraftigt nedreviderade räntebanor med början under 2014 samt negativa räntor och statsobligationsköp med början i februari 2015 – bidragit till den växelkursförsvagning som skett under perioden 2014–2018 (se Figur 18.8).

Figur 18.8 Effektiv nominell och real KIX-vägd växelkurs, 2007–2018

Anm. KIX är ett handelsvägt index baserat på 32 valutor från samtliga OECD-länder samt Kina, Indien, Brasilien och Ryssland. Real växelkurs är nominell växelkurs justerad för utvecklingen av prisnivån i olika länder. Högre index motsvarar en svagare krona.

Källa: Konjunkturinstitutets databas (www.konj.se).

När det gäller effekter av den negativa räntan på bankutlåning och den ekonomiska aktiviteten finns inga studier att tillgå på svenska data. Utifrån effekterna ovan, både vad gäller in- och utlåningsräntor samt växelkurser, är det rimligt att anta att vissa positiva effekter har uppnåtts.

Sammantaget förefaller de svenska erfarenheterna av negativa styrrenter i stora drag sammanfalla med den internationella empiriska litteraturen.³⁴ Transmissionsmekanismen försvagades dock troligen något. Det blev ingen ökad efterfrågan på kontanter vilket sannolikt förklaras av att bankerna inte sänkte inlåningsräntorna till negativa territorier för hushåll och de flesta företag. Däremot ökade behållningen på skattekonton kraftigt för att vissa företag skulle undvika en negativ ränta. Vidare förefaller lönsamheten i banksektorn inte ha påverkats negativt, bl.a. beroende på att bolånemarginalerna ökade. Därutöver uppkom inga tekniska problem i samband med negativa

³⁴ Se t.ex. Eggertsson m.fl. (2017) och Heider m.fl. (2018). Se även Ball m.fl. (2016), kapitel 3, för en diskussion.

räntor. Sammantaget, i relation till kommitténs frågeställningar, kan det konstateras att negativa styrräntor inte nämnvärt påverkat de finansiella marknadernas funktionssätt.

18.4.3 Rättsliga förutsättningar

Det finns inga bestämmelser i riksbankslagen som reglerar Riksbankens räntesättning eller förhållandet mellan överlåtelsepriset respektive återköpspriset för en repa enligt 6 kap. 5 § första stycket 2 riksbankslagen. Frågan berörs inte heller i förarbetena. I fråga om inlåning enligt 6 kap. 5 § första stycket 1 samma lag finns det inte heller några närmare begränsningar för räntesättningen. Med andra ord har ansvaret för att fastställa styrräntan och andra räntor som sammanhänger med styrräntan överlåtits till Riksbanken utan några närmare begränsningar. Det finns inte heller några regler i unionsrätten som begränsar Riksbankens handlingsutrymme i fråga om räntesättning. Således finns det inte några unionsrättsliga restriktioner som påverkar utformningen av den nya riksbankslagen i fråga om räntesättning.

18.5 Köp av statsobligationer

Statsobligationsköp var en vanligt förekommande s.k. balansräkningsåtgärd som centralbanker använde för att göra penningpolitiken mer expansiv under delar av det senaste decenniet (se Tabell 18.2). Riksbankens obligationsköp inleddes i början av 2015.

Riksbankens köp av statsobligationer innebär, på ett övergripande plan, att den samlade offentliga sektorn byter långsiktig upplåning (statsobligationer) mot kortsiktig upplåning (då banksystemets inlåning i Riksbanken ökar, se avsnitt 18.5.1). Det syftar till att påverka avkastningskurvan på säkra tillgångar (statspapper) och därigenom den generella räntenivån i ekonomin. Syftet är således principiellt detsamma som med traditionell räntestyrning. Som framgår nedan skiljer sig de mekanismer genom vilka räntenivån i ekonomin påverkas dock en del från mekanismerna i den traditionella räntestyrningen. I detta avsnitt beskrivs ett antal kanaler inom transmissionsmekanismen genom vilka statsobligationsköp verkar samt makroekonomiska effekter som har uppskattats i empiriska studier.

Dessutom kommenteras om Riksbankens statsobligationsköp kan innebära offentligfinansiella risker samt risker för statsobligationsmarknadens funktionssätt.

18.5.1 Effekter genom flera kanaler

Figur 18.9 är en schematisk skiss över hur balansräkningarna för centralbanken, affärsbanker samt hushåll och företag påverkas då centralbanken köper statsobligationer på andrahandsmarknaden.³⁵ Säljarna motsvaras i huvudsak av hushåll och företag i Figur 18.9 vilka sätter in betalningen på sina bankkonton.³⁶

Statsobligationsköpen innebär alltså att bankernas reserver hos centralbanken ökar. Då reserverna ger en ränta som sammanfaller med styrräntan innebär statsobligationsköpen att den samlade offentliga sektorn³⁷ byter en långsiktig upplåning (statsobligationer, ofta med löptider på fem–tio år) till en kortsiktig upplåning (reserver i form av s.k. certifikat,³⁸ vanligtvis på en vecka).

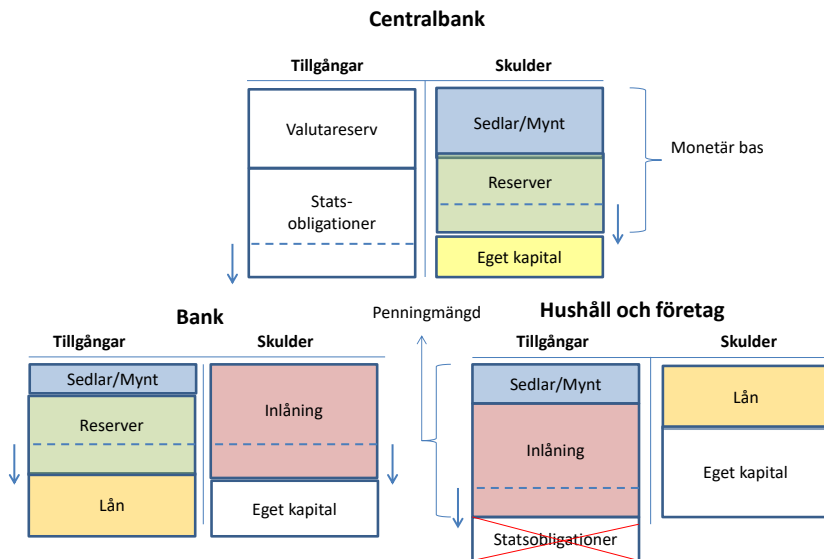
³⁵ Se t.ex. McLeay m.fl. (2014) för en beskrivning. Att köpa statsobligationer på *primärmarknaden*, i Sverige direkt ifrån Riksgäldskontoret, kallas monetär finansiering och är förbjudet enligt nuvarande riksbankslag och även enligt unionsrätten. Se vidare avsnitt 18.9.

³⁶ Bankerna säljer även i viss utsträckning obligationer från sina innehav men det är i jämförelsevis liten skala jämfört med dess kunder, dvs. hushåll och företag.

³⁷ Detta begrepp används för att beskriva den konsoliderade offentliga sektorn (stat, kommuner och ålderspensionssystemet) samt Riksbanken. Se vidare avsnitt 18.5.3.

³⁸ Se avsnitt 14.5.3.

Figur 18.9 Förändrade balansräkningar då Riksbanken köper statsobligationer



Anm. Proportionerna mellan de delar som ingår i illustrationen är bara ett exempel då de skiljer mellan länder och över tid.

Källa: Egen illustration.

Det bör noteras att bankerna i princip endast agerar som en intermediär när centralbanken köper statsobligationer. De får visserligen utökade reserver hos centralbanken men samtidigt också ökade skulder via högre inlåning. Denna förändring innebär i sig inte att bankerna ökar sin utlåning till hushåll och företag eftersom de medel som bankerna har i reserver hos centralbanken inte kan användas för detta ändamål. I stället är det andra mekanismer som kan leda till att såväl bankernas utlåning som den ekonomiska utvecklingen påverkas. Det finns flera kanaler genom vilka detta kan ske. Två av de kanaler som oftast lyfts fram som de viktigaste är den s.k. portföljbalanskanalen och signaleringskanalen (se Figur 18.10).³⁹

- *Portföljbalanskanalen*: Denna kanal baseras på antagandet att tillgångar inte är perfekta substitut. Det innebär att när centralbanken köper statsobligationer av ekonomins aktörer ändras deras

³⁹ För en beskrivning av dessa och andra kanaler, se t.ex. Alsterlind m.fl. (2015), Andrade m.fl. (2016), Borio och Zabai (2016), De Graeve och Lindé (2015), Deutsche Bundesbank (2017), Haldane m.fl. (2016) och Potter (2017).

innehav av värdepapper. De antas då söka sig till andra, ofta mer riskabla, tillgångsslag (t.ex. företagsobligationer och aktier) vars avkastning faller via lägre löptids- och/eller riskpremier. Det kan medföra att efterfrågan i ekonomin stiger eftersom⁴⁰

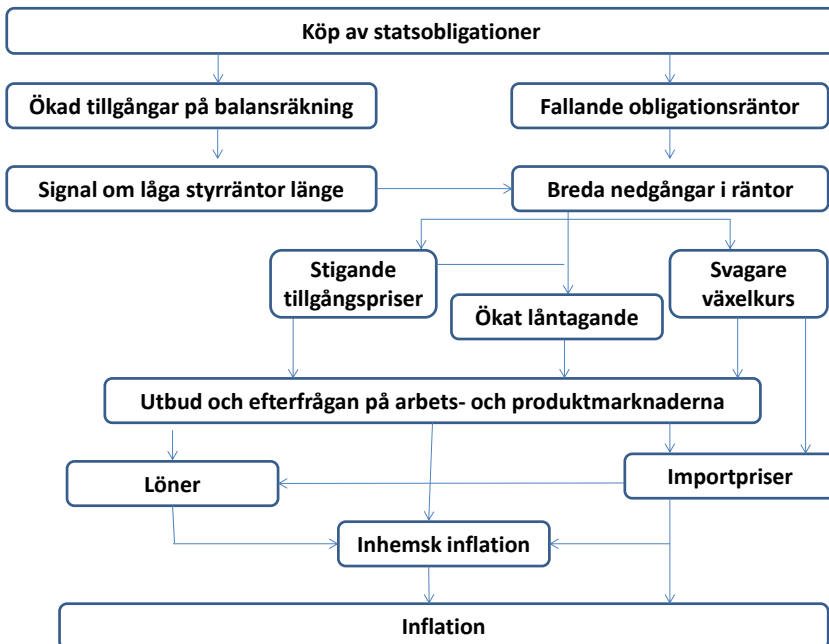
- företag kan finansiera investeringar till en lägre kostnad
 - generellt stigande tillgångspriser kan öka hushållens och företagens vilja att konsumera respektive investera
 - lägre räntor försvagar växelkursen vilket påverkar exporten positivt och importen negativt, och inflationen positivt.
- *Signaleringskanalen*: När räntan inte kan sänkas mer på grund av ett räntegolv kan centralbanken försöka göra penningpolitiken mer expansiv genom att utlova att räntan kommer att vara låg länge. Det kallas forward guidance och en sådan åtgärd är att publicera en prognos för styrräntan. När en centralbank köper statsobligationer kan det bidra till att dess kommunikation kring att räntorna ska vara låga länge blir mer trovärdig då investerare vanligtvis inte förväntar sig att styrräntorna kommer att höjas så länge obligationsköpen pågår.⁴¹

Även om de två nämnda kanalerna är svåra att särskilja empiriskt så påverkar den första främst löptids- och riskpremier medan den andra påverkar förväntningar om framtida styrräntor.

⁴⁰ Portföljbalanskanalen är som framgår i nästa avsnitt väldokumenterad i empiriska studier. Se Benigno, (2016), Gertler och Karadi (2013) och Woodford (2012) för teoretisk analys.

⁴¹ Se t.ex. Coeuré (2018) för en diskussion.

Figur 18.10 Transmissionsmekanism när en centralbank köper statsobligationer på andrahandsmarknaden



Källa: Deutsche Bundesbank (2017), återskapad och översatt.

18.5.2 Effekter på finansiella variabler och makroekonomisk utveckling

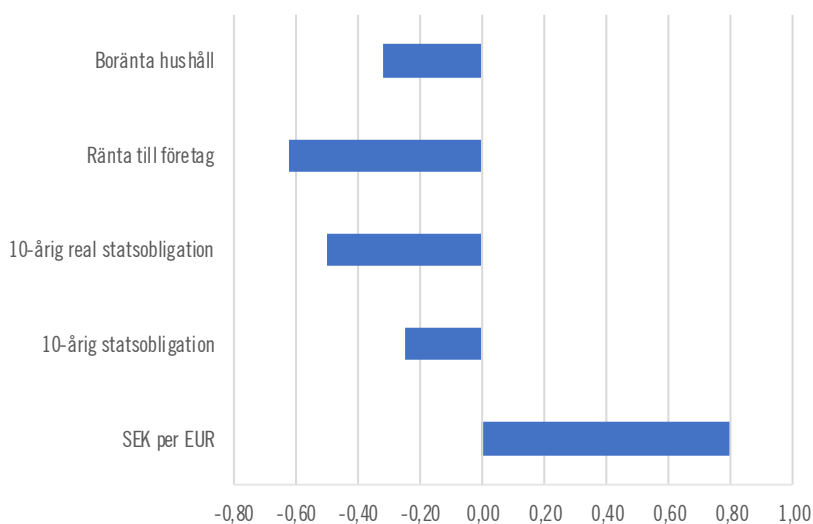
Som framgår i avsnitt 18.5.1 är syftet med köp av statsobligationer att i ett första steg påverka den *finansiella* utvecklingen (räntor, växelkurser och tillgångspriser) för att i nästa steg påverka den *nomi-nella* utvecklingen (inflation) samt den *realekonomiska* utvecklingen (produktion, sysselsättning). Många empiriska undersökningar har visat att den finansiella utvecklingen påverkas i önskad riktning av statsobligationsköp, dvs. olika räntor i de studerade ekonomierna faller, tillgångsvärden ökar och växelkurser försvagas.⁴²

⁴² För översikter, se Borio och Zabai (2016), Gagnon (2016), Haldane m.fl. (2016), Kuttner (2018) och Reza m.fl. (2015). En sammanställning av studier i Gagnon (2016) visar att en tio-procentig ökning av centralbankens tillgångar i förhållande till BNP minskar den tioåriga obligationsräntan med 0,5–1 procentenhet. Se De Rezende m.fl. (2015) och Riksbanken (2017a) för en beskrivning av de svenska erfarenheterna.

Det är dock svårt att isolera effekterna av centralbankens köp av statsobligationer. I Sverige och i omvärlden sammanföll obligationsköp med andra penningpolitiska åtgärder, bl.a. förändrade styrräntor och styrränteprogno­ser. I Figur 18.11 framgår en uppskattning av hur Riksbankens tillgångsköp 2015–2017 har påverkat olika räntor samt växelkursen mot euro. Det bör noteras att även om de s.k. annonseringseffekterna läses av under en mycket kort tidsperiod (någon timme) är effekterna bestående.⁴³

Figur 18.11 Totala annonseringseffekter på utvalda finansiella variabler, 2015–2017

Procentenheter (räntor) respektive procent (växelkurs)



Anm. Staplarna visar den sammanlagda effekten av annonseringarna, mätt som summan av förändringarna i respektive variabel under de dagar annonseringarna har gjorts. För utlåningsräntor till hushåll och företag är effekten beräknad som förändringen mellan januari 2015 och december 2016. Det positiva värdet för "SEK per EUR" innebär en försvagning av den svenska kronan.

Källa: Riksbanken (2017a), diagram 2.13 (återskapad).

⁴³ De uppskattade effekterna är i paritet med de som hittats i USA, se De Rezende m.fl. (2015) och referenser däri. Diez de los Rios och Shamloo (2017) använder också svenska data och drar slutsatsen att effekterna av Riksbankens köp av statsobligationer är små. De är dessutom svåra att särskilja, både från Riksbankens egna ränteförändringar och från globala förändringar i löptidspremier.

När det gäller effekter på inflationen och realekonomin kan två typer av studier särskiljas: modellbaserade beräkningar respektive empiriska uppskattningar. När det gäller modellbaserade beräkningar är effekterna på både inflationen och realekonomin positiva och större än enligt empiriska uppskattningar.⁴⁴

När det gäller empiriska uppskattningar av makroekonomiska effekter är kunskapsläget, relativt empiriska effekter på finansiella variabler ovan, mer osäkert. Det beror både på att antalet studier är färre och att svårigheterna är större när det gäller att identifiera eventuella effekter. Vidare skiljer ofta inte empiriska studier på huruvida tillgångsköpen består av privata eller offentliga tillgångar. Avsaknad av entydig empirisk evidens för positiva effekter av statsobligationsköp på inflationen eller realekonomin kan vid första anblick tyckas märkligt eftersom lägre räntor och svagare växelkurser (se Figur 18.11) vanligtvis påverkar den makroekonomiska utvecklingen positivt. En försvarande omständighet är att det är svårt att uppskatta makroekonomiska effekter med de begränsade empiriska erfarenheter som finns av stora tillgångsköp. En annan förklaring är att bankerna i många länder var svaga efter finanskrisen. Det kan ha bidragit till att de lägre räntorna längs avkastningskurvan endast resulterat i en begränsad ökning av utlåning till hushåll och företag.⁴⁵

Sammantaget är dock en rimlig tolkning av nuvarande kunskapsläge att de makroekonomiska effekterna av statsobligationsköp är positiva.⁴⁶ Det finns inga publicerade uppskattningar av makroekonomiska effekter av Riksbankens köp av statsobligationer.

18.5.3 Risker

Det finns två huvudsakliga risker som kan uppkomma när centralbanker köper statsobligationer. En risk rör hur statsobligationsköpen sammantaget kan påverka Riksbankens och därmed den samlade offentliga sektorns finansiella nettoställning.⁴⁷ Den andra risken rör hur centralbankens obligationsköp påverkar statsobligationsmark-

⁴⁴ Se t.ex. Andrade m.fl. (2016), Chen m.fl. (2012), Engen m.fl. (2015), Gertler och Karadi (2013), Kiley (2018) och Miles och Schanz (2014).

⁴⁵ Se Goodhart m.fl. (2016) för en analys.

⁴⁶ Se Borio och Zadaï (2016), De Graeve och Lindé (2015) och Haldane m.fl. (2016).

⁴⁷ Den finansiella nettoställningen avser skillnaden mellan finansiella tillgångar och skulder och kallas ibland finansiell nettoförmögenhet om den är positiv och nettoskuld om den är negativ.

nadens funktionssätt.⁴⁸ Som framgår i beskrivningen nedan är dessa risker inte oberoende av varandra. Försämras exempelvis obligationsmarknadens funktionssätt kan det innebära ökade upplåningskostnader för staten på sikt.

Statens och Riksbankens finansiella ställning

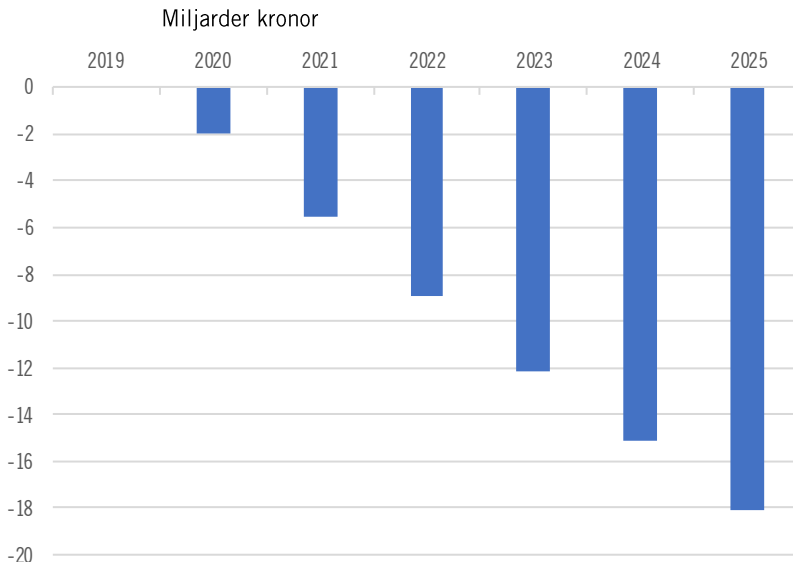
Den samlade offentliga sektorns finansiella ställning kan påverkas på flera olika sätt när centralbanker köper statsobligationer. Det finns dock ingen beräkning att tillgå som uppskattar den samlade effekten. I det följande fokuseras på några centrala faktorer som påverkar statens och Riksbankens finansiella ställning.

Som framgår i Figur 18.11 innebar Riksbankens statsobligationsköp att statsobligationsräntorna föll. Det blir därmed billigare för Riksgäldskontoret (dvs. staten) att låna. Vidare, som noterades i avsnitt 18.5.1, innebär Riksbankens köp av statsobligationer att den samlade offentliga sektorn byter långsiktig upplåning mot kortsiktig upplåning. Då avkastningskurvan i normalfallet har positiv lutning, dvs. att räntan på statsobligationer är högre än reporäntan, kan statsobligationsköpen ge en lägre upplåningskostnad för den samlade offentliga sektorn där staten och Riksbanken inkluderas.

När det innehav som Riksbanken byggt upp av penningpolitiska skäl avvecklas, exempelvis genom att obligationerna förfaller, påverkas Riksbankens resultat dessutom av hur reporäntan utvecklas i förhållande till vilken utveckling som låg i priset på statsobligationerna när de köptes. Om reporäntan stiger snabbare (långsammare) än förväntat ökar (minskar) kostnaden för Riksbanken. Detta förhållande illustreras med hjälp av ett räkneexempel i Figur 18.12. I exemplet antas reporäntan bli 0,5 procentenheter högre än förväntat 2020 respektive 1,0 procentenhet högre 2021–2025. Som framgår i figuren försämras Riksbankens resultat i ett sådant scenario ackumulerat med 18 miljarder kronor till 2025. Ett exempel där reporäntan blir lägre än väntat skulle leda till ett förbättrat resultat.

⁴⁸ En ytterligare risk är att penningpolitiska åtgärder, såsom obligationsköp, ökar tillgångs-
priser på ett sätt som kan hota den finansiella stabiliteten. Detta diskuteras inte i detta kapitel
utan i kapitel 17.

Figur 18.12 Riksbankens ackumulerade resultatutveckling vid oväntat högre reporänta, 2019–2025: ett räkneexempel



Anm. I exemplet antas att reporäntan oväntat blir 0,5 procentenheter högre 2020 respektive 1 procentenhet högre 2021–2025.

Källa: Beräkningar erhållna från Riksbanken.

Även om beräkningar likt dessa baseras på flera förenklade antaganden ger det en fingervisning om känsligheten för oväntade förändringar i reporäntan. Beräkningarna visar att medan statsobligationsköpen inte innebär någon kreditrisk för Riksbanken (till skillnad från köp av privata värdepapper, se avsnitt 18.8) är räntekänsligheten inte obetydlig. Det är dock viktigt att i detta sammanhang påpeka att en högre reporänta än vad som förväntades vid tidpunkten för statsobligationsköpen sannolikt beror på en starkare utveckling av inflation och realekonomi, bl.a. just tack vare statsobligationsköpen. En starkare makroekonomisk utveckling ger ökade skatteintäkter vilka måste beaktas i en bedömning av hur den samlade offentliga sektorns finansiella ställning påverkas.⁴⁹

⁴⁹ De sammanlagda effekterna på de offentliga finanserna påverkas också av den ekonomiska utvecklingen genom att en stor andel av de statliga utgifterna följer löne- respektive inflationsutvecklingen.

Sammantaget kan konstateras att effekten på den samlade offentliga sektorns finansiella ställning av Riksbankens obligationsköp beror på flera osäkra faktorer och det finns ingen uppskattning av de samlade offentligfinansiella effekterna. Det är dock viktigt att konstatera att även om Riksbanken kan göra en förlust på obligationsköpen så kan den samlade offentliga sektorn göra en vinst genom att en starkare makroekonomisk utveckling (framför allt) ger ökade skatteinkomster.

De finansiella marknadernas funktionssätt

Inledningsvis kan konstateras att en väl fungerande statsobligationsmarknad är viktig för att mer varaktigt uppnå målet för statsskuldsköperförvaltningen, som enligt 5 kap. 5 § budgetlagen (2011:203) är att långsiktigt minimera kostnaden för skulden med beaktande av risk.

En väl fungerande statsobligationsmarknad är vidare viktig för de finansiella marknaderna då statsobligationer används som säkerhet i många transaktioner. De används också för att uppfylla de regelverk som kräver att banker och försäkringsbolag ska hålla säkra och likvida tillgångar. Om en centralbank köper upp en stor andel av tillgängliga statspapper kan det påverka de finansiella marknadernas funktionssätt negativt.⁵⁰ Det behöver dock inte vara problematiskt i det ramverk som föreligger i Sverige. När Riksbanken köper statsobligationer ökar som framgick ovan bankernas reserver i centralbanken. Dessa placeras bl.a. i s.k. riksbankscertifikat vilka både är fritt överlåtelsebara och ingår som en av de likvida tillgångar banker kan använda för att uppfylla regelverkens krav.

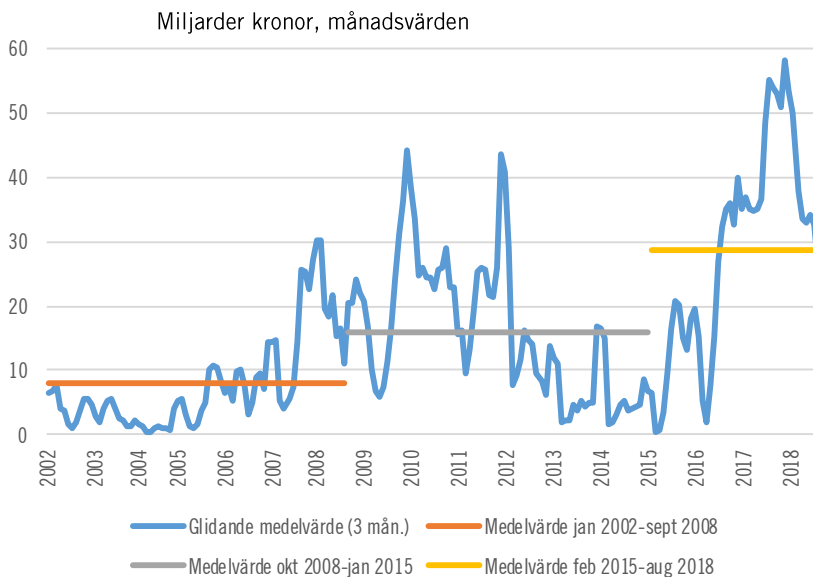
Centralbankens agerande syftar till att minska den tillgängliga volymen och därmed pressa upp priset (dvs. pressa ned räntan). Den minskade volymen kan dock leda till stigande likviditetspremier och därmed delvis motverka den nedgång i statsobligationsräntor som Riksbankens köp syftar till. Som framgår nedan har Riksgäldskontorets utlåningsfacilitet av statsobligationer bidragit till att volymen statsobligationer inte minskat i linje med Riksbankens köp.

Enligt uppgifter från Riksbanken hade Riksbanken per den 3 oktober 2018 köpt 41 procent av den totala obligationsstocken fördelat på 46 procent av de nominella statsobligationerna och 23 procent av

⁵⁰ Se t.ex. Reza m.fl. (2015) och referenser däri för internationella erfarenheter.

de reala statsobligationerna. Då Riksbanken innehar en stor andel av obligationsstocken minskar tillgänglig volym på marknaden – det är genom att skapa denna brist priset stiger och räntorna faller på obligationerna. Riksgäldskontoret har dock en facilitet för utlåning av statsobligationer och kan bistå med den efterfrågade kvantiteten som marknaden önskar. Den faciliteten har använts i större utsträckning än tidigare sedan Riksbankens statsobligationsköp inleddes (se Figur 18.13).⁵¹ Samtidigt innebär detta att Riksgäldskontoret lånar mer än vad som behövs för att täcka statens utgifter och att statskulden därigenom blir större än den annars hade varit.

Figur 18.13 Riksgäldskontorets utlåning av statsobligationer, 2002–2018



Källa: Uppgifter erhållna från Riksgäldskontoret.

⁵¹ Detta är inte något som marknadsaktörerna föredrar eftersom det är extra kostsamt för dem. Räntan som marknadsaktörer får på lån till Riksgäldskontoret för att i sin tur få låna en statsobligation är 0,4 procentenheter lägre än reporäntan.

Den upplevda likviditetssituationen⁵² på obligationsmarknaden mäts i enkätundersökningar. Riksgäldskontoret gör årligen en undersökning av hur svenska och internationella investerare samt återförsäljare uppfattar likviditeten på statsobligationsmarknaden. I Figur 18.14 syns en försämring i bedömningen av obligationsmarknadens likviditet. Försämringen sammanföll enligt "Återförsäljarna" med Riksbankens obligationsköp 2015 och har fortsatt 2016–2017. När det gäller svenska och internationella investerare så skedde en viss försämring redan 2014, dvs. innan Riksbankens köp inleddes. Försämringen har därefter fortsatt och aktörernas bedömning 2017 är på en lägre nivå än innan köpen började.

Att det blev en försämring i och med Riksbankens obligationsköp framkommer också av Riksbankens egen undersökning,⁵³ se Figur 18.15. Där har andelen som svarar alternativ "2", som ligger mellan alternativen "Dåligt" och "Godkänd", ökat betydligt med början första halvåret 2015.

Enkätundersökningar indikerar alltså att likviditeten på obligationsmarknaden har försämrats de senaste fem åren. Det är dock svårt att bedöma hur stor del av denna försämring som beror på Riksbankens obligationsköp. Det beror på att även nya bankregleringar har införts samtidigt vilka också sannolikt har effekt på hur likviditeten upplevs på obligationsmarknaden och därmed påverkar hur marknadsaktörerna svarar i enkäterna.⁵⁴ En indikation på att effekten av nya bankregleringar kan spela in framgår av Figur 18.16 som visar aktörernas bedömning av likviditeten för både statsobligationer (som Riksbanken köpte) och säkerställda obligationer (som Riksbanken inte köpte). Eftersom den upplevda likviditeten i båda tillgångsslagen minskade märkbart 2015–2017 är det sannolikt att nya

⁵² Begreppet "likviditet" kan ha olika innebörd beroende på i vilket sammanhang det används. I Riksgäldskontorets enkätundersökning som framgår i Figur 18.14 svarar respondenterna på upplevd likviditet med avseende på hur enkelt det är att omsätta en viss *volym* nominella statsobligationer. Riksgäldskontoret mäter även upplevd likviditet med avseende på s.k. *spread*. I Riksbankens undersökning som framgår i Figur 18.15 och Figur 18.16 svarar respondenterna på frågan "Vilken är din syn på likviditeten för statsobligationer det senaste halvåret?" (utan att "likviditet" definieras för respondenterna).

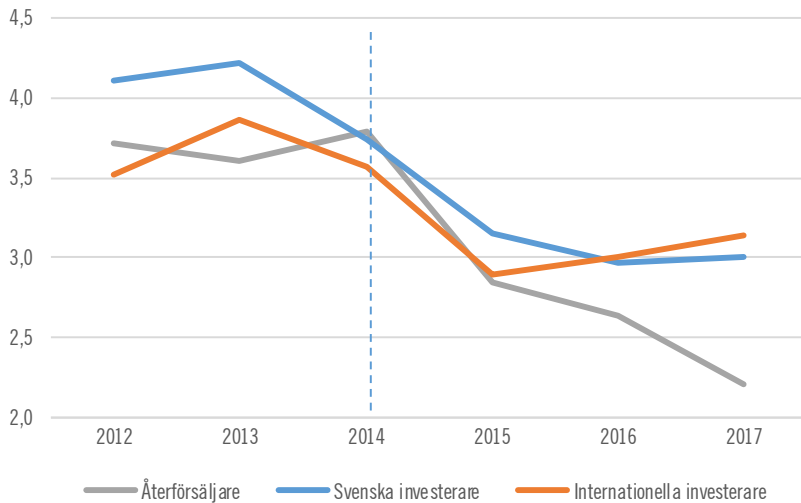
⁵³ Se Riksbanken (2017b).

⁵⁴ Marknadsaktörer framhåller att flera regleringar har påverkat likviditeten negativt. Det gäller bl.a. Europaparlamentets och rådets direktiv om *marknader för finansiella instrument* (se remissvar från Svenska Fondhandlareföreningen, 2011). Även Baselkommitténs två förslag om *stabil nettofinansieringskvot* (Net Stable Funding Ratio, se Niemeyer, 2016) samt *FRTB* (Fundamental Review of the Trading Book, se BIS, 2013) har enligt marknadsaktörer haft en negativ effekt på marknadens likviditet (det är dock oklart om de med likviditet här avser volym, spread eller någon annan indikator).

regleringar som genomfördes också var en faktor som påverkade. Samtidigt kan noteras att den relativa försämringen i den upplevda likviditeten är större för statsobligationer.

Figur 18.14 Bedömning av likviditeten i statsobligationer, 2012–2017

Bedömning av volym. Skala 1–5 (där 5 är högsta betyg)

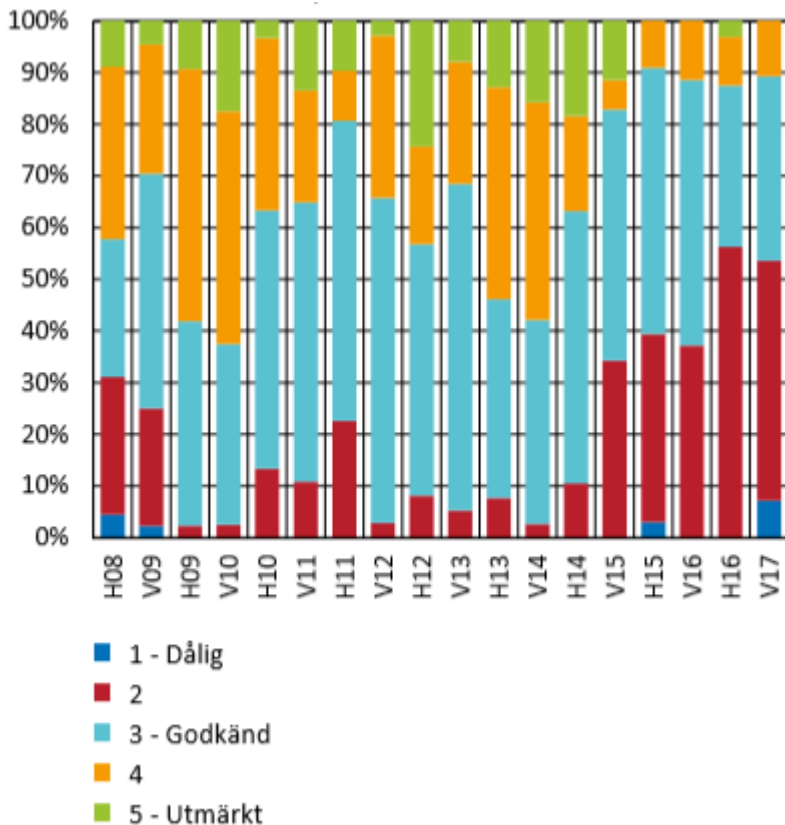


Anm. Riksbankens köp inleddes i februari 2015. Den vertikala linjen avser att avskilja svar före och efter Riksbankens köp, dvs. 2014 och tidigare respektive 2015 och senare.

Källa: Uppgifter erhållna från Riksgäldskontoret.

Figur 18.15 Bedömning av likviditeten i statsobligationer, 2008–2017

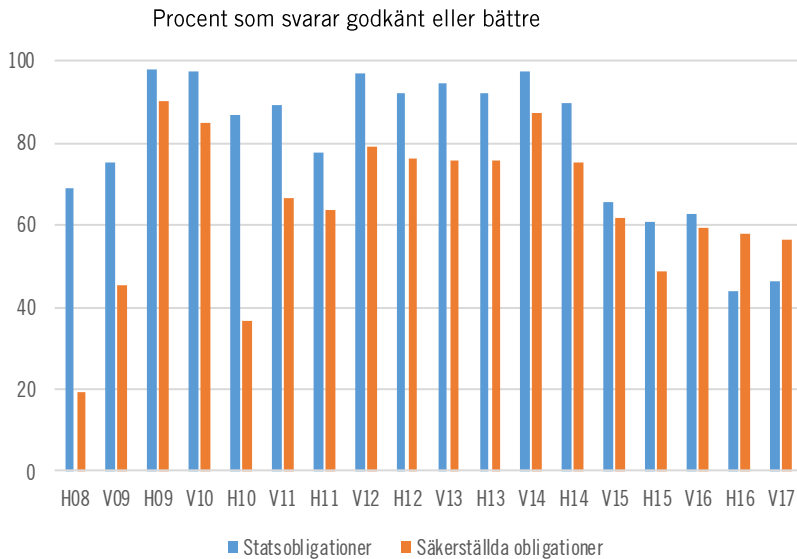
Procent av svaren



Anm. Frågan som ställs till aktörer på svensk ränte- och valutamarknad är: "Vilken är din syn på likviditeten för statsobligationer det senaste halvåret?"

Källa: Riksbanken (2017b), diagram A1.

Figur 18.16 Bedömning av likviditeten i statsobligationer och säkerställda obligationer, 2008–2017



Anm. Frågan som ställs till aktörer på svensk ränte- och valutamarknad är: "Vilken är din syn på likviditeten för statsobligationer/säkerställda obligationer det senaste halvåret?"

Källa: Uppgifter erhållna från Riksbanken.

En stor aktör som Riksbanken kan påverka prissättningen på ett oförutsägbart sätt vilket ökar osäkerheten för investerare.⁵⁵ Ökad prisosäkerhet riskerar få effekten att investerare försvinner från marknaden. Det kan innebära att kostnaden för att finansiera statsskulden framöver ökar. Sedan Riksbanken började köpa statsobligationer har många internationella investerare lämnat denna marknad.⁵⁶ Det kan på sikt vara problematiskt då Riksgäldskontoret är beroende av en väl fungerande marknad i syfte att uppnå statens målsättning om att minimera kostnaden för statsskulden.

⁵⁵ Enligt flera marknadsaktörer har Riksbanken ibland haft en icke oproblematisk prispåverkan på marknaden för realränteobligationer där likviditeten är mindre än marknaden för nominella obligationer. Det kan noteras att även oväntade förändringar i styrräntor kan påverka prissättningen på ett oförutsägbart sätt.

⁵⁶ När Riksbanken ökar sin andel behöver med nödvändighet andra aktörers andel sammantaget minska. När det gäller utländska investerare kan det konstateras att åren innan obligationsköpen inleddes ökade andelen utländska investerare från cirka 39 procent (2012) till cirka 53 procent (2014). År 2017 var denna siffra cirka 29 procent (SCB, Finansräkenskaperna).

18.5.4 Rättsliga förutsättningar

Bestämmelserna i riksbankslagen ger Riksbanken rätt att köpa statsobligationer i penningpolitiskt syfte. Sådana köp omfattas nämligen av bestämmelsen om köp m.m. av värdepapper i 6 kap. 5 § första stycket 2 riksbankslagen. Köp på förstahandsmarknaden (genom bud på Riksgäldskontorets auktioner) är dock inte tillåtna eftersom Riksbanken sedan den 1 januari 1999 inte får bevilja kredit till eller förvärva skuldförbindelse direkt från staten (8 kap. 1 § tredje stycket riksbankslagen). Denna bestämmelse genomför det unionsrättsliga förbudet mot köp av statspapper direkt från staten, monetär finansiering, som gäller även för Sveriges del (se också kommitténs förslag till förtydligande av förbudet mot monetär finansiering i avsnitt 13.7). Enligt detta förbud får de nationella centralbankerna m.fl. inte köpa skuldförbindelser direkt från offentliga organ (artikel 123 i EUF-fördraget). Mot den bakgrunden kan endast köp på andrahandsmarknaden komma i fråga.

Köp på andrahandsmarknaden är dock tillåtna enligt unionsrätten, i vart fall under vissa förutsättningar (se vidare nedan). Det finns sammantaget inget rättsligt hinder mot att ta in en befogenhet att köpa statspapper på andrahandsmarknaden även i den nya riksbankslagen.

Den unionsrättsliga proportionalitetsprincipen innebär att ECB inte får köpa en alltför stor andel av euroområdet statsobligationer, även om det sker på andrahandsmarknaden (dom den 11 december 2018 i mål C-493/17, Weiss m.fl.). Skälen till detta är bl.a. förlustrisker till följd av utebliven betalning (emittentrisk).

Vidare innebär EU-domstolens tolkning av artikel 123 i EUF-fördraget två begränsningar för ECBS vid köp av obligationer som utfärdats av myndigheter och offentligrättsliga organ i unionen och medlemsstaterna (se bl.a. domen den 11 december 2018 i mål C-493/17, Weiss m.fl., punkterna 105–107). Dessa begränsningar är av betydelse även för Sveriges del, eftersom artikel 123 gäller även för medlemsstater med undantag. Eurosystemet får för det första inte förvärva statsobligationer på andrahandsmarknaderna på ett sådant sätt att dess agerande i praktiken skulle få en verkan som motsvarar den av ett förvärv av statsobligationer direkt från medlemsstaternas myndigheter eller andra offentligrättsliga organ (domen den 16 juni 2015 i mål C-62/14, Gauweiler m.fl., punkt 97). För det andra måste

Eurosystemet kringgärda sina interventioner med garantier som är tillräckliga för att interventionerna ska vara förenliga med det förbud mot monetär finansiering som följer av artikel 123 EUF-fördraget genom att säkerställa att programmet inte frångår de berörda medlemsstaterna incitament att bedriva en sådan sund finanspolitik som denna bestämmelse syftar till att främja (samma dom, punkterna 100–102 och 109).

I det beslut som prövades i rättsfallet gällde en begränsning så tillvida att Eurosystemets centralbanker inte får inneha mer än 33 procent av en enskild emission avseende obligationer emitterade av staten i en medlemsstat eller 33 procent av utestående värdepapper som emitterats av dess myndigheter. Eurosystemet fick således varken förvärva samtliga obligationer som emitterats av en offentlig utgivare eller förvärva en hel emission av dessa obligationer. Efter en helhetsbedömning kom domstolen fram till att de innehavs- begränsningar som gällde för Eurosystemet var tillräckliga för att någon konflikt med artikel 123 inte skulle anses föreligga.

För Riksbanken finns det skäl att beakta denna rättspraxis. Riksbanken bör således undvika att köpa en alltför stor del av ett enskilt lån svenska statspapper eller att inneha en alltför stor andel av den totala mängden utestående statspapper. Detta eftersom artikel 123 gäller även för medlemsstater med undantag och med tanke på att den bör tolkas i ljuset av EU-domstolens rättspraxis.

18.6 Krediter till okonventionella villkor

I normala tider använder Riksbanken, liksom andra centralbanker, olika typer av krediter mot betryggande säkerheter och inlåning för att på dags- och veckobasis implementera penningpolitiken, dvs. etablera dagslåneräntan i nivå med styrräntan.⁵⁷ Principiellt kan centralbanker variera även andra villkor för sina krediter än räntan, bl.a. genom att justera säkerhetskrav, motparter, volym och löptid. Vad som är att betrakta som villkor som gäller under normala omständigheter och s.k. okonventionella villkor går inte att med någon exakthet fastställa, bl.a. då villkoren, i de dimensioner som nämns ovan, kan variera utmed en glidande skala.

⁵⁷ Se avsnitt 14.5.3 för en beskrivning.

Det finns två huvudsakliga skäl till att diskutera vilka typer av kreditvillkor som bör ingå bland Riksbankens penningpolitiska befogenheter. Det första skälet är att identifiera förekomsten av s.k. *kreditpolitik*. Med detta begrepp avses att centralbanker styr bankernas kreditgivning genom att exempelvis villkora sina krediter till bankerna med att de lånar ut till specifika ändamål. Riksbanken bedrev kreditpolitik under 1950- och 1960-talen då de implementerade de politiska ambitionerna att styra kreditgivningen.⁵⁸ Det andra skälet till att diskutera kreditvillkor inom ramen för penningpolitiken är att särskilja dessa från de krediter som ges inom ramen för Riksbankens uppgift att bidra till ett stabilt och effektivt finansiellt system.⁵⁹

I syfte att belysa frågeställningen om vilka kreditvillkor som bör övervägas ingå inom penningpolitiken beskrivs nedan två typer av kreditfaciliteter som användes av centralbanker efter finanskrisens akuta fas.

18.6.1 Krediter till fast ränta med långa löptider

Som framgår i avsnitt 18.5.1 är en åtgärd för att påverka penningpolitikens expansivitet s.k. *forward guidance*, dvs. att på olika sätt signalera vilken styrräntenivå som kommer att gälla framöver (den s.k. förväntningskanalen inom transmissionsmekanismen⁶⁰). En vanlig form av *forward guidance* är att som Riksbanken publicera en flerårig prognos för styrräntan. En annan metod som användes av bl.a. ECB efter finanskrisens akuta fas var att i penningpolitiskt syfte erbjuda lån på längre löptider till en fast ränta som sammanfaller med nivån på styrräntan.⁶¹ Det ger en signal om att styrräntan kommer vara låg under lånets löptid vilket verkar för att pressa ned räntor på längre löptider. ECB erbjöd sådana krediter under decenniet som följde efter finanskrisen – så sent som 2019 beslutades om ytterligare

⁵⁸ Se avsnitt 5.3.4. Se även Reis (2019).

⁵⁹ Se avsnitt 25.2 för en analys av hur kreditfaciliteter som främjar målen inom penningpolitiken respektive arbetet med finansiell stabilitet kan skiljas åt. Skälen till varför det är lämpligt framgår i avsnitt 13.4.

⁶⁰ Se avsnitt 14.5.2.

⁶¹ Detta är en skillnad mot krediter som erbjuds i likviditetsstödande syfte då räntan på de sistnämnda vanligen överstiger styrräntan (s.k. straffränta), se avsnitt 22.7.1.

ett kreditprogram med tvååriga lån.⁶² Även Riksbanken använde s.k. fasträntelån (på 12 månader) vilka introducerades i juli 2009. Syftet med dessa var uttalat penningpolitiskt⁶³ men Riksbanken valde, till skillnad från ECB, en ränta som var 0,15 procentenheter över styrräntan.

18.6.2 Villkorade krediter

I normalfallet erbjuder centralbanker krediter till sina motparter utan att ställa några villkor utöver betryggande säkerheter (eller motsvarande begrepp). Centralbanken påverkar då bankernas kreditgivning indirekt genom att styrränteförändringar, via marknadsmekanismer, leder till förändringar i räntor som ekonomins aktörer möter vilket, i normalfallet, påverkar deras benägenhet att efterfråga lån.

Det finns dock exempel på då centralbanker använder villkor som syftar till att på ett mer direkt sätt styra kreditallokeringen i ekonomin (jfr *kreditpolitik* ovan). Två exempel på sådana villkorade kreditfaciliteter är vissa av de s.k. *Funding-for-Lending-Scheme* (FLS) som Bank of England och ECB introducerade ett antal år efter finanskrisens akuta skede.⁶⁴ Detaljerna i utformningen av dessa kreditfaciliteter skiljde sig lite åt (se nedan) men en gemensam nämnare var den samma – centralbanken erbjöd krediter på längre tidshorisonter (upp till fyra år) till förmånligare räntor än marknadsräntorna bankerna emellan.

Det första FLS som Bank of England genomförde 2012 innebar att banker som ökade sin utlåning till hushåll och företag fick låna till en ränta på 0,25 procent upp till fyra år samtidigt som den viktigaste styrräntan (*Bank rate*) var 0,5 procent. Det fanns dock inga villkor när det gäller till vem eller vilka verksamheter bankerna i sin tur lånade ut till. Därmed innebar denna FLS inte att Bank of England styrde kreditallokeringen utan endast skapade incitament att låna ut mer. När sedan ytterligare FLS introducerades 2013 inkluderade Bank of England villkor som blev styrande för kreditallokeringen.

⁶² För en beskrivning av LTRO (Long Term Refinancing Operations), se https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html. För en beskrivning av TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operations), se <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>.

⁶³ Se Elmér m.fl. (2012) och Riksbanken (2009).

⁶⁴ För Storbritannien, se Bank of England (2019) för en teknisk beskrivning och Havrylchik (2016) för en ekonomisk beskrivning. För euroområdet, se <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>.

I ett första steg premierades ökad utlåning till små- och medelstora företag (SME) mer generöst jämfört med lån till hushåll respektive stora företag när det gällde tillgången till de förmånliga lånen från centralbanken. I ett andra steg undantogs lån till hushåll från FLS så att endast lån till (framför allt) SMEs och stora företag premierades.

Motsvarande FLS inom euroområdet heter TLTRO (Targeted Long-Term Refinancing Operations) och har förekommit i tre varianter 2014, 2016 och 2019 (TLTRO I, II och III). Likt Bank of Englands kreditfacilitet kopplades storleken på ECB:s förmånliga lån till bankernas utlåning. Räntan på lånen var i allmänhet samma som styrräntan vid s.k. Main Refinancing Operations men kunde uppgå till den lägre s.k. depositräntan om en bank ökade utlåningen i tillräcklig omfattning. I likhet med den andra fasen i Bank of Englands FLS begränsade ECB sin utlåning genom att inte inkludera lån till hushåll för bostadsköp som grund att få ta del av kreditprogrammet. På detta sätt påverkade alltså ECB kreditallokeringen i ekonomin.⁶⁵ Det finns inga regler om centralbanker och kreditallokering i unionsrätten.

18.7 Valutainterventioner

Att centralbanker intervenerar på valutamarknaden är inte ovanligt i ett historiskt perspektiv, både i länder med fast och flytande växelkurs. Det är dock inte valutainterventioner i syftet att påverka valutakurser i sig som avses i detta avsnitt utan interventioner som ett medel för centralbanken att nå sitt inflationsmål.

En centralbank kan betrakta växelkursen som för svag eller för stark ur ett penningpolitiskt perspektiv. Om växelkursen upplevs för svag och ge för hög importerad inflation kan centralbanken försöka öka värdet på den egna valutan genom att sälja utländsk valuta och köpa inhemska tillgångar. Detta kan dock endast ske i begränsad omfattning eftersom valutaservan är begränsad. Ett betydligt kraftigare instrument är därför att via höjd styrränta stärka växelkursen. Denna strategi har dessutom principiellt ingen begränsning då det inte finns något ”tak” för styrräntan. Dock kan realekonomin påverkas mycket negativt vid höga räntor.

⁶⁵ Det kan noteras att centralbanker även kan påverka bankernas kreditgivning till bostadsköp genom att utforma säkerhetskraven för krediter på ett sådant sätt att bostadsobligationer missgynnas (eller gynnas).

Om växelkursen i stället upplevs för stark och bidrar till att inflationen är för låg kan centralbanken köpa utländsk valuta och betala genom att skapa nya centralbankspengar. Det sänker värdet på den egna valutan och kan bidra till att öka den ekonomiska aktiviteten och inflationstakten i ekonomin. Eftersom det inte finns någon gräns för hur mycket centralbankspengar som kan skapas är detta en verkningsfull metod att försvaga växelkursen.⁶⁶

Valutainterventioner i syfte att försvaga växelkursen har varit aktuella efter finanskrisen i länder där det effektiva golvet nåddes för styrräntorna och växelkursen pressades uppåt. Så skedde i Japan och Schweiz. Nya Zeeland och Tjeckien använde också valutainterventioner dock utan att räntegolvet hade nåtts. Även Danmark intervenserade i valutamarknaden, men i det fallet för att upprätthålla den fasta växelkursen mot euron.

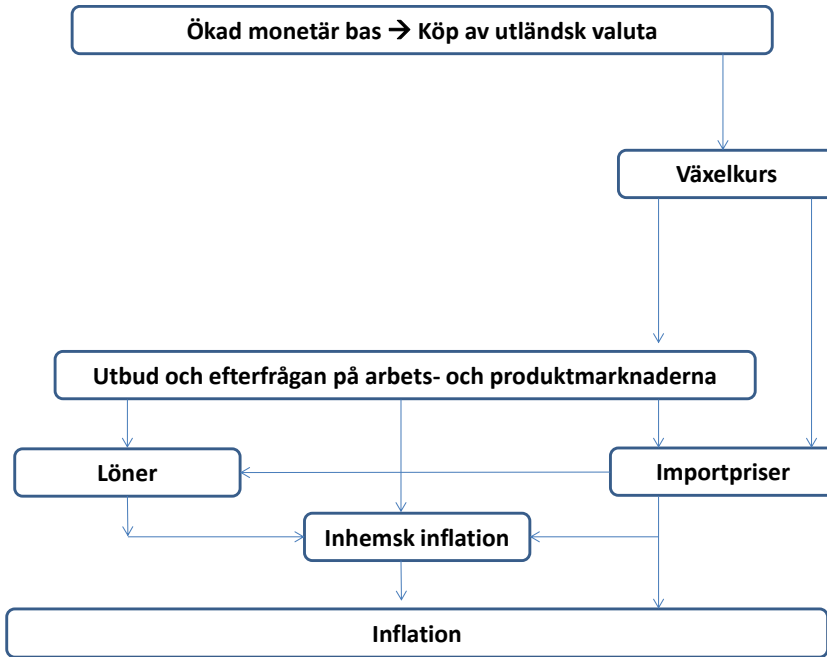
Nedan följer en analys av hur valutainterventioner påverkar växelkursen och makroekonomin, samt vilka risker som finns för centralbankens balansräkning. De rättsliga aspekterna av valutainterventioner diskuteras i avsnitt 18.7.3.

18.7.1 Effekter på reala och finansiella variabler

När en centralbank köper utländsk valuta och betalar genom att skapa nya centralbankspengar ökar centralbankens balansomsättning genom att valutareserven ökar på tillgångssidan och bankernas inlåning (reserver) ökar på skuldsidan. Eftersom tillgången på den egna valutan är obegränsad kan centralbanken i princip uppnå en önskad försvagning av växelkursen. Transmissionsmekanismen blir därför delvis samma som vid en sänkning av styrräntan – den försvagade valutan ger bl.a. högre importpriser och starkare nettoexport, se Figur 18.17.

⁶⁶ Se Svensson (2003).

Figur 18.17 Transmissionsmekanism vid icke-steriliserad valutaintervention: exempel med ökad valutareserv



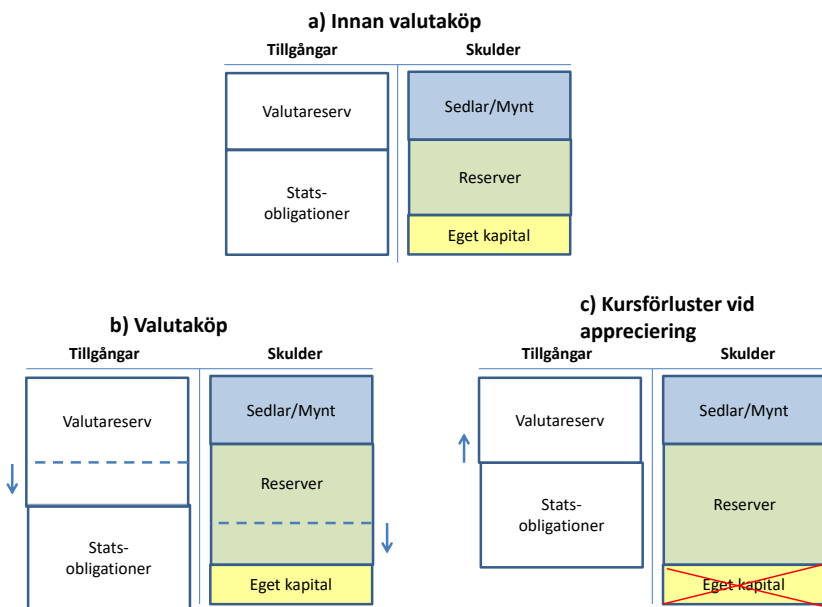
Källa: Egen illustration.

Även om en valutaintervention i form av köp av utländsk valuta sänker nivån på valutakursen och relativt snabbt ger högre importpriser riskerar effekten på inflationen att bli kortvarig. En lägre nivå på växelkursen, t.ex. 10 procent, kan på sikt förutsättas ge en 10 procent högre nivå på importerade priser. Det ger en kortvarig uppgång i den importerade inflationen och därmed i den sammanlagda inflationstakten samtidigt som utvecklingen av nettoexporten gynnas. För att inflationstakten ska öka varaktigt från ett läge då den är för låg (säg från 1 procent till 2 procent) krävs att den tillfälligt högre ökningstakten i priser på importerade varor och den högre nettoexporten mer varaktigt påverkar ökningstakten i priser på icke-importerade varor och tjänster. En förutsättning för att så ska ske är att inflationsförväntningarna utvecklas på ett sådant sätt att framtida pris- och lönesättningsbeslut blir förenliga med centralbankens inflationsmål.

18.7.2 Risker

När valutareserven utökas och betalning sker genom att skapa nya centralbankspengar växer som noteras ovan centralbankens balansomslutning. Det innebär en ökad risk för centralbankens resultat och därmed utvecklingen av det egna kapitalet.⁶⁷ Om en uppbyggnad av valutareserven följs av en förstärkning av den egna valutan kommer centralbanken att göra kursförluster. I den förenklade illustrationen i Figur 18.18 visas hur det egna kapitalet påverkas när valutaförluster realiseras och minskar det egna kapitalet.

Figur 18.18 Centralbankens balansräkning vid kursförluster på valutareserven



Anm. Exempel med ökad valutareserv. Eventuell reglering via värde regleringskonton beaktas ej. Proportionerna mellan de delar som ingår i illustrationen är bara ett exempel då de skiljer mellan länder och över tid.

Källa: Egen illustration.

Erfarenheten från Schweiz avseende valutainterventioner under perioden efter finanskrisen kan användas som en illustration av att valutareserven kan behöva öka kraftigt för att uppnå en önskad, försvagad, valutakurs. Den schweiziska valutan betraktades som en trygg valuta

⁶⁷ Reis (2013) och Sims (2016).

(eng. *safe haven*) jämfört med euron i det osäkra läget som förelåg 2011 vilket bidrog till en förstärkning av den schweiziska valutan (se Figur 18.19). Det riskerade att ge för låg inflation och påverka nettoexporten negativt. Den schweiziska centralbanken beslöt därför den 6 september 2011 att köpa utländsk valuta för att upprätthålla en valutakurs på 1,2 schweiziska franc per euro.

Det visade sig krävas mycket stora köp av utländsk valuta för att hålla växelkursen på den målsatta nivån. Valutareserven steg kraftigt som andel av BNP, från knappt 40 procent 2010 till över 90 procent 2015 (se Figur 18.20). Centralbankens strategi upprätthölls fram till den 15 januari 2015 då ambitionen att hålla kursen på 1,2 schweiziska franc/euro övergavs.⁶⁸ Det fick till följd att den schweiziska valutan omedelbart stärktes till cirka 1,1 franc/euro. Under åren med valutainterventioner ökade därmed valutareserven med över 50 procent av BNP och när interventionerna övergavs förstärktes den inhemska valutan med cirka 10 procent. En överslagsberäkning av värdeförändringen på den del av valutareserven som byggdes upp under valutainterventionerna innebär därmed en värdeförsämring på $0,5 \cdot 0,1 \cdot \text{BNP} = 0,05 \cdot \text{BNP}$, dvs. fem procent av BNP.

⁶⁸ Det var flera orsaker till att strategin övergavs. En var att valutareserven snabbt blev mycket stor. Detta i kombination med att ECB planerade stora tillgångsköp, vilka skulle försvaga euron, innebar att valutareserven riskerade att fortsätta att öka kraftigt. Det fanns också, om än sannolikt ogrundad, rädsla bland folket att inflationen skulle rusa i höjden. Kantonerna, som äger centralbanken, var å sin sida rädda för att centralbankens årliga utdelning till dem skulle minska.

Figur 18.19 Schweiziska francens växelkurs mot euron, 2007–2017

Schweiziska franc per euro

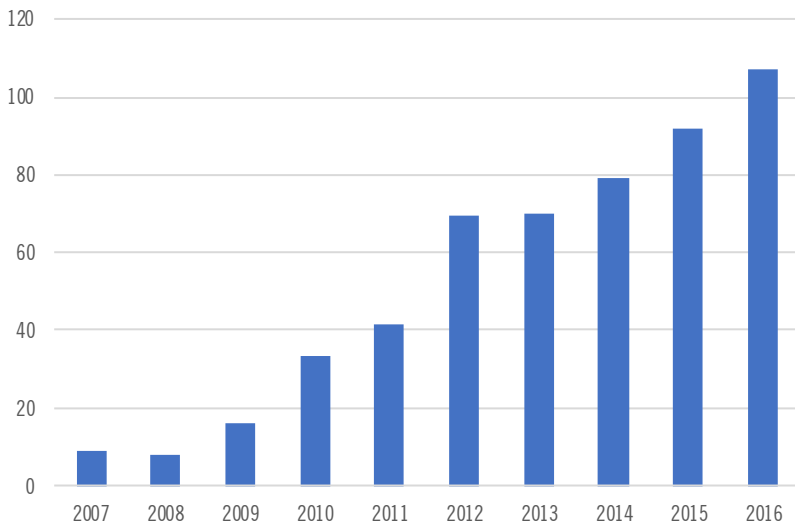


Anm. Ett lägre värde innebär en förstärkning av den schweiziska francen.

Källa: Schweiz centralbanks statistikdatabas (data.snb.ch).

Figur 18.20 Schweiziska centralbankens valutareserv, 2007–2016

Procent av BNP



Källa: Schweiz centralbanks statistikdatabas (data.snb.ch).

Slutligen bör risken för motåtgärder i samband med valutainterventioner noteras. I princip alla penningpolitiska instrument, både ränte- och balansräkningsbaserade, har effekter på växelkursen. Det beror på att åtgärderna påverkar räntor på olika horisonter vilket får direkta återverkningar på växelkursen. Utifrån detta perspektiv är valuta-interventioner inte annorlunda – valutakursen påverkas i ett penningpolitiskt syfte dock med valutan som direkt medel i stället för styr-räntan.⁶⁹ Det finns dock en risk att denna åtgärd tolkas som en s.k. konkurrensdevalvering (eng. *beggar-thy-neighbour policy*). Andra länder kan därför svara med samma mynt, dvs. vidta samma typ av valuta-interventioner.⁷⁰

18.7.3 Rättsliga förutsättningar

Valutainterventioner av nu aktuellt slag är ett medel för centralbanken att nå sitt prisstabilitetsmål. Det kan t.ex. röra sig om att föra en mer expansiv penningpolitik och därigenom att öka den ekonomiska aktiviteten och inflationstakten i ekonomin genom att försvaga växelkursen.

I avsnitt 18.2.1 berörs gällande svensk rätt vad gäller valutainterventioner. Det finns dock även unionsrättsliga aspekter på sådana interventioner. Medlemsstater med undantag ska nämligen behandla sin valutapolitik som en fråga av gemensamt intresse (artikel 142 första meningen i EUF-fördraget). Avsikten med bestämmelsen torde i huvudsak vara att valutapolitiska åtgärder inte får vidtas i syfte att skaffa sig konkurrensfördelar på bekostnad av andra medlemsstater och på så sätt motverka den ekonomiska utvecklingen i dessa medlemsstater.

I förarbetena till bestämmelserna i svensk rätt om ansvaret för valutapolitiken har regeringen anfört att kravet på hänsyn till det gemensamma intresset uppfylls genom Sveriges nuvarande penningpolitiska regim med ett inflationsmål och rörlig växelkurs (prop. 1997/98:40 s. 56). Regeringen anförde också att ett annat sätt att uppfylla åtagandet är att delta i ERM2.

⁶⁹ Svensson (2009).

⁷⁰ Andra möjliga motåtgärder är olika typer av handelshinder.

För kommitténs del framstår det inte som helt klart vilka gränser som kravet på hänsyn till det gemensamma intresset innebär i praktiken för användningen av valutainterventioner. Vid tillämpningen av valutapolitiken ska medlemsstaterna med undantag ta hänsyn till erfarenheterna från samarbetet inom ramen för växelkursmekanismen (artikel 142 andra meningen i EUF-fördraget). Den mekanism som avses är ERM2. Sverige deltar inte i ERM2.⁷¹ Sammantaget finns det inte någon regel i unionsrätten som utesluter att Riksbanken genomför valutainterventioner, även om hänsynen till det gemensamma intresset i vissa fall kan innebära en restriktion för omfattningen och storleken på sådana interventioner där t.ex. euro utgör den andra delen av transaktionen.

18.8 Köp av privata värdepapper

I avsnitt 18.5 analyseras hur en centralbank kan påverka den makroekonomiska utvecklingen och inflationstakten med köp av statsobligationer. I detta avsnitt diskuteras effekter av, och risker med, köp av privata värdepapper såsom företags- och bostadsobligationer.

Först bör noteras att en centralbank kan agera på flera sätt på marknaderna för privata värdepapper.⁷² Om en marknad eller ett marknadssegment har slutat att fungera kan centralbanken gripa in och agera s.k. marknadsgarant (eng. *market maker of last resort*) för att motverka en allvarlig störning till det finansiella systemet. Denna åtgärd behandlas inom ramen för Riksbankens uppgifter att bidra till ett stabilt och effektivt finansiellt system (se avsnitt 22.7.5).⁷³

I detta avsnitt behandlas köp av privata värdepapper vars huvudsakliga syfte är att uppnå lägre marknadsräntor och därigenom öka den ekonomiska aktiviteten och inflationstakten. Dessa kanaler inom ramen för transmissionsmekanismen sammanfaller i stort med de som föreligger vid köp av statsobligationer ovan. En skillnad är att

⁷¹ Riksbanken har dock i likhet med övriga berörda centralbanker skrivit under ett avtal angående ERM2 (avtalet av den 16 mars 2006 mellan Europeiska centralbanken och de nationella centralbankerna i medlemsstaterna utanför euroområdet avseende operativa förfaranden för en växelkursmekanism under etapp tre av den ekonomiska och monetära unionen [2006/C 73/08], senast ändrad genom avtalet av den 13 november 2014 [2015/C 64/01]).

⁷² Se Borio (2016) och Tucker (2018, kapitel 22).

⁷³ Därutöver använder Riksbanken, liksom många andra centralbanker, s.k. återköpsavtal inom ramen för sin räntestyrning. I nuvarande styrsystem i Sverige innebär det att Riksbanken centralbanken för en kort tid (vanligtvis en vecka) övertar äganderätten för privata värdepapper i utbyte för att ge en kredit. Äganderätten återgår när krediten löper ut. Se avsnitt 18.11.1.

vid statsobligationsköp påverkar centralbanken i första hand marknadsräntorna genom avkastningskurvan på statspapper som i normalfallet är fri från kreditrisk (även om det kan innebära att även riskpremier påverkas genom sekundära effekter). Vid köp av privata värdepapper föreligger en kreditrisk och centralbanken påverkar marknadsräntorna då via riskpremierna direkt i de segment som köpen avser.

Köp av privata värdepapper var en åtgärd som vidtogs i samband med finanskrisen och perioden som följde därefter i bl.a. euroområdet, Japan, Storbritannien och, i viss mån, USA.⁷⁴ Olika typer av privata värdepapper köptes av dessa centralbanker, framför allt bostadsobligationer och företagsobligationer. Den japanska centralbanken köpte t.o.m. aktier. Däremot köpte Riksbanken inte privata värdepapper under vare sig finanskrisens akuta fas eller under decenniet därefter.

18.8.1 Effekter på finansiella variabler

Som noteras i avsnitt 18.5.2 separeras ofta inte effekter av köp av statsobligationer från köp av privata värdepapper i empiriska studier. De huvudsakliga empiriska resultaten från tillgångsköp är att räntor föll, tillgångspriser steg och valutakurser försvagades av tillgångsköpen under och efter finanskrisen. De makroekonomiska effekterna är mer osäkra men en rimlig bedömning av evidensen är att den makroekonomiska utvecklingen förstärktes av tillgångsköpen.

Det finns även ett antal studier som specifikt analyserar effekter av privata värdepappersköp. De visar att köp av företagsobligationer pressade ned räntan på dessa, sannolikt genom en kombination av lägre likviditets- och kreditriskpremier.⁷⁵ Åtgärden innebär därmed att den s.k. räntekanalerna inom ramen för transmissionsmekanismen påverkas.⁷⁶

⁷⁴ I USA får Federal Reserve endast köpa statsobligationer samt obligationer utgivna av företag som får statligt stöd (eng. *government-sponsored enterprises*). Det innebar att Federal Reserve i samband med finanskrisen kunde köpa bostadsobligationer utgivna av Fannie Mae och Freddie Mac.

⁷⁵ För effekter av ECB:s köp, se Abidi och Miquel-Flores (2018). För effekter av Bank of Englands köp, se Boneva m.fl. (2018).

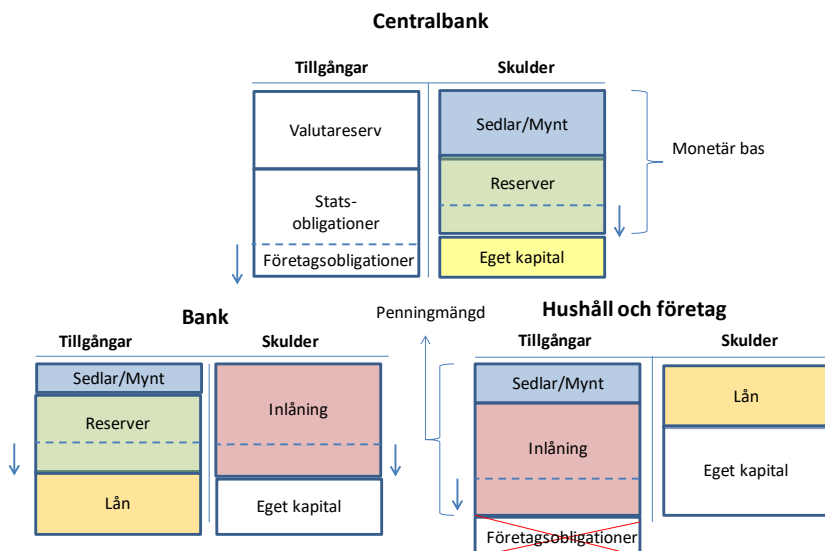
⁷⁶ Se avsnitt 14.5.2 för en beskrivning av transmissionsmekanismens kanaler.

18.8.2 Risker och effekter på resursallokering

Två huvudsakliga invändningar brukar nämnas i samband med centralbankens köp av privata värdepapper: risker för den samlade offentliga sektorns finansiella ställning och effekter på fördelning och resursallokering. Dessa två aspekter diskuteras i tur och ordning nedan.

Köp av privata värdepapper innebär att centralbanken innehar tillgångar med kreditrisk vilket i normalfallet medför en risk när det gäller centralbankens framtida resultat och därmed de samlade offentliga sektorns finansiella ställning.⁷⁷ Som framgår av Figur 18.21 ökar centralbankens balansomslutning när (här) företagsobligationer köps på marknaden. Köpen finansieras via den ökade mängden centralbankspengar som skapas.

Figur 18.21 En centralbanks köp av företagsobligationer



Anm. Proportionerna mellan de delar som ingår i illustrationen är bara ett exempel då de skiljer mellan länder och över tid.

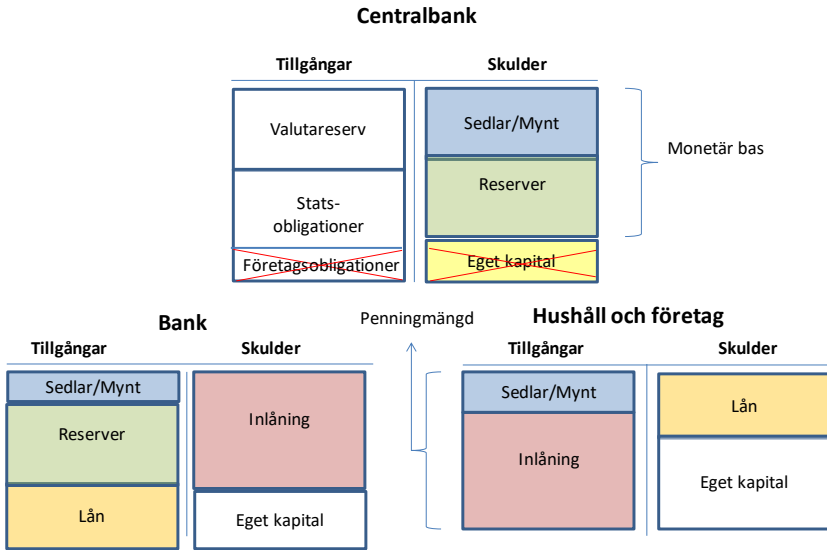
Källa: Egen illustration.

Privata värdepapper är potentiellt sett betydligt mer riskfyllda än statsobligationer eftersom statsobligationer i normalfallet har obetydlig kreditrisk. Om värdet på de privata värdepapperen faller drabbas

⁷⁷ Reis (2016).

centralbanken av förluster vilket i förlängningen påverkar det egna kapitalet negativt (se Figur 18.22). Det påverkar framtida utdelningar till staten och kan också innebära att staten behöver skjuta till kapital.

Figur 18.22 En centralbank som gör förluster på företagsobligationer



Anm. Proportionerna mellan de delar som ingår i illustrationen är bara ett exempel då de skiljer mellan länder och över tid.

Källa: Egen illustration.

Utöver ökat risktagande påverkar köp av privata värdepapper kreditallokeringen i ekonomin.⁷⁸ Tillgångsköp kan innebära att företag som emitterar i det marknadssegment som centralbanken stödjer överlever och blir vinnare på bekostnad av andra. Både ECB:s program för företagsobligationsköp (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP⁷⁹) och motsvarande program hos Bank of England (Corporate Bond Purchase Programme, CBPP⁸⁰) var selektiva där vissa kriterier skulle vara uppfyllda för att obligationer skulle kunna bli föremål för centralbankernas köp. Exempelvis ställde Bank of England krav på att företaget i fråga skulle uppfylla något av följande

⁷⁸ Se t.ex. Goodhart och Lastra (2017), Orphanides (2018) och Reis (2013, 2017).

⁷⁹ Se ECB (2016a) för en beskrivning.

⁸⁰ Se Bank of England (2017) för en beskrivning.

kriterium: ha ”betydande sysselsättning”, ”huvudkontoret”, ”betydande försäljning”, ”många kunder” eller ”ett antal verksamhetsställen” i Storbritannien.⁸¹ ECB, å sin sida, ställde upp kriterier beträffande kreditvärdighet (inte sämre rating än BBB-), löptid (mellan 6 månader och 30 år) samt att företaget skulle vara hemmahörande inom euroområdet.⁸² Ett ytterligare problem som brukar lyftas fram med denna typ av selektering är risk för olika former av påtryckning från marknadsaktörer.

Både det ökade finansiella risktagandet och effekter på resursallokeringen är faktorer som har bidragit till en betydligt mer uttalad skepsis inom detta område i motsats till centralbankers köp av statsobligationer.⁸³ Kritiker är tveksamma både till åtgärderna som sådana och att centralbanker ska kunna besluta om dessa utan inflytande från folkvalda – det sistnämnda då tillgångsköpen har inslag av finanspolitik/kreditpolitik med såväl fördelnings- och allokerings-effekter i ekonomin. Charles Bean, tidigare medlem i den penningpolitiska beslutskommittén i Bank of England, uttrycker sig på följande sätt, vilket kan sägas utgöra en sammanfattning av de synpunkter som kritiker lyfter fram:⁸⁴

Finanspolitiska överväganden är ännu mer framträdande om centralbanken köper privata värdepapper. Om centralbanken köper tillgångar utan statligt samtycke, som därefter förlorar sitt värde, kommer den sannolikt att finna sig under attack för att slösa bort offentliga medel. Genom att tillgångar väljs ut innebär det ett ingrepp i kreditallokeringen och inbjuder till ett politiskt tryck att ingripa för att stödja vissa företag, branscher eller regioner samt kritik för att stödja företag som uppträder dåligt. Och att köpa aktier, oberoende av storlek på köpen, är ännu mer omtvistat eftersom det handlar om förvärv av rättigheter till kontroll, vilket är att jämställa med kvasi-nationalisering, något som är djupt politiskt... Av alla dessa skäl måste finanspolitiska beslutsfattare vara representerade och ”äga” de finansiella konsekvenserna av centralbankens beslut om tillgångsköp.

Sammanfattningsvis kan noteras att köp av privata värdepapper har förutsättningar att pressa ned marknadsräntor och därigenom bidra till att uppnå målen inom penningpolitiken. Samtidigt innebär dessa

⁸¹ För information om villkoren, se <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notices/2016/asset-purchase-facility-corporate-bond-purchase-scheme-market-notice-august-2016>.

⁸² Se ECB (2016a) för en beskrivning.

⁸³ Se t.ex. Bean (2017), Goodfriend (2013) och Reis (2013).

⁸⁴ Bean (2017), s. 12.

åtgärder offentligfinansiella risker och allokering- och fördelningspolitiska aspekter som behöver beaktas i kommitténs överväganden.

18.8.3 Rättsliga förutsättningar

Förutsättningarna för köp av olika slags värdepapper enligt gällande svensk rätt berörs i avsnitt 18.2.1.

En jämförelse kan göras med ECB och Eurosystemet i övrigt som är begränsade till köp av lätt omsättningsbara värdepapper (artikel 18.1 första strecksatsen i ECBS-stadgan). En sådan begränsning innebär alltså ett krav på hur likvida de aktuella värdepapperna måste vara. Denna begränsning gäller dock inte för Sverige eller andra medlemsstater med undantag (artikel 42.1 i ECBS-stadgan). Således finns det inte några unionsrättsliga restriktioner som påverkar utformningen av den nya riksbankslagen i fråga om köp av privata värdepapper.

18.9 Monetär finansiering av finanspolitik

Den åtgärd som går under benämningen ”monetär finansiering av finanspolitik” (MFFP⁸⁵) kan ske på flera olika sätt. Centralbanken kan finansiera offentliga underskott genom att köpa statsobligationer direkt från staten. Centralbanken kan också trycka sedlar och distribuera dessa direkt till individer (eller föra över medel direkt till deras bankkonton).⁸⁶

MFFP är mer kontroversiellt än andra okonventionella penningpolitiska åtgärder. Det beror bl.a. på att åtgärderna – som framgår av benämningen – i grunden är finanspolitiska samt att de bryter, eller åtminstone tänjer på, de legala gränser som många centralbanker verkar inom (se vidare avsnitt 18.9.2). Det är därför lämpligt att kommittén tar ställning till åtgärder inom ramen för MFFP.

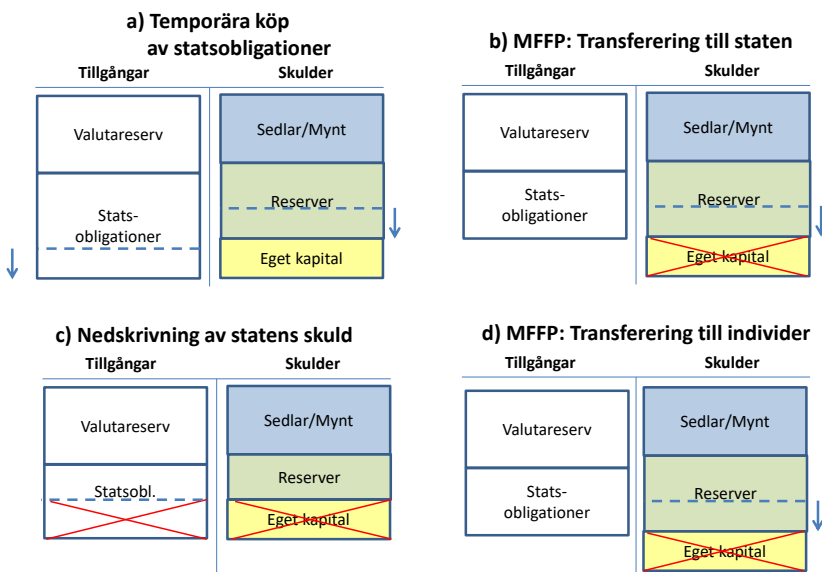
⁸⁵ Denna benämning används av Bernanke (2016) och används i det följande. Alternativa benämningar i litteraturen är ”finansiering via sedelpressarna” och ”helikopterpengar”.

⁸⁶ Centralbanker skulle också, via sin räntesättning på bankernas in- och utlåning i centralbanken, kunna överföra medel till banker.

18.9.1 MFFP och centralbankens balansräkning

Figur 18.23 visar hur olika åtgärder inom MFFP påverkar centralbankens balansräkning och därmed statens inkomstflöde (via vinstdelning) och eventuellt behov av kapitaltillskott. Som jämförelse repeteras i Figur 18.23a effekterna av temporära köp av statsobligationer på andrahandsmarknaden som beskrevs i avsnitt 18.5. Vid denna åtgärd ökar centralbankens balansomslutning via mer tillgångar (utökat innehav av statsobligationer) och mer skulder (ökning av bankernas reserver). Detta sker utan explicit koordinering mellan regeringen och centralbanken. När centralbanken bedömer att ekonomin behöver mindre stimulans dras tillgångsköpen successivt tillbaka. Bankernas reserver i centralbanken minskar därmed i motsvarande grad.

Figur 18.23 Hur olika typer av monetär finansiering av finanspolitik (MFFP) påverkar centralbankens balansräkning



Anm. Figur a) utgör inte MFFP; se avsnitt 18.5. Proportionerna mellan de delar som ingår i illustrationen är bara ett exempel då de skiljer mellan länder och över tid.

Källa: Egen illustration.

En typ av MFFP är finansiering av offentliga utgifter i statens budget där centralbanken transfererar pengar direkt till staten, se Figur 18.23b.⁸⁷ Konkret skapar centralbanken pengar genom att öka statens tillgodohavande hos centralbanken. Dessa medel används sedan av staten som delfinansiering av dess utgifter och återkommer i form av ökade bankreserver på centralbankens skuldsida. Detta är liktydigt med en extra utdelning från centralbanken till staten, vilket framgår av att det egna kapitalet minskar. Vidare innebär de ökade bankreserverna att centralbanken, om räntan på dessa är positiv, får betala mer i räntor till bankerna. Det leder till lägre seignorage och därmed mindre framtida vinstdelning till staten.

En nedskrivning av det egna kapitalet uppkommer även då centralbanken efterskänker en del av sitt befintliga innehav av statsobligationer, se Figur 18.23c. Det möjliggör för staten att underskottsfinansiera budgeten och öka statsskulden igen i motsvarande grad.

En ytterligare typ av åtgärd inom MFFP är att centralbanken direkt distribuerar pengar till enskilda.⁸⁸ Det innebär att centralbanken ”rundar” staten och på egen hand betalar ut transfereringar i syfte att påverka utvecklingen av efterfrågan. I praktiken skulle det kunna ske på olika sätt. Ett sätt vore att sätta in pengar på individers skattekonton. Ett annat sätt vore att öka bankernas reserver med kravet att bankerna i sin tur erbjuder sina kunder att hämta ut en, av centralbanken bestämd, summa pengar. Oavsett den praktiska lösningen innebär denna åtgärd att mängden fordringar på centralbanken ökar (antingen via en ökning i sedlar och mynt eller via en ökning av bankernas reserver), se Figur 18.23d. Eftersom denna åtgärd inte påverkar centralbankens tillgångssida minskar det egna kapitalet med motsvarande belopp. Åtgärden är identisk med att staten själv ger transfereringar till hushållen och finansierar dessa genom att centralbanken sätter in pengar på statens konto hos centralbanken (dvs. alternativ i Figur 18.23b). Skälet till att en centralbank kan tänkas överväga att själv distribuera pengar till individer är att den inte uppnår sina nominella och realekonomiska mål med andra instrument samt att den bedömer att staten inte agerar med tillräckligt expansiv finanspolitik. I detta alternativ tar då centralbanken ”saken

⁸⁷ Se Deutsche Bank (2016) och Turner (2015) för alternativa sätt att genomföra MFFP i praktiken. Framställningen här följer Deutsche Bank (2016).

⁸⁸ Det är denna åtgärd som metaforen ”helikopterpengar” kommer ifrån, se Friedman (1969).

i egna händer” och agerar för att genomföra finanspolitik-liknande åtgärder.

Sammantaget har monetär finansiering ur ett ekonomiskt perspektiv betydande likheter med expansiv finanspolitik som inte bemöts med en stramare penningpolitik.

Diskussion inom centralbanker

Som framgår ovan kan MFFP ske genom att centralbanken antingen direkt eller indirekt finansierar utgifter i statens budget eller så distribuerar centralbanken själv pengar till allmänheten utan statens medverkan. Det är dock viktigt att skilja dessa två sätt åt då de legala förutsättningarna är olika: den första typen av åtgärd är inte tillåten i många länder, däribland euroområdet, Japan, Sverige och USA. När det gäller den andra åtgärden – direkt transferering från centralbanken till individer – är det rättsliga läget mer oklart. Enligt en genomgång av lagstiftningarna i euroområdet, Japan, Storbritannien och USA är denna åtgärd inte explicit förbjuden.⁸⁹ Åtgärden har dock inte vidtagits av någon centralbank men diskuterades inom ramen för penningpolitiken i euroområdet efter finanskrisen. Kommentarererna inifrån ECB har inte varit samstämmiga. På direkt fråga svarade ECB-presidenten Mario Draghi att detta alternativ var intressant och ECB avsåg att undersöka metoden närmare.⁹⁰ Den tidigare vice-presidenten Vítor Constâncio uteslöt däremot en sådan åtgärd på legala grunder (dock oklart vilka).⁹¹ ECB:s chefsekonom och medlem i ECB:s direktion, Peter Praet, har dock uttryckt att ECB kan trycka pengar och distribuera dessa till eurozonens invånare.⁹² Det finns även andra exempel på centralbanker som diskuterat möjligheten att bedriva MFFP.⁹³

⁸⁹ Se Deutsche Bank (2016), Figur 8, s. 12.

⁹⁰ Uttalande vid presskonferens, 10 mars 2016. Se <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160310.en.html#qa>. Vid sin sista presskonferens som gällde ECB:s penningpolitiska beslut, den 12 september 2019, sade Mario Draghi dock att transfereringar till allmänheten inte är penningpolitik utan finanspolitik.

⁹¹ Constâncio (2017).

⁹² Intervju i La Repubblica (2016).

⁹³ Se t.ex. Skingsley (2016), s. 9., och Hampl (2018).

18.9.2 Rättsliga förutsättningar

I avsnitt 18.5.4 berörs att det inte är tillåtet enligt vare sig svensk rätt eller unionsrätten för en centralbank att finansiera statens utgifter, bortsett från vinstutdelning till staten (se även avsnitt 9.2). Riksbanken får dock allmänt sett köpa och sälja värdepapper, inklusive statsobligationer (6 kap. 5 § första stycket 2 riksbankslagen). Som berörs i avsnitt 18.5.4 är det dock uttryckligen förbjudet för Riksbankens del att bl.a. förvärva skuldförbindelser direkt från staten (8 kap. 1 § första stycket riksbankslagen). Det innebär att Riksbanken inte får köpa statsobligationer på förstahandsmarknaden.

Vidare har EU-domstolen, som berörs i avsnitt 18.6, ställt upp kriterier för statsobligationsköp (domen den 11 december 2018 i mål C-493/17, Weiss m.fl., med vidare hänvisningar). ECBS får för det första inte förvärva statsobligationer på andrahandsmarknaderna på ett sådant sätt att dess agerande i praktiken skulle få en verkan som motsvarar den av ett förvärv av statsobligationer direkt från medlemsstaternas myndigheter eller andra offentligt rättsliga organ. För det andra måste ECBS kringgärda sin intervention med garantier som är tillräckliga för att interventionen ska vara förenlig med det förbud mot monetär finansiering som följer av artikel 123 i EUF-fördraget genom att säkerställa att programmet inte frångår de berörda medlemsstaterna incitament att bedriva en sund finanspolitik. Det är således inte tillåtet för en centralbank att överföra medel till statens konto utan ersättning.

En annan fråga är om Riksbanken har befogenhet att genomföra transfereringar till enskilda i penningpolitiskt syfte. Som berörs ovan är en sådan åtgärd i praktiken att likställa med finanspolitik. Riksbankens befogenheter är uttömmande reglerade i riksbankslagen och de övriga lagar som avser bankens verksamhet. Ensidiga transfereringar kan knappast inrymmas i t.ex. uttrycket kredit. Det finns inte heller någon bestämmelse i riksbankslagstiftningen som ger Riksbanken befogenhet att göra transfereringar till enskilda. Någon sådan möjlighet berörs inte heller i förarbetena till riksbankslagen.

Därutöver kan det nämnas att avsikten med bestämmelserna om finansmakten i 9 kap. regeringsformen är att offentliga transfereringar till enskilda ska tas upp i budgetpropositionen och därigenom underställas riksdagens prövning. Det skulle också vara oförenligt med förbudet mot monetär finansiering om Riksbanken skulle finansiera

sådana transaktioner som ska tas upp i statens budget. Det är således inte möjligt att tillåta MFFP i den nya riksbankslagen.

18.10 Ytterligare samhällsekonomiska hänsyn inom penningpolitiken?

Enligt kommitténs förslag i avsnitt 15.2.4 ska huvudmålet inom penningpolitiken vara att varaktigt upprätthålla låg och stabil inflation. Därutöver har kommittén föreslagit att Riksbanken ska ta olika former av ”hänsyn” inom penningpolitiken, dels hänsyn till risker för Riksbankens och statens finanser (den generella proportionalitetsprincipen, se avsnitt 13.5), dels hänsyn till den realekonomiska utvecklingen utöver dess effekt på inflationen (se avsnitt 16.6). Som beskrivs i kapitel 16 är realekonomisk hänsyn redan en integrerad del i alla penningpolitiska beslut och bör därför enligt kommitténs förslag ingå i riksbankslagen.

Penningpolitik har dock konsekvenser för flera andra samhällsekonomiska områden. I detta avsnitt diskuteras om Riksbanken inom ramen för penningpolitiken ska ta hänsyn till följande områden som listas i kommitténs direktiv: *de finansiella marknaderna, statskuldsförvaltningen, Riksbankens balansräkning, de offentliga finanserna samt inkomstfördelningen*.⁹⁴

Avsnittet inleds med några generella noteringar kring att även konventionella åtgärder påverkar flera samhällsekonomiska områden.

Konventionella åtgärder

Som framgår i avsnitten 18.4–18.9 kan s.k. okonventionella åtgärder få konsekvenser för t.ex. de finansiella marknadernas funktionssätt och den samlade offentliga sektorns finansiella ställning. Men även *konventionell* penningpolitik, vilket i kapitlet definieras som förändringar i styrrentan, påverkar samhällsekonomin utöver effekter på inflationen och realekonomin. Konventionell penningpolitik påverkar bl.a. följande områden:

⁹⁴ I direktiven berörs även hänsyn till tillgångspriser. Den frågan behandlas i kapitel 17.

- *Fördelning mellan låntagare och sparare*: En lägre styrränta som innebär en lägre realränta ger sparare sämre real avkastning medan låntagare får lättare att bära sin skuldbörda.
- *Variation i sysselsättning*: Penningpolitiken bidrar som regel till att minska konjunktursvängningarna och därmed variationen i sysselsättningen. Det är framför allt de svagare på arbetsmarknaden, bl.a. de med lägre utbildning och tillfälliga anställningar, vars sysselsättning varierar mest över konjunkturen. En penningpolitik som minskar konjunktursvängningarna är därför särskilt gynnsam för dessa grupper.
- *Offentliga finanser*: En effektiv konjunkturstabilisering ger en stabilare utveckling av de offentliga finanserna vilket underlättar planering och därmed finanspolitiska beslut. En förändring i styrräntan påverkar realekonomin och därmed skatteintäkter och transfereringsutgifter.
- *Tillgångspriser*: Övuntade förändringar i styrräntebanan får vanligtvis effekter på olika tillgångsmarknader, bl.a. bostäder och aktier.⁹⁵ Penningpolitiken kan därför påverka förmögenhetsfördelningen i ekonomin över konjunkturcykeln.

Nedan följer en diskussion kring huruvida penningpolitiken bör ta hänsyn till de samhällsekonomiska områden som listas i kommitténs direktiv.

18.10.1 De finansiella marknaderna och statsskuldsförvaltningen

De finansiella marknaderna utgör en central del i samhällets infrastruktur i moderna ekonomier.⁹⁶ De påverkar penningpolitikens genomslag på såväl inflationen som realekonomin. Det innebär att Riksbanken i sin strävan att uppnå prisstabilitetsmålet generellt bör ta hänsyn till hur dess åtgärder påverkar de finansiella marknadernas funktionssätt.

⁹⁵ Se avsnitt 17.4.1 för en beskrivning.

⁹⁶ Se kapitel 7 för en beskrivning.

En välfungerande marknad för statsobligationer är viktig både för de finansiella marknadernas funktionssätt och för Riksgäldskontorets möjlighet att vid behov snabbt låna upp stora belopp till en låg kostnad. Om Riksbanken skulle köpa upp en för stor andel av utbudet av statsobligationer skulle den marknaden kunna få svårigheter att fungera på ett tillfredsställande sätt. I avsnitt 18.5.3 analyseras hur Riksbankens köp av statsobligationer påverkat finansiella marknader, och då framför allt den svenska marknaden för nominella och reala obligationer. Där framkommer att marknadsaktörer upplevde en försämrad likviditet på statsobligationsmarknaden från 2015 och framåt. Det sammanföll delvis med Riksbankens obligationsköp men även med förändrade regleringar. Det framkommer också att stora, utländska investerare lämnade den svenska statsobligationsmarknaden efter det att Riksbanken började intervensera. En väl fungerande marknad är av stor betydelse för att Riksgäldskontoret ska kunna minimera upplåningskostnaderna i framtiden, inte minst om ett behov skulle uppkomma att låna upp större belopp under en kortare tid.

Sammantaget finns det flera skäl för Riksbanken att beakta hur penningpolitiska åtgärder påverkar de finansiella marknadernas funktionssätt och förutsättningarna för statsskuld förvaltningen.⁹⁷

18.10.2 Riksbankens balansräkning och offentliga finanser

Som noteras ovan har konventionell penningpolitik offentligfinansiella effekter som framför allt består i att konjunkturella variationer i skatteinkomster och transfereringar begränsas. Som framgår i avsnitten 18.5–18.9 kan s.k. balansräkningsåtgärder, beroende på utformning, få betydande effekter på centralbankens resultat och därmed, i förlängningen, den samlade offentliga sektorns finansiella ställning. Det sistnämnda innebär att gränsen mellan penning- och finanspolitik blir mindre skarp.⁹⁸ Det finns därmed både nationalekonomiska och demokratiska skäl för penningpolitiken att beakta de risker dess åtgärder utsätter Riksbankens och statens finanser för. Det är en

⁹⁷ Det finns flera exempel på att andra myndigheter föreskrivs att "ta hänsyn" till aspekter utanför dess eget område. Exempelvis föreskriver budgetlagen att regeringen ska låta Riksbanken yttra sig om Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för förvaltning av statsskuden (5 kap. 6 § budgetlagen). Det syftar till att säkerställa att villkoret att statsskuld förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer beaktas i regeringens beslut om riktlinjer.

⁹⁸ Se t.ex. Benigno (2016), Correia (2016) och NOU 2017:13, kapitel 8 (Norska centralbanksutredningen).

orsak till den proportionalitetsprincip som kommittén föreslår som anger att det avsedda resultatet av Riksbankens åtgärder, inte bara de som faller inom ramen för penningpolitiken, ska stå i rimligt förhållande till de kostnader och risker åtgärden medför för Riksbankens och statens finanser (se avsnitt 13.5 för kommitténs ställningstagande).

18.10.3 Inkomstfördelningen

När det gäller inkomstfördelningen påverkas både arbetsinkomster, ränteinkomster och tillgångsvärden av penningpolitiken. Som nämns inledningsvis innebär konventionell penningpolitik, om något, att grupper med svag förankring på arbetsmarknaden får en mer stabil sysselsättning och därmed stabilare arbetsinkomst över konjunkturcykeln. När det gäller centralbankens köp av statsobligationer och privata värdepapper påverkar de temporärt den generella räntenivån i ekonomin och de stabiliserande effekterna på arbetsinkomster hos svaga grupper kan därför förutsättas vara liknande de som föreligger vid traditionell räntestyrning (se avsnitten 18.5 och 18.8).

När det gäller ränteinkomster gynnas låntagare framför långivare av lägre realräntor som uppkommer av såväl konventionell som okonventionell penningpolitik. Studier visar att det låga ränteläget efter finanskrisen innebar att ränteinkomster i förhållande till totala inkomster föll mer för de hushåll där ränteinkomsternas andel initialt var hög.⁹⁹

Konventionell och okonventionell penningpolitik påverkar inte bara arbets- och ränteinkomster utan även tillgångsvärden såsom fastigheter och aktier. Förmögenheter som andel av totala inkomster steg i euroområdet vid alla förmögenhetsnivåer, framför allt då huspriser steg. Husägande är, jämfört med exempelvis aktier, relativt jämt fördelat. I praktiken har många inkomsttagare samtidigt ett banksparande, banklån och äger även fastigheter och/eller aktier. Hur den sammanvägda effekten av centralbankens åtgärder faller ut på individnivå beror dels på åtgärdens effekter, dels på individens sammansättning av sparande, lån och tillgångar. Därutöver bör noteras att köp av privata värdepapper direkt påverkar de företag som emitterar i de segment inom vilka köpen sker och därmed resurs-

⁹⁹ Se ECB (2016b).

allokeringen i ekonomin. Det kan också innebära att inkomstfördelningen påverkas i så måtto att de som äger dessa tillgångar gynnas.

Sammanfattningsvis kan noteras att såväl konventionella som okonventionella penningpolitiska åtgärder påverkar arbetsinkomster, ränteinkomster och förmögenhetsvärden. Studier visar att penningpolitiken sammantaget sedan finanskrisen påverkat inkomst- och förmögenhetsfördelningen i relativt liten utsträckning.¹⁰⁰ Om något tyder resultaten på att inkomstskillnaderna har minskat som ett resultat av åtgärderna. Det beror framför allt på att åtgärderna har minskat arbetslösheten och inneburit en stabilare makroekonomisk utveckling vilket är mest gynnsamt för de med lägre inkomster. Att effekterna är begränsade är en fördel då de penningpolitiska besluten fattas av tjänstemän som inte är folkvalda och därför inte ur ett demokratiskt perspektiv bör göra fördelningspolitiska överväganden.¹⁰¹

18.11 Kommitténs överväganden

I detta avsnitt presenteras kommitténs bedömningar och förslag beträffande vilka befogenheter Riksbanken ska ha inom ramen för penningpolitiken. De baseras på de utgångspunkter och principer som beskrivs i avsnitt 14.3.5 och den analys som presenterats i detta kapitel. De föreslagna befogenheterna i den nya riksbankslagen relateras löpande till nuvarande lag och en jämförande tabell (Tabell 18.3) återfinns i avsnitt 18.11.7.

18.11.1 Räntestyrnings- och likviditetsinstrument

Kommitténs förslag: Riksbanken ska, i förhållande till finansiella företag, få

- ta emot inlåning,
- ge kredit i svenska kronor och utländsk valuta mot betryggande säkerhet, och
- ingå återköpsavtal.

¹⁰⁰ Se Ampudia m.fl. (2018) och Bunn m.fl. (2018) för beräkningar avseende ECB:s respektive Bank of Englands åtgärder.

¹⁰¹ Tucker (2016).

Riksbanken ska bestämma styrränta för sådana transaktioner.

Riksbanken ska också få ge ut och omsätta egna skuldebrev i svenska kronor.

Allmänt gällande villkor för penningpolitiska transaktioner och de säkerheter som accepteras ska offentliggöras.

Kommitténs bedömning: Det bör inte föreligga någon begränsning i den nya riksbankslagen beträffande hur höga eller låga Riksbankens styrräntor får vara. De kan således vara negativa. Det bör heller inte föreligga någon begränsning beträffande krediternas volym eller längd. Riksbanken får ge krediter i penningpolitiskt syfte för att motverka störningar på de finansiella marknaderna.

Som framgår i avsnitt 18.2.3 behåller Sverige som s.k. medlemsstat med undantag sina penningpolitiska befogenheter varför det är riksdagen som beslutar om dessa. Oavsett de unionsrättsliga reglerna om penningpolitiska befogenheter (se avsnitten 18.2.2 och 18.2.3) anser kommittén att befogenheterna i den nya riksbankslagen bör utformas på ett sådant sätt att de sammantaget ger Riksbanken trovärdighet i att under rimliga omständigheter klara uppgiften att uppnå prisstabilitetsmålet.

Behovet av räntestyrnings- och likviditetsinstrument

För att kunna driva penningpolitik är det av central betydelse att Riksbanken har befogenhet att använda räntestyrnings- och likviditetsinstrument. Med detta avses i huvudsak att tillföra likviditet i svenska kronor genom kreditgivning eller återköpsavtal (repor), alternativt att dra in likviditet genom inlåning, emission av egna skuldebrev i svenska kronor eller återköpsavtal, och att bestämma styrräntor avseende dessa transaktioner. Syftet med dessa instrument är att göra det möjligt för Riksbanken att bedriva räntestyrning, dvs. styra och kontrollera i första hand räntor på fordringar på Riksbanken respektive räntor på Riksbankens krediter till dess motparter.

Det bör även finnas ett utrymme för att penningpolitik ska kunna bedrivas genom att Riksbanken erbjuder krediter i utländsk valuta, om det skulle uppkomma en situation där detta skulle anses vara effektivare än krediter i svenska kronor.

Utformningen av kreditgivningen

Riksbankens befogenhet att erbjuda krediter till finansiella företag i penningpolitiskt syfte är avsedd att vara en generell åtgärd. Med detta avses att krediterna ska riktas till alla i den normala motparts-kretsen, eller vid behov, en motparts-krets som anpassas i penningpolitiskt syfte (säkerheter kommenteras nedan). Det bör samtidigt noteras att kommitténs förslag i de tre punktsatserna i förslagsrutan ovan inte, utöver ”betryggande säkerheter”, innebär någon restriktion när det gäller villkoren (räntesats, volym och längd) på de krediter Riksbanken erbjuder finansiella företag. Förslaget innebär att Riksbanken i penningpolitiskt syfte kan erbjuda krediter på längre horisonter och till andra villkor än t.ex. de som i normala tider erbjuds på veckobasis. Utformningen av sådana krediter kan variera beroende på vilken situation som råder. De kan som framgick i avsnitt 18.6.1 utformas för att påverka den förväntade styrräntan på längre sikt och därigenom uppnå önskvärd penningpolitisk stimulans. Krediter på längre horisonter kan också erbjudas för att motverka att en begränsad oro på interbankmarknaden leder till ökade riskpremier och därigenom hindrar att den förda penningpolitiken får önskat genomslag. Som beskrivs i kapitel 22 och kapitel 25 kan situationer uppkomma då stor oro på de finansiella marknaderna innebär att livskraftiga finansiella företag får problem med att finansiera sin verksamhet. När en sådan situation riskerar att hota det finansiella systemets grundläggande funktioner kan Riksbanken ge generellt likviditetsstöd genom att använda sina kreditbefogenheter inom ramen för målet att bidra till finansiell stabilitet och effektivitet.

Vidare är det kommitténs uppfattning att krediterna inte ska villkoras när det gäller vilken typ av lån de finansiella företagen ger. Som beskrivs i avsnitt 18.6.2 finns exempel på att centralbanker har erbjudit krediter under villkoret att motparterna expanderat sin kreditgivning till vissa specifika ändamål. Det innebär att kreditgivningen utformas på ett sådant sätt att de penningpolitiska motparterna ges incitament att i sin tur erbjuda krediter eller vidta andra åtgärder som gynnar kredit- och resursallokeringen i en eller flera branscher framför andra. Det är inte en centralbanksuppgift. En annan sak är att en generellt utformad penningpolitisk åtgärd indirekt kan gynna vissa företag eller branscher framför andra på grund av faktorer som Riksbanken inte direkt styr över, t.ex. att de har lättare att få kredit.

Motpartskretsen

Den penningpolitiska transmissionsmekanismen verkar genom banker och vissa andra finansiella företag. Det är därför naturligt att det är svenska och utländska finansiella företag som ska vara penningpolitiska motparter. Enligt kommitténs uppfattning ska detta framgå av riksbankslagen. Det bör dock inte följa av lagen att alla företag inom den aktuella kretsen nödvändigtvis ska vara penningpolitiska motparter. Vilka enskilda företag inom denna krets som är av särskild betydelse för transmissionen kan variera över tid (jfr prop. 1997/98:164 s. 24 och 25). Kretsen ska därför vara tillräckligt vid och dynamiskt utformad så att den återspeglar förändringar i det finansiella systemet. Exempelvis ska såväl banker och andra kreditinstitut som värdepappersbolag omfattas. Även utländska företag av motsvarande slag ska omfattas. Mot denna bakgrund föreslår kommittén att uttrycket finansiella företag ska definieras som företag som står under tillsyn av Finansinspektionen, motsvarande utländska företag, AP-fonder och Svenska skeppshypotekskassan. Det ska därför även fortsättningsvis vara Riksbanken som, genom föreskrifter eller avtalsvillkor, tar ställning till vilka slags finansiella företag som ska vara penningpolitiska motparter.

I anslutning till det som sägs ovan om transmissionsmekanismen anser dock kommittén att det finns skäl att i den nya riksbankslagen förtydliga att inlåning, kreditgivning och återköpsavtal ska avse finansiella företag och inte vilka slags motparter som helst (se även avsnitt 21.2 angående inlåning från staten). Riksbanken ska således inte ingå kreditavtal med t.ex. industriföretag. Även utgivning av skuldebrev avser relationen mellan Riksbanken och finansiella företag, eftersom det är sådana företag som förväntas köpa de aktuella skuldebrev. Det går dock inte att i lag begränsa vem eller vilka som efter en emission kan komma att köpa sådana överlåtbara skuldebrev.

Inlåning

Det står klart att Riksbanken även fortsättningsvis ska få ta emot inlåning från finansiella företag inom ramen för penningpolitiken. Riksbanken ska också, liksom i dag, få ta emot inlåning från staten, även om detta är betingat av statens eventuella behov och inte motiveras av penningpolitiska skäl.

Inte heller den nya riksbankslagen bör medge inlåning från allmänheten i penningpolitiskt syfte.

Sådan inlåning som syftar till att stärka den finansiella stabiliteten, t.ex. vad gäller centrala motparter, berörs i avsnitt 22.7.1.

Återköpsavtal och utgivning av skuldebrev

Med tanke på att återköpsavtal är en vedertagen form av likviditetsinstrument anser kommittén att detta uttryck ska användas i den nya riksbankslagen. Med ett återköpsavtal avses ett avtal om köp av värdepapper med ett samtidigt avtal om att köpet ska gå tillbaka vid en viss senare tidpunkt till ett förutbestämt pris, eller omvänt. Ett ytterligare skäl för att använda uttrycket återköpsavtal i den nya lagen är att det i praktiken rör sig om ett lån mot säkerhet, snarare än ett köp eller en försäljning i vanlig mening (direkt köp eller försäljning, eng. *outright*) i vilket köparen står risken för bl.a. försämringar i marknadsvärdet. Återköpsavtal har således ur ett ekonomiskt perspektiv en närmare koppling till kreditgivning mot säkerhet än till direkta köp och försäljningar (prop. 1997/98:164 s. 24). Återköpsavtal är en internationellt vedertagen metod för bl.a. centralbankers likviditetsoperationer, medan reglerna för panträtt i finansiella instrument kan skilja sig åt mellan olika rättsordningar.

Återköpsavtal bör kunna avse alla slags värdepapper så länge som dessa, efter eventuellt värdeavdrag m.m., motsvarar en betryggande säkerhet på samma sätt som vid kreditgivning. Riksbanken bör alltså ha frihet att välja mellan kredit mot säkerhet respektive återköpsavtal, beroende på vad som är mest lämpligt i det enskilda fallet.

På motsvarande sätt bör Riksbanken vid indragning av likviditet kunna välja mellan inlåning i vanlig mening och utgivning av riksbankscertifikat eller liknande kortfristiga skuldebrev i svenska kronor. I den nya lagen bör det dock förtydligas att Riksbanken endast får ge ut skuldebrev i svenska kronor. Detsamma följer enligt kommitténs bedömning av nuvarande riksbankslag, med undantag av sådana skuldebrev i utländsk valuta som avser Riksbankens skuld till Riksgäldskontoret (se 7 kap. 3 § 2 riksbankslagen).

Kravet på betryggande säkerhet

Det finns inte skäl att ändra det krav på betryggande säkerhet vid kreditgivning som finns i nuvarande lag.¹⁰² Det kravet bör således föras över till den nya riksbankslagen.

Det kan noteras att, liksom motparter, kan säkerheter (inom ramen för vad som anses vara betryggande) ibland behöva justeras för att den penningpolitiska transmissionsmekanismen ska fungera tillfredsställande, bl.a. beroende på att de finansiella marknaderna utvecklas. Detta ska dock särskiljas ifrån förändrade säkerhetskrav som kan vidtas i syfte att främja den finansiella stabiliteten.¹⁰³ Därutöver ska säkerhetskrav eller villkoren för motparter till Riksbanken inte ändras i syfte att komplettera eller substituera de åtgärder Finansinspektionen vidtar inom ramen för att uppnå målen i sin verksamhet (se avsnitt 20.8.2 angående s.k. dubbelreglering).

Styrräntors nivå

Som framgår av avsnitt 18.4 finns det inte skäl att i lag ange någon nedre gräns för vilken ränta som Riksbanken får sätta. Var den nedre gränsen för styrräntan i praktiken ligger är osäkert. Vid en viss negativ nivå kommer oönskade effekter att uppkomma, sannolikt som en kombination av ett begränsat genomslag i bankernas utlåningsräntor och sämre lönsamhet inom banksektorn. Dessa bör beaktas av Riksbanken grundat på den proportionalitetsprincip som kommittén föreslår ska gälla för Riksbankens beslutsfattande (se avsnitt 13.5). Dessutom behöver Riksbanken förvissa sig om att negativa räntor inte påtagligt påverkar de finansiella marknadernas funktionssätt.

På motsvarande sätt finns inte anledning att sätta en övre gräns för styrräntan. Även väldigt höga styrräntor kan få oönskade bieffekter, varför Riksbanken bör beakta proportionalitetsprincipen även när höga räntor aktualiseras.

¹⁰² Se avsnitt 18.2.1 för en beskrivning.

¹⁰³ Se avsnitt 22.7.1.

Jämförelse med nuvarande lag

Mot ovanstående bakgrund anser kommittén att de penningpolitiska befogenheterna i 6 kap. 5 § riksbankslagen i huvudsak ska föras över till den nya riksbankslagen, med ovannämnda uppdelning i återköpsavtal respektive andra slags (direkta) köp och försäljningar och vissa andra justeringar. Som berörs i avsnitt 18.2.1 motiverades den nuvarande möjligheten enligt lagtextens ordalydelse att köpa alla slags värdepapper med att Riksbanken skulle kunna göra återköpsavtal avseende samma slags värdepapper som används som säkerhet vid kreditgivning. Avsikten har således inte varit att möjliggöra direkta köp och försäljningar av annat än statspapper. Kommitténs förslag är således inte någon begränsning av möjligheterna till värdepappersköp i förhållande till avsikten i förarbetena, även om förtydliganden görs i lagtexten. Vidare föreslås ett förtydligande om att Riksbanken endast får ge ut skuldebrev i svenska kronor, vilket inte heller det innebär någon ändring i sak i förhållande till vad som gäller enligt 6 kap. 5 § första stycket 3 i den nuvarande riksbankslagen (se avsnitt 18.2.1 och 30.4).

Kommittén föreslår inte någon ändring jämfört med nuvarande lag vad gäller nivån på styrräntor.

18.11.2 Köp av statspapper

Kommitténs förslag: Riksbanken ska få köpa och sälja statspapper på andrahandsmarknaden i penningpolitiskt syfte.

I de utgångspunkter som framgår i avsnitt 14.3.5 ingår att Riksbanken ska tilldelas befogenheter som ger trovärdighet för att den under rimliga omständigheter kan ta ansvar för att uppnå prisstabilitet. Att centralbanker, däribland Riksbanken, har behov av att även i framtiden köpa statsobligationer understryks av att styrräntan kan komma att vara begränsad av det effektiva räntegolv. Som kommittén noterar i ovan nämnda utgångspunkter är det dessutom viktigt att en centralbank i en liten öppen ekonomi som den svenska har tillgång till liknande instrument som centralbanker har i länder vars valuta relativt den svenska kronan är av stor betydelse bl.a. för utvecklingen av export, import och importerad inflation. Empiriska

resultat som redovisas i avsnitt 18.5.2 tyder också sammantaget på att statsobligationsköpen kan bidra till bättre målpuppfyllelse.

Vidare är inte köp av svenska statspapper förenade med någon motpartsrisk. Tvärtom kan det ses som en naturlig förlängning av den reguljära penningpolitiken baserad på att styra riskfria räntor i lägen där Riksbankens kontroll över den korta räntan inte ger tillräckligt genomslag i räntor med längre löptid.

Kommittén anser därför att Riksbanken även i den nya riksbankslagen ska ges befogenheten att köpa och sälja statsobligationer och statsskuldväxlar på andrahandsmarknaden. En sådan befogenhet är förenlig med unionsrätten och överensstämmer med vad som gäller inom Eurosystemet.

Riksbankens befogenhet att köpa statsobligationer och statsskuldväxlar bör lagtekniskt sett knytas till definitionen av uttrycket statspapper i 1 kap. 4 § första stycket lagen om värdepappersmarknaden, dvs. ett skuldinstrument som emitteras av en statlig emittent.¹⁰⁴ Det följer av penningpolitikens fokus på räntor i svenska kronor att köpen ska avse värdepapper i kronor emitterade av Riksgäldskontoret.

För Riksbankens del innebär obligationsköpen en ränterisk och förluster kan bl.a. uppkomma om reporäntan stiger snabbare än den prognos som förelåg, och därmed låg i priset, när statsobligationerna köptes. Denna risk ska inte principiellt hindra Riksbanken från att agera eftersom dess syfte inte är att gå med vinst utan att uppfylla prisstabilitetsmålet och bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning.¹⁰⁵ Samtidigt ska Riksbanken beakta den proportionalitetsprincip som behandlas i avsnitt 13.5 vilken föreskriver att det avsedda resultatet med Riksbankens åtgärder ska stå i rimlig proportion till de kostnader och risker som åtgärden medför för Riksbankens och statens finanser. Det är därför rimligt att Riksbanken redovisar beräkningar som uppskattar hur den samlade offentliga sektorns finansiella ställning kan påverkas i samband med obligationsköp.

Marknadsaktörer ger uttryck för att både den upplevda likviditeten och prisinformationen på marknaden har försämrats av Riksbankens statsobligationsköp. Det bör i detta sammanhang noteras att Riksbankens köp inleddes 2015 och att perioden 2015–2019 har

¹⁰⁴ Det bör noteras att befogenheten inte inkluderar köp och försäljning av kommunobligationer.

¹⁰⁵ Om effekterna skulle bli tydligt negativa för Riksbankens egna kapital kan återkapitalisering aktualiseras. Se avsnitt 29.9.

varit en relativt sett lugn period utan stora kriser. Det är oklart vilka spänningar som kan uppkomma i ett krisläge om tillgången på en central säker tillgång (statsobligationer) då är begränsad. Samtidigt bör situationen inte överdrivas. Riksgäldskontorets utlåningsfacilitet av statsobligationer samt det faktum att riksbankscertifikat både är överlåtningsbara och får användas av banker och försäkringsbolag för att uppnå regelverkens krav begränsar potentiella problem med Riksbankens statsobligationsköp. En viktig aspekt att beakta är statsobligationsmarknadens funktionssätt i ett längre perspektiv och då speciellt Riksgäldskontorets uppgift att minimera kostnaden för statskulden.

Sammantaget anser kommittén att Riksbanken, när så är påkallat, ska ta hänsyn till hur penningpolitiska åtgärder påverkar de finansiella marknadernas funktionssätt och förutsättningarna för statskuldsförvaltningen när den överväger om, och hur mycket, av den utestående stocken statsobligationer som den ska inneha. Kommittén anser dock inte att det behöver framgå i riksbankslagen.

Som berörs i avsnitt 18.5.4 följer det av unionsrätten att det finns begränsningar för hur stor andel av ett enskilt lån och av den totala volymen statsobligationer som en nationell centralbank får inneha. Artikel 123 i EUF-fördraget och EU-domstolens tolkningar av denna regel gäller därmed för Riksbankens del, utöver vad som föreskrivs i den nya riksbankslagen.

Jämförelse med nuvarande lag

Kommitténs förslag innebär, till skillnad från nuvarande lag, att handel med statspapper respektive privata värdepapper särskiljs och att direkta köp separeras från återköpsavtal (se Tabell 18.3). Vidare förtydligas det att statspapper endast får köpas på andrahandsmarknaden, vilket gäller även enligt nuvarande riksbankslag (8 kap. 1 § tredje stycket).

18.11.3 Direkta köp av privata värdepapper

Kommitténs förslag: Om det finns synnerliga skäl ska Riksbanken få köpa och sälja privata värdepapper, dvs. andra finansiella instrument än statspapper, i penningpolitiskt syfte, förutsatt att dessa är upptagna till handel på en reglerad marknad.

Köp och försäljning av privata värdepapper har en direkt effekt på de företag som emitterar värdepapper i det segment av marknaden som handeln avser. Beroende på vilken typ av värdepapper som handlas kan tillgångspriser och lånevillkor från berörda emittenter därmed påverkas direkt av Riksbankens agerande.¹⁰⁶

Kommittén anser att köp och försäljning av privata värdepapper endast ska vidtas då synnerliga skäl föreligger. Utöver att direkt påverka kredit- och resursallokeringen i ekonomin innebär handel med privata värdepapper, när de inte fyller en funktion som säkerhet, ett betydligt större finansiellt risktagande jämfört med styrränteförändringar och statsobligationsköp. Vad som utgör synnerliga skäl kan variera beroende på vilken situation som föreligger. Kommittén vill dock betona att både förändringar i styrräntor och statsobligationsköp i allmänhet är att föredra framför köp av privata tillgångar. Vidare är det i allmänhet inte lämpligt med köp av privata tillgångar vid begränsade avvikelser från inflationsmålet. Därutöver följer av den generella proportionalitetsprincipen (se avsnitt 13.5) att köp av privata tillgångar endast bör ske om resultatet står i rimligt förhållande till hur åtgärden förväntas påverka risker för Riksbankens och statens finanser. Kommittén anser vidare att åtgärden ska utformas så att kredit- och resursallokeringen påverkas i så liten utsträckning som möjligt, givet de effekter Riksbanken vill uppnå. Kommittén anser dock inte att detta behöver framgå uttryckligen av den nya riksbankslagen.

Att kommittén anser att handel med privata värdepapper ska vara tillåtet, dock endast om de synnerliga skälen ovan föreligger, beror på en av utgångspunkterna i avsnitt 14.3.5, nämligen att Riksbanken behöver tillräckligt med befogenheter för att trovärdigt kunna ansvara för att under rimliga omständigheter uppnå inflationsmålet. Ett skäl för kommitténs ställningstagande är att räntegolvet kan vara

¹⁰⁶ Denna handel med värdepapper ska särskiljas från de återköpsavtal som framgår i avsnitt 18.11.1.

begränsande även i framtiden samt att mängden svenska statsobligationer är begränsad och kan bli än mindre i framtiden om statskulden minskar. Som framgår i avsnitt 18.5.3 kan ett för stort innehav av statsobligationer hos Riksbanken få negativa konsekvenser för denna marknad, på både kort och lång sikt, och det finns även rättsliga begränsningar som noteras ovan.

Sammantaget är det inte osannolikt att det i framtiden kan uppkomma en situation då styrräntan inte kan sänkas mer och då köp av statsobligationer inte är en lämplig åtgärd på grund av begränsad tillgång. Köp av privata värdepapper kan under sådana förhållanden bidra till att bibehålla trovärdigheten kring att Riksbanken kan ta ansvar för att uppnå inflationsmålet. Behovet av en sådan åtgärd kan förstärkas av att centralbanker i valutaområden av stor betydelse för Sverige (bl.a. euroområdet, Norge och Storbritannien) tillåter köp av privata värdepapper inom ramen för penningpolitiken. Tillgängsköp av andra centralbanker som leder till sänkta marknadsräntor inom andra valutaområden kan innebära att en betydande förstärkning av den svenska kronan, vilket under vissa omständigheter kan bedömas riskera trovärdigheten för Riksbankens inflationsmål.

Jämförelse med nuvarande lag

Det bör först noteras att en form av köp och försäljning, i civilrättslig mening, av privata värdepapper – s.k. återköpsavtal – ingår bland likviditetsinstrumenten i kommitténs förslag till ny riksbankslag (se avsnitt 18.11.1). Den handel med privata värdepapper som avses här är i stället innehav av mer varaktig karaktär och av skäl som angavs ovan anser kommittén att det endast ska ske om synnerliga skäl föreligger. Kommitténs förslag innebär således att direkta köp separeras från återköpsavtal.

Som berörs i avsnitten 18.2.1 och 18.8.3 motiverades den nuvarande möjligheten enligt lagtextens ordalydelse att köpa alla slags värdepapper med att Riksbanken skulle kunna göra återköpsavtal avseende samma slags värdepapper som används som säkerhet vid kreditgivning. Avsikten har således inte varit att möjliggöra direkta köp och försäljningar av annat än statspapper (se avsnitt 18.2.1).

18.11.4 Föreskrifter och kassakrav

Kommitténs förslag: Bestämmelserna om kassakrav förs över till den nya riksbankslagen, med ändringarna att

- sådana krav får uppställas genom föreskrifter eller genom beslut i ett enskilt fall, och att
- någon begränsning om högst 15 procent ska inte gälla.

Riksbanken ska i övrigt få meddela föreskrifter om villkoren för penningpolitiska transaktioner.

Riksbanken får i dag utfärda föreskrifter om penningpolitiken (1 kap. 2 § fjärde stycket riksbankslagen). Denna möjlighet används inte för närvarande. I stället har regelverket för bl.a. penningpolitiska instrument utformats som avtalsvillkor (se Villkor för RIX och penningpolitiska instrument). Bemyndigandet att meddela föreskrifter på detta område bör dock föras över till den nya riksbankslagen. Riksbankens föreskrifter, avtalsvillkor eller kassakrav gentemot enskilda finansiella företag enligt nedan får dock inte innebära en parallell reglering av sådana frågor som Finansinspektionen ansvarar för, såsom likviditets- och kapitalkrav för finansiella företag.

Med kassakrav avses att en viss andel av det aktuella finansinstitutets placeringar eller förbindelser ska motsvaras av insättningar i Riksbanken. Som berörs ovan (avsnitt 18.2.1) har inte Riksbanken tillämpat några kassakrav sedan april 1994. Det finns dock inte skäl att utesluta möjligheten till kassakrav inom ramen för penningpolitiken, som också förekommer i ECBS-stadgan. Det gäller särskilt om Riksbanken i framtiden skulle övergå till ett annat slags penningpolitiskt styrsystem med större inslag av kvantitetsstyrning.¹⁰⁷ Kommittén föreslår därför att bestämmelsen om kassakrav förs över till det penningpolitiska kapitlet i den nya riksbankslagen. I syfte att anpassa bestämmelsen till artikel 19.1 i ECBS-stadgan bör dock kravet på att kassakraven högst får motsvara 15 procent tas bort.

Med tanke på den definition av uttrycket finansiella företag som kommittén föreslår, finns det skäl att nämna att det knappast kommer att finnas skäl att meddela kassakrav som omfattar AP-fonder.

¹⁰⁷ Se Riksbanken (2014), kapitel 2.

Kassakrav kan även användas för andra syften än penningpolitiska.¹⁰⁸ Kassakrav, och den ränta som utges på dessa medel, kan användas för att påverka en centralbanks intjäning (seignorage). Exempelvis får kassakrav till nollränta (när styrräntan är positiv) karaktären av en skatt på de företag som åläggs kassakrav. De kassakrav som föreslås ingå i den nya riksbankslagen får dock endast användas i penningpolitiskt syfte, dvs. inte i syfte att finansiera Riksbanken. I likhet med vad som gäller enligt den nuvarande riksbankslagen ska det dock vara tillåtet att besluta om kassakrav utan ränta.

Jämförelse med nuvarande lag

Jämfört med den nuvarande riksbankslagen föreslår kommittén att nuvarande övre begränsning av kassakraven på femton procent tas bort. I övrigt föreslås att rätten att meddela föreskrifter om penningpolitiken ska avse villkoren för penningpolitiska transaktioner.

18.11.5 Valutainterventioner

Kommitténs förslag: Riksbanken ska ha befogenhet att i penningpolitiskt syfte intervensera på valutamarknaden, dvs. att köpa och sälja utländsk valuta och finansiella derivatinstrument som avser valutor i utbyte mot svenska kronor.

I den nya riksbankslagen förtydligas att Riksbanken måste beakta vilket växelkurssystem som gäller enligt lagen om valutapolitik när valutainterventioner genomförs. Riksbanken ska således inte genomföra valutainterventioner i en sådan omfattning eller på ett sådant sätt att det i praktiken blir fråga om en regim med fast eller på annat sätt målsatt växelkurs när regeringen har beslutat att växelkursen ska vara rörlig.

Eftersom centralbanken kan sälja sin egen valuta i obegränsad mängd är valutainterventioner i syfte att försvaga valutan en potentiellt kraftfull metod för att bl.a. påverka inflationstakten. Som noteras i utgångspunkterna (avsnitt 14.3.5) behöver Riksbanken befogenheter som innebär att den under rimliga förutsättningar kan ta ansvar för

¹⁰⁸ Se t.ex. Rule (2015).

att uppnå inflationsmålet. När det gäller valutainterventioner är det viktigt att Riksbanken har tillgång till denna befogenhet då centralbanker har det i andra valutaområden som Sverige handlar mycket med. Dessutom, som argumenteras för i avsnitt 18.11.3, kan det i framtiden uppkomma situationer då räntan inte kan sänkas mer och det inte är ändamålsenligt att köpa mer statsobligationer. Riksbanken kan då vara i behov av fler instrument.

Som framgick i avsnitt 18.7.2 finns dock risker med valutainterventioner som måste vägas emot förbättrad måluppfyllelse. Riksbankens resultat och egna kapital kan påverkas negativt vid omfattande interventioner. Då det i förlängningen påverkar utdelningen till staten och behov av eventuella kapitaltillskott behöver hänsyn tas till sådana effekter. Liksom för transaktioner med privata värdepapper ovan ska det därför finnas en rimlig proportion mellan hur åtgärden förväntas påverka trovärdigheten i Riksbankens strävan att uppnå inflationsmålet och de kostnader och risker som åtgärden medför för den samlade offentliga sektorns finansiella ställning. Då valuta-interventioner kan få en betydande effekt på Riksbankens resultat och egna kapital samt, därmed, den samlade offentliga sektorns finansiella ställning, bör Riksbanken ta hänsyn till dessa förhållanden när valutainterventioner övervägs (se avsnitt 13.5 angående en proportionalitetsprincip för Riksbankens beslutsfattande).

Som berörs ovan skulle valutainterventioner kunna vidtas i sådan omfattning eller på ett sådant sätt att de kommer i konflikt med den beslutade växelkursregimen. Det finns därför skäl att i den nya riksbankslagen förtydliga att Riksbanken måste hålla sig inom ramen för den beslutade växelkursregimen när valutatransaktioner genomförs. Det gäller även om dessa transaktioner är motiverade av penningpolitiska skäl. En sådan ordning kan visserligen sägas begränsa Riksbankens penningpolitiska manöverutrymme i viss mån. Begränsningen torde dock vara förenlig med unionsrätten med tanke på att övergripande valutapolitiska frågor beslutas av ett politiskt organ, rådet, även för Eurosystemet (artikel 219 i EUF-fördraget).¹⁰⁹ Det saknas däremot anledning att begränsa Riksbankens handlingsutrymme i fråga om räntestyrning med hänvisning till vilket växelkurssystem som gäller, även om också styrräntebeslut påverkar växelkursen.

¹⁰⁹ Vid beslut om fast växelkurs ska rådet försöka uppnå enighet med ECB i "överensstämmelse med målet om prisstabilitet" (artikel 219.1). Av artikel 219.2 i EUF-fördraget framgår att eventuella riktlinjer från rådet för valutapolitiken, då rörlig växelkurs råder, inte påverkar prisstabilitetsmålet för ECBS del.

I en situation då valutainterventioner bedöms ha bäst förutsättningar att kunna bidra till att uppnå prisstabilitetsmålet kan det finnas skäl för Riksbanken att använda detta instrument, förutsatt att interventionerna utformas på ett sådant sätt att de inte kommer i konflikt med det växelkurssystem som regeringen har beslutat samt att de står i rimlig proportion till de finansiella riskerna. Om exempelvis en rörlig växelkursregim råder, kan särskilda omständigheter göra att Riksbanken behöver motverka en alltför stark kronkurs.

I den nya riksbankslagen ska den nu aktuella befogenheten uttryckas som att Riksbanken får köpa och sälja utländsk valuta och finansiella derivatinstrument som avser valutor i utbyte mot svenska kronor, i syfte att påverka kronans växelkurs. I fråga om finansiella derivatinstrument avses detsamma som i 1 kap. 4 § 5 lagen om värdepappersmarknaden.

Jämförelse med nuvarande lag

Kommitténs förslag innebär att nuvarande lag förtydligas när det gäller att Riksbanken, när den vidtar valutainterventioner inom ramen för penningpolitiken, ska beakta vilket växelkurssystem som gäller enligt lagen (1998:1404) om valutapolitik. Kommitténs förslag innebär att valutainterventioner berörs uttryckligen i den nya riksbankslagen.

18.11.6 Monetär finansiering av finanspolitik

Kommitténs bedömning: Riksbanken bör inte ha befogenhet att vidta åtgärder som i praktiken innebär en monetär finansiering av finanspolitik.

Enligt unionsrätten är det förbjudet för centralbanken att köpa statsobligationer direkt från staten (se avsnitt 18.9.1). Monetär finansiering av finanspolitik (MFFP) kan dock också ske i form av direkta transfereringar från Riksbanken till allmänheten. Åtgärden innebär att kapitaltillskott från staten kan bli nödvändigt kort därefter. Analysen i avsnitt 18.9 visar att denna typ av MFFP har stora likheter med finanspolitiska åtgärder, som enligt regeringsformen är riksdagens

ansvar. En sådan åtgärd kan och ska därför beslutas av riksdagen. Kommittén anser därför att det ur ett demokratiskt och konstitutionellt perspektiv inte är rimligt att Riksbanken ska kunna överpröva den finanspolitiska inriktningen. Riksbanken bör således inte tillåtas att ägna sig åt MFFP.

Jämförelse med nuvarande lag

Ingen förändring föreslås jämfört med nuvarande lag. Bestämmelsen om att Riksbanken inte får bevilja kredit till eller förvärva skuldebrev direkt från staten föreslås överföras till den nya riksbankslagen och förtydligas (se Tabell 18.3 och avsnitt 13.7). Den andra formen av monetär finansiering av finanspolitik som diskuterats i kapitlet – att Riksbanken förmedlar betalningsmedel direkt till medborgarna – ingår inte bland Riksbankens befogenheter i nuvarande riksbankslag. Sammanfattningsvis föreslår inte kommittén någon ändring jämfört med nuvarande lag, vilket innebär att monetär finansiering av finanspolitik inte får förekomma.

18.11.7 Uppgiftsskyldighet

Enligt kommitténs uppfattning bör Riksbanken även fortsättningsvis ha befogenhet att från finansiella företag inhämta nödvändiga uppgifter om har betydelse för penningpolitikens utformning. Förslag av denna innebörd lämnas i avsnitt 36.1.

Tabell 18.3 Penningpolitiska befogenheter i nuvarande riksbankslag jämfört med kommitténs förslag

Kategori	Nuvarande riksbankslag	Kommitténs förslag
Inlåning	Ta emot inlåning	Ta emot inlåning från <i>finansiella företag</i> (och staten)
Kreditgivning	<i>Bevilja kredit mot betryggande säkerhet</i>	<i>Ge kredit i svenska kronor eller utländsk valuta till finansiella företag mot betryggande säkerhet</i> <i>Ingå återköpsavtal med finansiella företag</i>
Värdepappershandel	Köpa, sälja och <i>förmedla värdepapper samt rättigheter och skyldigheter som anknyter till sådana tillgångar</i>	(Återköpsavtal enligt ovan) Köpa och sälja <i>svenska statspapper på andrahandsmarknaden</i> Köpa och sälja <i>andra finansiella instrument än statspapper om synnerliga skäl föreligger, under förutsättning att dessa är upptagna till handel på en reglerad marknad (direkta köp/försäljningar)</i>
Utgivning av värdepapper	Ge ut egna skuldebrev	Ge ut <i>och omsätta egna skuldebrev i svenska kronor</i>
Valutahandel	Köpa, sälja och <i>förmedla valuta samt rättigheter och skyldigheter som anknyter till sådana tillgångar</i>	<i>Genomföra valutainterventioner, dvs. köp eller försäljningar av utländsk valuta, utländska statspapper eller finansiella derivatinstrument som avser valutor, varvid svenska kronor utgör det ena ledet i transaktionen, i syfte att påverka kronans växelkurs och med beaktande av vilket växelkurssystem som gäller enligt lagen om valutapolitik</i>

Kategori	Nuvarande riksbankslag	Kommitténs förslag
<i>(forts.)</i>		
Uppgifts- skyldighet	<i>Efter anmodan av Riksbanken skall ett finansinstitut eller annat företag som står under tillsyn av Finansinspektionen till Riksbanken lämna de uppgifter som Riksbanken anser nödvändiga för att följa utvecklingen på valuta- och kreditmarknaderna</i>	<i>Finansiella företag som driver verksamhet i Sverige ska lämna de uppgifter som är nödvändiga för att Riksbanken ska kunna utföra sina uppgifter enligt den nya riksbankslagen</i>
Reglering	<i>Uppställa kassakrav gentemot finansinstitut</i>	<i>Meddela föreskrifter om kassakrav för finansiella företag eller besluta om sådana krav i enskilda fall</i>
	<i>Meddela föreskrifter inom ramen för sitt ansvar för penningpolitiken</i>	<i>Meddela föreskrifter om villkoren för penningpolitiska transaktioner</i>

Anm. Inlåning från staten föreslås regleras i 3 kap. i den nya riksbankslagen, som rör det finansiella systemet. Något penningpolitiskt syfte krävs därför inte, i motsats till vad som gäller enligt 2 kap. samma lag. Inlåning i övrigt, t.ex. i syfte att genomföra betalningar eller att stärka den finansiella stabiliteten, föreslås också regleras i 3 kap. samma lag.

18.12 Referenser

- Abidi, N. och I. Miquel-Flores (2018), "Who benefits from the corporate QE: A regression discontinuity design approach", *ECB Working paper* nr 2145. Europeiska centralbanken.
- Alsterlind, J., H. Erikson, M. Sandström och D. Vestin (2015), "Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?", *Ekonomiska kommentarer* 2015:12, Riksbanken.
- Altavilla, C., M. Boucinha och J-L. Peydró (2017), "Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment", *ECB Working paper* nr 2105, Europeiska centralbanken.
- Ampudia, M., D. Georgarakos, J. Slacalek, O. Tristani, P. Vermeulen och G. L. Violante (2018), "Monetary policy and household inequality", *ECB Working paper* nr 2170, Europeiska centralbanken.
- Andrade, P., J. Breckenfelder, F. De Fiore, P. Karadi och O. Tristani (2016), "The ECB's asset purchase programme: An early assessment", *ECB Working Paper* nr 1956. Europeiska centralbanken.
- Bean, C. (2017), *Central banking after the Great recession*, Wincott Lecture, november.
- Ball, L., J. Gagnon, P. Honohan och S. Krogstrup (2016), "What else can central bank do?", *Geneva Reports on the World Economy*, ICMB och CEPR.
- Bank of Canada (2013), *Unconventional Monetary Policies: Evolving Practices, Their Effects and Potential Costs*, Eric Santor, International Economic Analysis, and Lena Suchanek, Canadian Economic Analysis.
- Bank of England (2017), Corporate Bond Purchase Scheme: design, operation and impact, *Quarterly Bulletin* Q3.
- Bank of England (2019), *The Bank of England's operations under the funding for lending scheme – operating procedure*, 21 januari.
- Benigno, P. (2016), "The relevance or irrelevance of asset purchase programs", *Penning- och valutapolitik* 2016:3, s. 78–85. Riksbanken.

- Bernanke, B. (2016), "What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter money", blogginlägg, 11 april, Brookings.
Finns tillgänglig på följande webbplats:
www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/04/11/what-tools-does-the-fed-have-left-part-3-helicopter-money/.
- BIS (2013), *Fundamental review of the trading book: A revised market risk framework*, Consultative document, oktober. Bank for International Settlements.
- Boneva, L. C. de Roure och B. Morley (2018), "The impact of the Bank of England's corporate bond purchase scheme on yield spreads", *Staff Working Paper* nr 719, Bank of England.
- Borio, C. (2016), "Towards a financial stability-oriented monetary policy framework?" Presentation vid konferensen *Central banking in times of change*, Österrikes centralbank, september.
- Borio, C. och A. Zabai (2016), "Unconventional monetary policies: a re-appraisal", *BIS Working Papers*, nr 570. Bank for International Settlements.
- Bräuning, F. och B. Wu (2017), "ECB monetary policy transmission during normal and negative interest rate periods", Federal Reserve Bank of Boston, New York University, mars.
- Bunn, P., A. Pugh och C. Yeates (2018), "The distributional impact of monetary policy easing in the UK between 2008 and 2014", *Staff Working Paper* nr 720. Bank of England.
- Chen, H., V. Curdia and A. Ferrero, (2012), "The macroeconomic effects of large-scale asset purchase programmes", *Economic Journal*, vol 122, s. 289–315.
- Coeuré, B. (2018), *The persistence and signaling power of central banks asset purchase programmes*, tal, 23 februari, Europeiska centralbanken.
- Constâncio, V. (2017), *The future of monetary policy frameworks*, tal, 25 maj, Europeiska centralbanken.
- Correia, I. (2016), "From unconventional monetary to unconventional fiscal policies", *Penning- och valutapolitik* 2016:3, s. 69–77. Riksbanken.

- De Graeve, F. och J. Lindé (2015), "Effects of unconventional monetary policy: theory and evidence", *Penning- och valutapolitik* 2015:1, s. 41–72. Riksbanken.
- Demiralp, S., J. Eisenschmidt och T. Vlassopoulos (2017), "Negative interest rates, excess liquidity and bank business models: Banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area", manuskript, maj.
- De Rezende, R. B., D. Kjellberg och O. Tysklind (2015), "Effekter på finansiella priser på Riksbankens obligationsköp", *Ekonomiska kommentarer* 2015:13. Riksbanken.
- Deutsche Bank (2016), "Helicopters 101: your guide to monetary financing", *Special report*, april.
- Deutsche Bundesbank (2017), "The role of banks, non-banks and the central bank in the money creation process", *Monthly Report*, april.
- Diez de los Rios, A. och M. Shamloo (2017), "Quantitative easing and longterm yields in small open economies", *Staff Working paper* nr 26, juli, Bank of Canada.
- ECB (2016a), "The corporate bond market and the ECB's corporate sector purchase programme", Box 2 i *Economic Bulletin*, nr 5, Europeiska centralbanken.
- ECB (2016b), "The distributional impact of monetary policy", Box 5 i *Annual report*, Europeiska centralbanken.
- Eggertsson, G., R. Juelsrud and E. G. Wold (2017), "Are negative nominal interest rates expansionary?", *NBER Working Paper* nr 24039.
- Eggertsson, G. och L. Summers (2019), "Negative interest rate policy and the bank lending channel", *VoxEU-kolumn*, 24 januari.
- Elmér, H., G. Guibourg, D. Kjellberg och M. Nessén (2012), "Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen – utvärdering och lärdomar", *Penning- och valutapolitik* 2012:3, Riksbanken.
- Engen, E. M., T. Laubach, och D. Reifschneider (2015), "The macroeconomic effects of the Federal Reserve's unconventional monetary policies", *Finance and Economics Discussion Series* 2015-005, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington DC.

- Erikson, H. och D. Vestin (2019), "Pass-through at mildly negative policy rates", *VoxEU-kolumn*, 22 januari.
- Finansinspektionen (2018), *Stabiliteten i det finansiella systemet*, 2018:2, Dnr 18-20866.
- Franta, M., T. Holub, P. Král, I. Kubicová, K. Šmídková och B. Vašíček (2014), "The exchange rate as an instrument at zero interest rates: The case of the Czech Republic", *Research and Policy Notes*, nr 3, 2014.
- Friedman, M. (1969), "The optimum quantity of money", i M. Friedman, *The optimum quantity of money and other essays*, Chicago: Adline Publishing Company.
- Gagnon, J. E. (2016), "Quantitative easing: An underappreciated success", *Policy Briefs* PB16-4, Peterson Institute for International Economics.
- Gertler, M. och P. Karadi (2013), "QE 1 vs 2 vs 3...: A framework for analyzing large-scale asset purchases as a monetary policy tool", *International Journal of Central Banking*, vol 9, nr 1, s. 5–53.
- Goodfriend, M. (2013), "Lessons from a century of FED policy: Why monetary and credit policies need rules and boundaries", Testimony before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives Washington, D.C., december.
- Goodhart, C., E. Bartsch och J. Ashworth (2016), "Central banks and credit creation: the transmission channel via the banks matters", *Penning- och valutapolitik* 2016:3, s. 55–68. Riksbanken.
- Goodhart, C. och R. Lastra (2017), "Populism and central bank independence", *Discussion paper series*, DP12122, Centre for Economic Policy Research, CEPR, London.
- Haldane, M., M. Roberts-Sklar, T. Wieladek och C. Young (2016), "QE: the story so far", *Staff Working paper* nr 624, oktober, Bank of England.
- Hampl, M. (2018), *Is digital currency useful for central banks?*, tal, 27 februari, Czech National Bank.
- Havrylchyk, O. (2016), "Incentivising lending to SMEs with the funding for lending scheme: some evidence from bank-level data in the United Kingdom", *Economics Departments Working paper* nr 1365, OECD.

- Heider, F., F. Saidi och G. Schepens (2018), "Life below zero: bank lending under negative policy rates", *ECB Working paper* nr 2173, Europeiska centralbanken.
- HM Treasury (2013), *Review of the monetary policy framework*, mars.
- IMF (2017), "Negative interest rate policies – initial experiences and assessments", *IMF Policy paper*, augusti.
- Kiley, M. T. (2018), "Quantitative easing the 'new normal' in monetary policy", *Finance and Economics Discussion Series* 2018-004, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Kuttner, K. N. (2018), "Outside the box: Unconventional monetary policy in the great recession and beyond", *Journal of Economic Perspectives*, vol 32, nr 4, s. 121–146.
- La Repubblica, Intervju med Peter Praet, publicerad 18 mars 2016. Tillgänglig på ECB:s hemsida, www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2016/html/sp160318.en.html
- Lopez, J. A., A. K. Rose och M. M. Spiegel, (2018), "Why have negative nominal interest rates had such a small effect on bank performance? Cross country evidence", *NBER Working Paper* nr 25004.
- Lotsberg, K. (1994), "Riksbanken reducerar kassakraven för bankerna till noll", *Penning- och valutapolitik* 1994:2, Riksbanken.
- McLeay, M., A. Radia och T. Ryland (2014), "Money creation in the modern economy", *Quarterly Bulletin Q1*, Bank of England.
- Miles, D. och J. F. Schanz (2014), "The relevance or otherwise of the central bank's balance sheet", *CESifo Working paper* nr 4615.
- Molyneux, P., A. Reghezza, J. Thornton och R Xie (2017), "Did negative interest rates impact bank lending?", *Working paper* nr 2, Bangor Business School, Prifysgol Bangor University.
- Molyneux, P. A. Reghezza och R. Xie (2018), "Bank profits and margins in a world of negative rates", *Working paper* nr 1, Bangor Business School, Prifysgol Bangor University.
- Niemeyer, J. (2016), "Basel III, vad och varför?" *Penning- och valutapolitik* 2016:1, s. 57–89. Riksbanken.
- NOU 2017:13, *Ny sentralbankslov, organisering av Norges Bank og statens pensjonsfond utland*, Norges offentliga utredningar.

- Orphanides, A. (2018), ”The boundaries of central bank independence: Lessons from unconventional times”, IMES *Discussion paper series* nr 2018-10-E, Institute for monetary and economic studies, Bank of Japan.
- Potter, S. (2017), *Implementing monetary policy with the balance sheet*, tal, 6 november, Federal Reserve.
- Reis, R. (2013), ”Central bank design”, *Journal of Economic Perspectives*, vol 27, nr 4, s. 17–44.
- Reis, R. (2016), ”Funding quantitative easing to target inflation” i *Designing resilient monetary policy frameworks for the future*, Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, augusti.
- Reis, R. (2019), ”Can the central bank alleviate fiscal burdens?”, i D. Mayes, P. Siklos och J-E. Strum (reds.), *The Oxford Handbook of Economics of Central Banking*, New York: Oxford University Press.
- Reza, A., E. Santor och L. Suchanek (2015), Quantitative easing as a policy tool under the effective lower bound, *Staff Discussion Paper* nr 14, Bank of Canada.
- Riksbanken (2009), ”Riksbanken erbjuder lån till fast ränta”, *Pressmeddelande*, 2 juli.
- Riksbanken (2014), ”Riksbankens penningpolitiska styrsystem – en översyn”, *Riksbanksstudier*, mars.
- Riksbanken (2016a), ”Delegeringsbeslut om valutainterventioner”, *Pressmeddelande* 4 januari.
- Riksbanken (2016b), ”Perspektiv på den negativa räntan”, fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, juli.
- Riksbanken (2017a), ”Penningpolitikens effekt på finansiella variabler”, fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, april.
- Riksbanken (2017b), *Marknadsaktörers syn på risker och den svenska ränte- och valutamarknadernas funktionssätt*, våren 2017.
- Riksbanken (2019), *Villkor för RIX och penningpolitiska instrument*, april.
- Rule, G. (2015), ”Understanding central bank balance sheets”, *Handbook* nr 32, Centre for Central Bank Studies, Bank of England.

- Sims, C. A. (2016), "Fiscal policy, monetary policy and central bank independence", manuscript, augusti.
- Skingsley, C. (2016), *Ny spelplan för penningpolitiken: Vad kan en liten öppen ekonomi vänta sig?*, tal, 19 maj, Sveriges Riksbank.
- Svensson, L. E. O. (2003), "Escaping from a liquidity trap and deflation: The foolproof way and others", *Journal of Economic Literature*, vol 17, nr 4, s. 145–166.
- Svensson, L. E. O. (2009), *Penningpolitik vid nollränta*, tal, 17 februari, Sveriges Riksbank.
- Svensson, L. E. O. (2010), "Inflation Targeting", kapitel 22 i Freidman, B. M. och M. Woodford (red.) *Handbook of Monetary Economics*, vol 3B, Amsterdam: North-Holland.
- Tucker, P. (2016), "How can central banks deliver credible commitment and be 'Emergency institutions'?", kapitel 1 Cochrane, J. och J. Taylor (reds.) *Central bank governance and oversight reform*, Stanford: Hoover Institution Press.
- Tucker, P. (2018), *Unelected power, the quest for legitimacy in central banking and the regulatory state*, Princeton: Princeton University Press.
- Turner, A. (2015), "The case for monetary finance – An essentially political issue". Washington: Institute for New Economic Thinking, 16th IMF Jacques Polak Annual Research Conference, november.
- Urbschat, F. (2018), "The good, the bad, and the ugly: Impact of negative interest rates and QE on the profitability and risk-taking of 1600 German banks", *Munich Discussion Paper* nr 2018-7, Department of Economics University of Munich.
- Woodford, M. (2012), "Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound", *Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium Conference Volume*, augusti.

19 Växelkursstyrning

19.1 Uttrycket valutapolitik

Kommitténs förslag: Uttrycket valutapolitik ska inte längre användas i fråga om Riksbankens verksamhet. Det ska således inte användas i den nya riksbankslagen.

Strukturen i den nuvarande riksbankslagen

I riksbankslagen används såväl uttrycket valutapolitik som uttrycket penningpolitik. För vissa av Riksbankens åtgärder krävs att de vidtas i ett penningpolitiskt syfte. Användningen av andra åtgärder förutsätter att det finns ett valutapolitiskt syfte. Denna struktur har sin bakgrund i bl.a. att Sverige hade en fast växelkurs vid den tidpunkt då riksbankslagen togs fram och att upprätthållandet av den fasta kursen var en betydelsefull del av Riksbankens verksamhet. Som berörs i avsnitt 13.1 förändrades förutsättningarna för valutapolitiken redan några få år efter lagens ikraftträdande, när Sverige 1992 övergick till en rörlig växelkurs. Även dessförinnan hade stora förändringar skett genom avreglering i fråga om valuta- och kreditmarknaderna.

Den ovan beskrivna strukturen talar för att lagstiftaren har ansett att det finns en skillnad mellan penning- respektive valutapolitiken och att valutapolitiken t.ex. inte endast är en delmängd av penningpolitiken.

I några fall får en viss åtgärd enligt den nuvarande riksbankslagen vidtas såväl i ett valutapolitiskt som i ett penningpolitiskt syfte. Det gäller t.ex. valutainterventioner (6 kap. 5 § första stycket 2 respektive 7 kap. 3 § 1 samma lag). Frågan är då vad som avses med uttrycken valutapolitik respektive penningpolitik i riksbankslagen.

Trots att vissa åtgärder enligt riksbankslagen förutsätter ett valutapolitiskt syfte, anges det inte något mål för valutapolitiken i lagen. Detta beror sannolikt på att lagstiftaren utgick från att kronan skulle ha en fast växelkurs, dvs. en ordning som lägger fast ett mål för valutapolitiken, trots att det målet inte uttalas i riksbankslagen. Utformningen av lagen i detta hänseende kan också kopplas till att de viktigare frågorna inom valutapolitiken, inklusive beslut om devalveringar, i praktiken sköttes av regeringen och inte av Riksbanken (se avsnitt 12.2.1).

Det är däremot svårt att definiera vad som utgör ett valutapolitiskt syfte i ett system med en helt rörlig växelkurs, bortsett från att det kan sägas vara ett övergripande valutapolitiskt ställningstagande att ha en rörlig växelkurs. Det som kännetecknar ett system med en rörlig växelkurs är nämligen att det externa värdet på valutan bestäms av marknaden, som i sin tur påverkas av reala och finansiella faktorer samt förväntningar, inklusive Riksbankens beslut om styrräntan och andra penningpolitiska beslut. I de ursprungliga förarbetena till riksbankslagen förutsattes därför att centralbanken i ett sådant system skulle avstå från att intervensera på marknaden, medan valutareserven skulle utgöra en viktig grund för förtroendet för valutapolitiken när någon form av fast växelkurssystem används.¹ I efterhand och särskilt under perioden efter finanskrisen har det dock visat sig att valutainterventioner, dvs. att byta inhemsk valuta mot utländsk valuta eller vice versa, i vissa fall kan bli aktuella även i ett system med en rörlig växelkurs och då i penningpolitiskt syfte (se avsnitten 18.7 och 18.11.5).

Innebörden av uttrycket valutapolitik enligt förarbetena

De ursprungliga förarbetena till riksbankslagen är fortfarande av betydelse för tolkningen av innebörden av uttrycket valutapolitik, eftersom de lagändringar som har gjorts avseende valutapolitiken sedan lagens ikraftträdande framför allt är begränsade till frågor om beslutsformer och ansvarsfördelning. I Statsskuldspolitiska kommitténs slutbetänkande, som låg till grund för propositionen med förslag till en ny riksbankslag, beskrevs valutapolitik som regler och

¹ SOU 1986:22, s. 113, 114 och 125.

åtgärder som syftar till att styra växelkursen för kronan.² Dessa delades i sin tur in i uppgifter som gäller att bestämma värdet av den svenska valutan, att förvalta valutareserven, att delta i internationellt valutasamarbete samt att hantera valutareglingsfrågor. Enligt Statsskuldspolitiska kommittén används valutareserven allmänt sett till att utjämna förskjutningar i betalningsutbytet med utlandet och är en viktig grund för förtroendet för valutapolitiken när någon form av fast växelkurssystem används genom att den kan användas till valutainterventioner.³ För att Riksbanken skulle kunna påverka kronans externa värde infördes en bestämmelse om att banken får köpa och sälja utländsk valuta, guld m.m. (nuvarande 7 kap. 3 § riksbankslagen). I förarbetena förtydligades att syftet med bestämmelsen var att Riksbanken skulle ges medel att uppfylla sin valutapolitiska uppgift.⁴

I propositionen till den nuvarande riksbankslagen nämnde regeringen att de valutapolitiska uppgifterna hör till Riksbankens allra viktigaste (prop. 1986/87:143 s. 43). I anslutning till detta uttalande angavs dock att vissa valutapolitiska beslut, nämligen överenskommelser om valutasystem, är exempel på viktigare penningpolitiska beslut. Detta uttalande kan tolkas som att valutapolitiken är en delmängd av penningpolitiken. I de ovannämnda förarbetena sägs också att de kreditpolitiska uppgifterna i allmänhet, dvs. det som i dag kallas penningpolitik, syftar till att påverka ränta och likviditet på inhemska marknader, men att åtgärderna mycket väl kan ha sin grund i valutapolitiska överväganden. Vidare nämnde regeringen att vissa valutapolitiska befogenheter krävdes för att Riksbanken ska kunna medverka i det internationella monetära samarbetet. Regeringen förefaller i huvudsak ha godtagit Statsskuldspolitiska kommitténs definition av uttrycket valutapolitik genom uttalandena i propositionen.

Vid riksdagsbehandlingen av riksbankslagen uttalade också finansutskottet att med penningpolitiska beslut avses beslut av såväl kreditpolitisk som valutapolitisk natur (bet. 1988/89:FiU4 s. 7). Uttrycket kreditpolitik utmönstrades senare ur riksbankslagstiftningen och ersattes av uttrycket penningpolitik mot bakgrund av avregle-

² Ibid., s. 111 och 112.

³ Ibid., s. 125.

⁴ Ibid., s. 118.

ringen av kreditmarknaden och gängse internationellt språkbruk (prop. 1997/98:40 s. 86).

De ovannämnda förarbetsuttalandena ger uttryck för en viss sammanblandning av begreppen penningpolitik och valutapolitik och att innebörden av dessa begrepp inte är tydlig. Riksbanksfullmäktige har anfört att innebörden av uttrycket valutapolitik och hur det förhåller sig till penningpolitik kan behöva förtydligas. Som exempel på detta har fullmäktige nämnt ett valutaåterköpsavtal med Ukraina.⁵ Ett sådant avtal får för närvarande ingås endast om det finns ett valutapolitiskt syfte bakom beslutet.

Förhållandet mellan valutapolitiken och penningpolitiken

Något särskilt mål för valutapolitiken anges alltså inte i riksbankslagen. Detta förhållande talar i viss mån för att valutapolitiken för Riksbankens del är underordnad penningpolitiken på så sätt att valutapolitiska åtgärder i förlängningen syftar till att uppnå prisstabilitetsmålet. Som berörs i avsnitt 19.2 har dock regeringen ansvaret för övergripande valutapolitiska frågor. Riksbankens tillämpning av valutapolitiken är beroende av regeringens ställningstagande i dessa frågor. Uttrycket valutapolitik har således – i vart fall i regeringsformen och i lagen om valutapolitik – en innebörd vid sidan av penningpolitiken. För regeringens del kan ett beslut om ett fastkursarrangemang t.ex. vara ett led i en framtida övergång till euron som valuta i Sverige, baserat på ett riksdagsbeslut av denna innebörd. Det kan således även i framtiden finnas mål för valutapolitiken som inte framgår av riksbankslagen.

Riksbankens tillämpning av valutapolitiken enligt 7 kap. 1 § riksbankslagen kan dock sägas ha som mål att upprätthålla den växelkursregim som regeringen har beslutat om, i vart fall om det skulle röra sig om en fast växelkurs. Att Riksbanken ska bestämma om tillämpningen av det valda växelkurssystemet innefattar också enligt ett förarbetsuttalande att Riksbanken vid flytande växelkurs självständigt hanterar den flytande kursen (prop. 1997/98:40 s. 90).

Att Sverige har en rörlig växelkurs innebär i sig inga restriktioner för möjligheterna att påverka inflationstakten genom penningpolitiska instrument. Under en fast växelkurs är däremot Riksbankens

⁵ Se fullmäktiges remissvar i betänkandet 2015/16:FiU41, s. 20.

åtgärder begränsade av behovet att upprätthålla den beslutade växelkursen, bl.a. eftersom styrräntan måste sättas till en nivå eller ett intervall som är förenligt med den fasta växelkursen. Att ha en fast växelkurs gentemot ett land eller en grupp av länder med låg inflation kan dock vara ett sätt att uppnå prisstabilitet. Den fasta växelkurs som Sverige tidigare tillämpade har därför beskrivits som ett mellanliggande mål i den överordnade ambitionen att värna penningvärdet.⁶ Regeringen anförde vidare i propositionen till bl.a. lagen om valutapolitik att valet av växelkurssystem inte i sig innebär någon restriktion för Riksbankens möjligheter att uppnå prisstabilitetsmålet (prop. 1997/98:40 s. 57).

Mot detta kan anföras att ett beslut om ett fast växelkurssystem innebär att graden av eventuell prisstabilitet bestäms av förhållandena i det eller de land till vilket kronan knyts. Samtidigt anfördes i propositionen att valet mellan flytande eller fast växelkurs i hög grad påverkar Riksbankens val av penningpolitisk strategi (samma prop. s. 58).

I samma proposition anförde regeringen också att valutapolitiken enligt ett visst synsätt kan sägas vara en del av penningpolitiken (prop. 1997/98:40 s. 60 och 61). En möjlig tolkning av detta uttalande, sett i sitt sammanhang, är dock att det avser beslutsordningen inom växelkurssamarbetet ERM2 och varför det inom detta samarbete är motiverat att både finansministrar och centralbankschefer fattar vissa beslut, och inte hur det bör förhålla sig i Sverige. Frågor om beslutsformerna inom EU för valutapolitiska frågor behandlas i avsnitt 9.2.

Frågan om den närmare innebörden av uttrycket valutapolitik har också aktualiserats med anledning av lagstiftningsarbetet avseende Riksbankens finansiella oberoende och dess valutareserv.⁷ Bakgrunden till detta är bl.a. att valutareserven enligt nuvarande riksbankslag ska fylla ett valutapolitiskt syfte (7 kap. 2 §). Den s.k. Bondeutredningen anförde därför att valutareserven finns för att Riksbanken kan behöva göra valutainterventioner.⁸ Även den s.k. Flamutredningen berörde att valutareserven enligt riksbankslagen ska hållas ett

⁶ SOU 1993:20, s. 169.

⁷ Se SOU 2007:51, SOU 2013:9 och ett utkast till lagrådsremiss om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning från 2017, dnr Fi2017/01329/B.

⁸ SOU 2007:51, s. 55 och 56.

i valutapolitiskt syfte, vilket enligt utredningens uppfattning knappast var fallet vid den tidpunkt då dess betänkande överlämnades.⁹

Riksbankens tolkning

Riksbankens direktion har anfört att uttrycket valutapolitiskt syfte omfattar alla transaktioner som görs avseende utländsk valuta, så länge som de sker inom ramen för Riksbankens lagstadgade mål och uppgifter.¹⁰

Det bör dock understrykas att förarbetena till bestämmelserna om åtgärder som får vidtas i valutapolitiskt syfte inte berör den situationen att utländsk valuta skulle kunna användas till att avvärja en kris i det svenska finansiella systemet. Detta är för övrigt naturligt med tanke på hur kredit- och valutamarknaderna då fungerade. I vissa förarbeten angående internationellt valutasamarbete berörs allvarliga kriser i det internationella betalningssystemet respektive hot mot det internationella monetära systemet apropå åtgärder som får vidtas i ett valutapolitiskt syfte (SOU 1986:22 s. 119 och prop. 1999/2000:50 s. 23 och 24). Detta avser dock åtgärder som vidtas inom ramen för samarbetet i IMF. Det sistnämnda förarbetsuttalandet avser dessutom en lagändring som innebär att Riksbanken i vissa fall får delta i finansiering av IMF:s verksamhet även om det inte finns något valutapolitiskt syfte bakom åtgärden. Att internationellt monetärt samarbete eller valutasamarbete ingår i de valutapolitiska uppgifterna förutsattes redan i de ursprungliga förarbetena till riksbankslagen, vilket berörs ovan (SOU 1986:22 s. 111 och 112 och prop. 1986/87:143 s. 43).

Det torde stå klart att bestämmelser avseende finansiering av IMF:s verksamhet inte ger Riksbanken någon befogenhet att använda medel i utländsk valuta till likviditetsstöd i syfte att motverka en kris i det svenska finansiella systemet. I förarbetena understryks också att Riksbanken har getts vissa befogenheter i fråga om olika internationella organ för finansiellt samarbete men att det inte är någon generell uppgift för banken att vara verksam i denna roll. För övrigt var IMF ursprungligen ett samarbete som rörde växelkurser och internationella betalningar snarare än finansiell stabilitet.

⁹ SOU 2013:9, s. 93.

¹⁰ Se Riksbanken (2013).

Det kan också nämnas att likviditetsstöd i form av nödkrediter, i vart fall i kronor, regleras uttryckligen i 6 kap. 8 § riksbankslagen men inte berörs i 7 kap., som avser valutapolitiken.

Således framgår det inte tydligt av den nuvarande riksbankslagen att Riksbanken har befogenhet att använda valutareserven till likviditetsstöd i utländsk valuta. Exempelvis har Riksgäldskontoret anförts att så inte är fallet.¹¹ Med andra ord är det inte givet att uttrycket valutapolitiskt syfte ska tolkas så att det omfattar alla transaktioner som görs med utländsk valuta på det sätt som Riksbanken enligt ovan har hävdats. Det framgår inte heller uttryckligen av lagtext eller förarbeten att bestämmelsen om nödkrediter (6 kap. 8 § samma lag) ger Riksbanken rätt att ge sådana krediter även i utländsk valuta. I avsnitt 29.8 föreslås ett förtydligande av innebörden att syftet med valutareserven och annan tillgångsförvaltning är att Riksbanken bl.a. ska kunna fullgöra sina uppgifter, såsom att ge likviditetsstöd i utländsk valuta. I avsnitten 22.7.2 och 23.7.4 finns förslag som innebär ett förtydligande såtillvida att Riksbanken får ge likviditetsstöd i utländsk valuta.

Slutsatser

Sammantaget är varken lagtexten eller förarbetena helt klagörande när det gäller uttrycken valutapolitik och penningpolitik. En slutsats är dock att det finns anledning att skilja mellan åtgärder som vidtas i ett penningpolitiskt respektive valutapolitiskt syfte. Det rör sig således om åtminstone delvis olika syften, även om frågorna givetvis hänger samman.

Enligt kommitténs mening medför otydligheten i innebörden av uttrycket valutapolitik att detta uttryck inte bör användas om Riksbankens verksamhet. Kommittén anser dock att uttrycket valutapolitik även fortsättningsvis kan användas om regeringens verksamhet enligt lagen om valutapolitik. Rubriken på den lagen behöver således inte ändras.

¹¹ Finansutskottets betänkande 2015/16:FiU41, s. 26.

19.2 Ansvarsfördelningen mellan regeringen och Riksbanken i växelkursfrågor

Kommitténs förslag: Lagen om valutapolitik ändras på så sätt att det förtydligas att regeringens beslut ska vara förenliga med prisstabilitetsmålet. Det ska vara regeringen och inte Riksbanken som i förekommande fall beslutar om centralkurs och bandbredd. Till följd av detta ska Riksbankens rätt att hemställa hos regeringen om beslut om växelkurssystem även avse beslut om centralkurs och bandbredd. Vidare ska regeringens skyldighet att samråda med Riksbanken även avse frågor om centralkurs och bandbredd.

Kommitténs bedömning: Det saknas behov av att i övrigt förtydliga ansvarsfördelningen mellan regeringen och Riksbanken avseende frågor om kronans växelkurs, bortsett från det förslag till förtydligande avseende penningpolitiskt motiverade valutainterventioner som berörs i avsnitt 18.11.5.

Enligt regeringsformen har regeringen, som nämns i avsnitt 19.1 ovan, ansvaret för övergripande valutapolitiska frågor medan Riksbanken ansvarar för tillämpningen av det växelkurssystem som regeringen har valt (9 kap. 12 § regeringsformen och 7 kap. 1 § riksbankslagen). I avsnitt 19.1 föreslår kommittén att uttrycket valutapolitik inte längre ska användas i fråga om Riksbankens verksamhet.

Regeringens ställningstagande till den övergripande frågan om vilket växelkurssystem som ska gälla, dvs. vilken ordning som ska bestämma värdet på den svenska kronan i förhållande till andra valutor kan i huvudsak utmynna i något av följande alternativ:

- En fast växelkurs mot en valuta eller en korg av valutor, eventuellt med ett intervall (eng. *target zone*) inom vilket växelkursen får variera. Med ett sådant system är det ett mål i sig för Riksbanken att hålla växelkursen på angiven nivå eller inom angivet intervall.
- En rörlig växelkurs (se vidare avsnitt 19.1). Med en rörlig växelkurs är inte växelkursen något mål i sig för Riksbanken.

De av riksdagen utsedda externa utvärderarna Marvin Goodfriend och Mervyn King har anfört att nuvarande lagstiftning behöver förtydligas för att göra klart att valet av växelkursregim är en fråga för

regeringen och att uppdraget att uppnå inflationsmålet gäller med förbehåll för att regeringen beslutar att växelkursen bör flyta fritt.

Ansvarsfördelningen beträffande de valutapolitiska frågorna framstår enligt kommitténs mening som relativt tydligt reglerad. Den närmare innebörden av uttrycket övergripande valutapolitiska frågor framgår av förarbetena till bestämmelsen i regeringsformen. Det framstår dock inte som helt tydligt hur regeringen ska kunna besluta vilket växelkurssystem som ska gälla utan att också ta ställning till centralkurs och bandbredd. Innebörden av ett fastkursarrangemang är nämligen i stor utsträckning beroende av inom vilka gränser som kursen tillåts variera. De nu aktuella frågorna hänger således nära samman. Inom EU är det också rådet och inte ECB som beslutar om centralkurser för euron inom ”formella avtal om ett växelkurssystem”, dvs. ett fastkursarrangemang (artikel 219.1 EUF-fördraget). Dessutom är kursförhållandet mellan kronan och andra valutor en fråga som sträcker sig utanför penningpolitikens område och berör annan slags ekonomisk politik.

Mot denna bakgrund anser kommittén att det ska vara regeringen och inte Riksbanken som i förekommande fall beslutar om centralkurs och bandbredd.¹² Riksbanken bör givetvis ha möjlighet att lämna förslag i dessa avseenden. Som en konsekvens av förslaget anser kommittén att Riksbankens rätt att hemställa hos regeringen om beslut om växelkurssystem även ska avse beslut om centralkurs och bandbredd och att regeringens skyldighet att samråda med Riksbanken även ska avse sådana frågor.

Som berörs i avsnitt 18.7 kan valutainterventioner som pågår under en längre tid komma i konflikt med en beslutad regim med rörlig växelkurs. Mot den bakgrunden föreslår kommittén därför i avsnitt 18.11.5 ett förtydligande såvida att penningpolitiskt motiverade valutainterventioner måste ske med beaktande av vilket växelkurssystem som gäller.

Därutöver bör det enligt kommitténs mening förtydligas att ett beslut om växelkurssystem ska vara förenligt med prisstabilitetsmålet i den nya riksbankslagen.¹³ Anledningen till detta är att ett eventuellt beslut om en fast växelkurs innebär att Riksbanken ska upprätthålla den aktuella kursen och att förutsättningarna för att uppnå prisstabilitet i Sverige blir helt beroende av vilken eller vilka andra

¹² Se även SOU 1997:10.

¹³ Ibid.

valutor som kronan då har knutits till och om prisstabilitet råder i dessa valutaområden. Ett fastkursarrangemang skulle under vissa förutsättningar kunna omöjliggöra prisstabilitet, vilket skulle vara oförenligt med unionsrätten.

Det nu anförda utesluter inte att regeringen även beaktar andra förhållanden.

19.3 Växelkursstyrning enligt den nya riksbankslagen

Kommitténs förslag: Om regeringen har beslutat om ett mål för växelkursen enligt lagen om valutapolitik, ska Riksbanken vidta åtgärder inom ramen för penningpolitiken på ett sådant sätt att målet upprätthålls (växelkursstyrning). Detta ska ske utan att prisstabilitetsmålet åsidosätts.

Kommitténs bedömning: Riksbankens växelkursstyrning bör ses som en del av penningpolitiken. Eventuella mål för växelkursen bör ses som intermediära mål för att uppnå prisstabilitet.

Marvin Goodfriend och Mervyn King har också rekommenderat att inflationsmålet ska villkoras av att regeringen inte har beslutat om en fast växelkurs.¹⁴

Det torde stå klart att unionsrätten innebär att stabila priser måste vara det överordnade målet oavsett valet av växelkursregim. I fråga om Eurosystemet framgår detta bl.a. genom att det anges i EUF-fördraget att avtal om växelkurssystem i förhållande till tredje-staters valutor i möjligaste mån ska stå i överensstämmelse med prisstabiliteten (artikel 219). En ordning med ett villkorat prisstabilitetsmål är inte heller förenlig med skyldigheten för en medlemsstat att under en tid ha fast växelkurs inom ERM2 för att kvalificera sig för att införa euron som valuta. Däremot är ett eventuellt siffersatt inflationsmål aktuellt endast då rörlig växelkurs gäller. Det är nämligen växelkursen som blir styrande för Riksbanken vid ett fastkursssystem, snarare än ett siffersatt inflationsmål. Mer konkret behöver den svenska prisnivån utvecklas i linje med den prisnivån som gäller i det valutaområde kronan knyts till. Det kan liknas vid ett prisnivåmål som diskuterades i avsnitt 15.3.2. Om svensk pris-

¹⁴ Goodfriend och King (2016).

nivå under en tid utvecklats långsammare än prisnivån i det valutaområde som kronan är knuten till, behöver svensk prisnivå utvecklas snabbare för att den nominella växelkursen ska upprätthållas på sikt.

Kommittén instämmer således i Marvin Goodfriends och Mervyn Kings synpunkt att Riksbanken inte ska tillämpa ett inflationsmål om regeringen har beslutat om fast växelkurs eller i övrigt har fastställt ett mål för växelkursen. I ett sådant fall ska Riksbanken i stället vidta åtgärder enligt bestämmelserna om penningpolitik i den nya riksbankslagen på ett sådant sätt att kursen eller målet upprätthålls. Det finns dock anledning att förtydliga i lagtexten att detta ska göras utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet och att regeringen ska beakta prisstabilitetsmålet i samband med val av växelkurssystem.

I praktiken handlar det om att Riksbanken ska sätta styrräntan så att valutakursen hålls stabil på valutamarknaden samt att genomföra valutainterventioner om valutakursen mer kortsiktigt skulle visa tecken på att avvika från den fastlagda nivån (se förslagen i avsnitt 18.11.5 och, i fråga om Riksbankens oberoende, avsnitt 28.2). Som framhålls i avsnitt 18.11.5 ska valutainterventioner vara förenliga med den proportionalitetsprincip för Riksbankens beslutsfattande som berörs i avsnitt 13.5.

Förslaget innebär att riksdagens beslut om ett inflationsmål eller ett motsvarande mål (se avsnitt 15.3.2) blir beroende av regeringens ställningstagande enligt lagen om valutapolitik, vilket kan sägas vara en ovanlig ordning ur ett konstitutionellt perspektiv. Som framgår ovan är dock regeringen redan i dag ansvarig för val av växelkurssystem. Det är delvis en följd av att det är regeringen som ingår internationella överenskommelser (10 kap. 1 § regeringsformen). Det skulle också medföra en rad praktiska svårigheter om det var riksdagen som ingick sådana överenskommelser. I vissa fall, bl.a. i fråga om överenskommelser av större vikt, krävs riksdagens godkännande för att regeringen ska få ingå en internationell överenskommelse. Som berörs i de ursprungliga förarbetena till lagen om valutapolitik skulle det kunna hävdas att en överenskommelse om centralkurs vid ett fast växelkurssystem är av stor ekonomiskpolitisk betydelse. Det förhållandet att fastkursarrangemanget och frågorna om centralkurs och bandbredd måste vara förenliga med prisstabilitetsmålet begränsar dock i praktiken handlingsutrymmet. Mot den bakgrunden kan inte ett sådant beslut anses vara av större vikt i regeringsformens mening och något godkännande krävs således inte (prop. 1997/98:40

s. 57 och 58.). Det bör dock understrykas att ett införande av euron förutsätter ett riksdagsbeslut av denna innebörd.

I avsnitt 19.1 föreslås att uttrycket valutapolitik inte längre ska användas i den nya riksbankslagen eller i övrigt i fråga om Riksbankens verksamhet. Förslagen i avsnitt 19.2 innebär att prisstabilitet är överordnat och styrande för ett eventuellt växelkursmål, på så sätt att regeringens beslut om växelkurssystem, centrankurs och bandbredd måste vara förenliga med prisstabilitetsmålet. Omvänt innebär detta att ett eventuellt växelkursmål kan ses som ett intermedieärt mål för att uppnå prisstabilitet. Mot den bakgrunden framstår det som naturligt att se Riksbankens uppgift att upprätthålla ett eventuellt växelkursmål som en del av penningpolitiken. Denna uppgift ska utföras utan att prisstabilitetsmålet åsidosätts.

Frågor om BIS, IMF och annat internationellt samarbete berörs i kapitlen 26 och 27 och är inte en del av Riksbankens uppgift avseende växelkursstyrning enligt ovan.

19.4 Referenser

Goodfriend, M. och M. King (2016), *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015*, Rapport från riksdagen, 2015/16:RFR6.

Riksbanken (2013), *Remissyttrande om betänkandet Riksbankens finansiella oberoende (SOU 2013:9)*, Dnr. 2013-225-STA.

SOU 1986:22, *Riksbanken och Riksgäldskontoret. Förslag till ny riksbankslag och ändrat huvudmannaskap för Riksgäldskontoret.*

SOU 1993:20, *Riksbanken och prisstabiliteten.*

SOU 1997:10, *Ansvar för valutapolitiken.*

SOU 2007:51, *Riksbankens finansiella oberoende.*

SOU 2013:9, *Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning.*

Del 3:

Riksbankens ansvar för finansiell
stabilitet

20 Utgångspunkter och principer för förslag om Riksbankens uppgifter inom finansiell stabilitet

20.1 Inledning

Som beskrivs i kapitel 7 är betydelsen för samhällsekonomin av ett stabilt och effektivt finansiellt system svår att överskatta. Centralbanker har historiskt haft en viktig roll i att bidra till detta. En av orsakerna bakom att centralbanker i modern mening grundades under andra halvan av 1800-talet var just att främja finansiell stabilitet.¹ I detta kapitel beskrivs ett antal utgångspunkter och principer för kommitténs analys av vilket ansvar Riksbanken ska tilldelas inom det finansiella stabilitetsområdet. Det bör inledningsvis noteras att kommittén enligt kommittédirektiven inte ska ompröva besluten att förlägga ansvaret för makrotillsyn och resolution hos Finansinspektionen respektive Riksgäldskontoret.

Enligt kommittédirektiven är det angeläget att kommittén förtydligar Riksbankens ansvar inom det finansiella stabilitetsområdet. Nuvarande riksbankslag har alltså uppfattats som otydlig.² För att göra uppdraget tydligt föreslår kommittén i avsnitt 13.4 att Riksbanken i den nya riksbankslagen ska tilldelas mål, uppgifter och befogenheter för att – tillsammans med andra myndigheter, inklusive regeringen, – bidra till finansiell stabilitet. Riksbankens mål och uppgifter inom detta område bör, liksom i den nya riksbankslagens övriga delar, vara en uttömmande beskrivning av Riksbankens ansvar inom området. Det sistnämnda innebär att Riksbanken, precis som enligt den nuvarande riksbankslagen, enbart får bedriva och ta del av

¹ Se avsnitten 5.2 och 5.3.

² Som framgår i avsnitt 20.5 har såväl svenska myndigheter som utländska institutioner och utvärderingar framhållit detta.

sådan verksamhet som framgår av lag eller EU-rättsakter. Samtidigt behöver behovet av flexibilitet beaktas i riksbankslagen för att Riksbanken ska kunna agera i en föränderlig omvärld inklusive i framtida krissituationer.

Utgångspunkten att Riksbanken ska tilldelas specifika uppgifter inom finansiell stabilitet är viktig inte minst för att flera andra myndigheter också har tilldelats uppgifter inom det finansiella stabilitetsområdet. När flera myndigheter är inblandade är tydliga ansvarsförhållanden en förutsättning för att säkerställa ett effektivt och ändamålsenligt agerande. Detta är också en förutsättning för utvärdering och ansvarsutkrävande av de enskilda aktörerna.

Det delade ansvaret för finansiell stabilitet innebär vidare att behovet av samverkan är stort.³ Flera uppgifter inom det finansiella stabilitetsområdet är inte s.k. ECBS-relaterade uppgifter och omfattas därför inte av det unionsrättsliga instruktionsförbudet.⁴ I fråga om dessa uppgifter finns det således ett större utrymme för samverkan (i båda riktningarna) mellan Riksbanken och andra myndigheter, inklusive regeringen, jämfört med vad som gäller för penningpolitiken. Att lägga fast specifika mål, uppgifter och befogenheter för Riksbanken inom ramen för arbetet med finansiell stabilitet tydliggör ansvarsförhållandena jämfört med en mer allmänt hållen uppgift, exempelvis ”att främja finansiell stabilitet”.

Att möjliggöra effektiv samverkan mellan myndigheter, inklusive regeringen, i arbetet med finansiella stabilitetsfrågor är ett viktigt skäl för att skilja dessa uppgifter från de som ligger inom ramen för prisstabilitetsmålet och penningpolitiken. I kapitlet exemplifieras hur ett antal andra länder skiljer de ECBS-relaterade uppgifterna, inklusive beslutsformerna för dessa, från andra uppgifter. I den praktiska tillämpningen kan det uppkomma situationer då en gränsdragning mellan åtgärder som syftar till att nå eller upprätthålla prisstabilitet respektive finansiell stabilitet inte är självklar. En diskussion kring principer för gränsdragningar framgår av kapitel 25.

³ Se avsnitt 24.4. Som framgår där avses med *samverkan* dialog, samråd och andra typer av samarbete mellan myndigheter. Vidare avses med *samråd* en skyldighet för en myndighet att ge en annan myndighet tillfälle att yttra sig innan den fattar beslut (konsultera). Eftersom Riksbanken – liksom övriga myndigheter – ska fatta självständiga beslut innebär dock varken samverkan eller samråd att det krävs enighet i sak.

⁴ Se avsnitt 12.4.

20.1.1 Disposition

I detta kapitel beskrivs ett antal utgångspunkter och principer som ligger till grund för förslagen om vilka mål, uppgifter och befogenheter som Riksbanken bör tilldelas inom området finansiell stabilitet. Kapitlet tar sin utgångspunkt i de grundläggande uppgifter för centralbanker som kommittén lägger fast i kapitel 4 och hur dessa relaterar till finansiell stabilitet (avsnitt 20.2). Där noteras även relevanta utgångspunkter från ett unionsrättsligt perspektiv. I avsnitt 20.3 beskrivs hur andra myndigheters målformulering lyder inom området finansiell stabilitet och de olika ansvarsområden som myndigheterna har tilldelats. Innebörden av Riksbankens nuvarande uppgift avseende betalningsväsendet berörs i avsnitt 20.4. Synpunkter på Riksbankens ansvar för finansiell stabilitet i tidigare utredningar behandlas i avsnitt 20.5. Därefter följer i avsnitt 20.6 en beskrivning av Riksbankens nuvarande arbete. I avsnitt 20.7 görs en internationell utblick som beskriver vilka uppgifter avseende finansiell stabilitet som centralbanker har i ett antal länder. Kapitlet avslutas med kommitténs överväganden och förslag där bl.a. en målformulering beträffande Riksbankens ansvar för finansiell stabilitet föreslås (avsnitt 20.8).

20.2 Centralbankers grundläggande uppgifter och frågor relaterade till EU-rätten

I detta avsnitt behandlas två utgångspunkter för analysen som ligger till grund för kommitténs förslag om Riksbankens ansvar för finansiell stabilitet. Först beskrivs hur centralbankers grundläggande uppgifter relaterar till området finansiell stabilitet. Därefter berörs vilka eventuella restriktioner som följer av unionsrätten.

20.2.1 Centralbankers grundläggande uppgifter

I kapitel 4 konstaterar kommittén att centralbanker har fyra uppgifter som de har unika möjligheter att utföra. Dessa benämns som grundläggande och utgörs av att:

1. tillhandahålla slutliga betalningsmedel
2. upprätthålla ett centralt system för betalningsavveckling
3. stabilisera betalningsmedlets värde
4. agera sista låneinstans.

Av skäl som framgår av kapitlets inledning avser kommittén att tilldela Riksbanken specifika uppgifter inom området finansiell stabilitet. För detta ändamål är det naturligt att ta de grundläggande uppgifterna som en utgångspunkt. Som framgår av uppräkningsen ovan är de grundläggande uppgifterna allmänt hållna och de behöver därför konkretiseras i syfte att knyta dem till specifika uppgifter.

Det finansiella systemet är stabilt om det kan fullgöra tre centrala funktioner: förmedla betalningar, förmedla krediter och annan kapitalförsörjning samt hantera risk.⁵ Flera av centralbankernas grundläggande uppgifter har ett nära samband med dessa funktioner. I både normala tider och i kristider är de första två grundläggande uppgifterna ovan en förutsättning för att betalningssystemet ska fungera och därmed för att finansiell stabilitet ska råda. En centralbanks tillhandahållande av både betalningsmedel som finansiella aktörer kan använda sinsemellan och ett centralt system för betalningsavveckling utgör tillsammans navet i den finansiella infrastrukturen.⁶ De två första grundläggande uppgifterna ger alltså Riksbanken en central roll inom den finansiella infrastrukturen och verktyg för att bidra till ett stabilt finansiellt system. Förslag om vilka konkreta uppgifter och befogenheter Riksbanken bör tilldelas beträffande den finansiella infrastrukturen redovisas i kapitel 21.

Den fjärde grundläggande uppgiften – att agera som sista låneinstans – har också en direkt koppling till att upprätthålla ett stabilt finansiellt system. Den funktionen aktualiseras om ett eller flera kreditinstitut har eller förväntas få likviditetsproblem. Bankverksamhet är förenad med olika typer av risker. En definierande egenskap hos en bank är att den ägnar sig åt s.k. löptidsomvandling eftersom dess tillgångar har längre löptid än dess skulder. Det innebär att brist på likvida medel snabbt kan uppstå, särskilt i tider av marknadsoro. När det råder bristande förtroende mellan finansiella aktörer kan viljan

⁵ Se avsnitt 7.2.

⁶ Se avsnitt 4.2 för en beskrivning av olika betalningsmedel i ekonomin.

att låna ut till varandra upphöra.⁷ På grund av att aktörer på de finansiella marknaderna är tätt sammankopplade kan likviditetsproblem hos en aktör snabbt sprida sig. Det kan snabbt hota det finansiella systemets grundläggande funktioner och därmed den finansiella stabiliteten. Centralbanker har unika möjligheter att snabbt och, i teorin, i obegränsad mängd bistå med likviditet i nationell valuta i form av s.k. centralbankspengar som definitionsmässigt fungerar som betalningsmedel. Likviditet kan tillhandahållas antingen till många aktörer, vilket i betänkandet benämns *generellt likviditetsstöd* (eng. *system-wide liquidity*⁸), eller till en enskild aktör, vilket brukar benämnas *nödkrediter* (eng. *Emergency Liquidity Assistance*, ELA). Förslag om hur Riksbankens uppgifter inom detta område ska utformas presenteras i kapitlen 22 och 23.

20.2.2 Unionsrättsliga förutsättningar

Vid bedömningen av vilka uppgifter Riksbanken bör tilldelas behöver även hänsyn tas till vilka uppgifter som Riksbanken som medlem i Europeiska centralbankssystemet (ECBS) har enligt unionsrätten. Det unionsrättsliga kravet på oberoende (instruktionsförbud) gäller enbart för de uppgifter som Riksbanken ska ha enligt EUF-fördraget, framför allt enligt artiklarna 127.2 och 127.3 (se vidare avsnitten 9.3, 12.4 och 28.2). Reglerna om centralbanker i EUF-fördraget har ett starkt fokus på penningpolitik (monetär politik) och berör endast indirekt frågor om det finansiella systemets stabilitet. Detta förhållande får ses i ljuset av att det var prisstabilitetsmålet som stod i fokus för centralbankslagstiftningen i samband med förhandlingarna om Maastricht-fördraget. Detta har i sin tur betydelse för innebörden av det unionsrättsliga kravet på oberoende centralbanker.

En nationell centralbank får också utföra nationella uppgifter under förutsättning att det sker på dess eget ansvar och egen risk (14.4 i ECBS-stadgan). Ett typexempel på en sådan uppgift är att ge nödkrediter.

⁷ Se avsnitt 7.4.4 för en beskrivning.

⁸ Olika benämningar förekommer – denna används av bl.a. IMF (2018) och Bertsch and Molin (2016).

I avsnitt 12.4 konstaterar kommittén att unionsrättens krav på oberoende inte omfattar frågor som är hänförliga till att värna den finansiella stabiliteten allmänt sett, även om det personliga oberoendet för den verkställande ledningen och det finansiella oberoendet ändå kan ha betydelse för graden av oberoende vad gäller sådana frågor.

20.3 Ansvarsfördelning och målformulering avseende finansiell stabilitet i Sverige

I detta avsnitt behandlar kommittén övergripande vilka mål och uppgifter beträffande finansiell stabilitet som andra myndigheter, inklusive regeringen, har. Först beskrivs dock riksdagens mål för finansmarknadsområdet. Kommitténs förslag på hur Riksbankens mål bör komma till uttryck i den nya riksbankslagen finns i avsnitt 20.8.6.

Riksdagen

Riksdagen har lagstiftningsmakten, finansmakten och kontrollmakten (se kapitel 11). Inom ramen för kontrollmakten har riksdagen beslutat om följande mål för finansmarknadsområdet (prop. 2015/16:1, utgiftsområde 2, bet. 2015/16:FiU2, rskr. 2015/16:118):

- Det finansiella systemet ska vara stabilt och präglas av högt förtroende med väl fungerande marknader som tillgodoser hushållens och företagens behov av finansiella tjänster samtidigt som det finns ett högt skydd för konsumenter.
- Det finansiella systemet ska bidra till en hållbar utveckling.
- Statens finansförvaltning ska bedrivas effektivt.

I budgetpropositionen för 2019 konstateras att ansvaret för att målen för finansmarknadsområdet uppnås delas mellan regeringen, Finansinspektionen och Riksgäldskontoret. Även Riksbanken, Konkurrensverket, Pensionsmyndigheten, AP-fonderna och Konsumentverket har uppgifter inom området men omfattas i formell mening inte av de aktuella målen (prop. 2018/19:1, utgiftsområde 2, s. 21).

Regeringen redovisar årligen i budgetpropositionen för riksdagen hur målen ovan har uppnåtts. Det görs mot ett antal resultatindikatorer och andra bedömningsgrunder. För att bedöma det finansiella systemet stabilitet och hållbarhet används bl.a. marknadsfinansiering, storbankernas likviditetsreserver, storbankernas kapitaltäckning, försäkringsföretagens solvenskvot och hushållens skuldsättning (prop. 2018/19:1, utgiftsområde 2, s. 22).

Regeringen

Enligt 1 kap. 6 § regeringsformen styr regeringen riket. Under regeringen lyder bl.a. Finansinspektionen och Riksgäldskontoret. Det är från regeringen som riksdagen utkräver ansvar när det gäller bl.a. dessa myndigheters verksamhet. Till regeringens uppgift hör också att ta fram lagförslag som föreläggs riksdagen för beslut och att meddela föreskrifter i sådana ämnen som inte enligt grundlag måste beslutas av riksdagen genom lag.⁹

Uppgiften att upprätthålla den finansiella stabiliteten och hantera finansiella kriser ingår i regeringens uppdrag att styra riket. Regeringen ansvarar m.a.o. för att resultatet av det samlade arbetet med finansiell stabilitet når upp till det mål som ställts upp av riksdagen och har ansvaret att agera om det inte gör det.

Vidare prövar regeringen vissa frågor avseende finansiell stabilitet. Det gäller t.ex. resolutionsåtgärder som kan få direkta budget- eller systemeffekter och avtal om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut.¹⁰ Regeringen ska vidare besluta om de statliga stabiliseringsverktygen ska användas i stället för de vanliga resolutionsverktygen. Regeringen ska också godkänna vissa föreskrifter som innehåller makrotillsynsåtgärder innan de beslutas av Finansinspektionen. Det beror på att makrotillsynsåtgärdena kan ha stor potentiell påverkan på enskildas ekonomi, inklusive fördelningseffekter, och de offentliga finanserna.

Vidare är finansmarknadsministern ordförande i Finansiella stabilitetsrådet.

⁹ För en närmare beskrivning, se kapitel 11.

¹⁰ Se kapitel 8.

Finansinspektionen

Finansinspektionen är tillsynsmyndighet för finansiella företag och finansiella marknader.¹¹ Myndigheten ansvarar för tillsyn, regelgivning och tillståndsprovning och ska ingripa om ett företag inte följer lagstiftningen. Av detta ansvar följer bl.a. att Finansinspektionen med stöd av de befogenheter myndigheten tilldelats i lag och andra författningar bestämmer kapital- och likviditetskrav för banker och andra finansiella företag. Finansinspektionen ansvarar vidare för att vidta åtgärder för att motverka systemrisker och finansiella obalanser i syfte att stabilisera kreditmarknaden och har därmed det huvudsakliga ansvaret för makrotillsynen.¹²

I sitt arbete verkar Finansinspektionen för att det finansiella systemet är stabilt och präglas av ett högt förtroende med väl fungerande marknader som tillgodoser hushållens och företagens behov av finansiella tjänster och ger ett högt konsumentskydd.¹³ Detta gör Finansinspektionen bl.a. dels genom att löpande analysera och följa utvecklingen i det finansiella systemet för att tidigt upptäcka sårbarheter och risker, dels genom att genomföra fördjupade undersökningar av förhållanden i enskilda företag.

Finansinspektionen deltar också i egenskap av tillsynsmyndighet i arbetet med att förbereda och hantera en kris. Exempelvis ingår Finansinspektionen i resolutionskollegier som leds av Riksgäldskontoret och vissa utländska tillsynsmyndigheter.¹⁴

Som beskrivs nedan är Riksgäldskontoret garantimyndighet och ansvarar i den egenskapen bl.a. för utbetalning av ersättning enligt insättningsgarantin. Finansinspektionen har dock en avgörande roll i att bestämma om ersättning ska betalas ut. Rätten till ersättning enligt insättningsgarantin uppkommer nämligen antingen om ett relevant institut går i konkurs eller om Finansinspektionen beslutar att insättningsgarantin ska träda in.

Finansinspektionen deltar i Finansiella stabilitetsrådet.

¹¹ Se 1 § 1 förordningen (2009:93) med instruktion för Finansinspektionen.

¹² Se 1 § 2 förordningen med instruktion för Finansinspektionen. Regeringen ska dock godkänna vissa av Finansinspektionens föreskrifter om makrotillsynsåtgärder innan Finansinspektionen beslutar om dem.

¹³ Se 2 § förordningen med instruktion för Finansinspektionen.

¹⁴ Finansinspektionens roll i resolution behandlas närmare i kapitel 8.

Riksgäldskontoret

Riksgäldskontoret är statens centrala finansförvaltning, garantimyndighet enligt lagen (1995:1571) om insättningsgaranti och lagen (1999:158) om investerarskydd samt stödmyndighet enligt lagen (2015:1017) om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut. Dessutom är Riksgäldskontoret resolutionsmyndighet enligt lagen (2015:1016) om resolution (se 1 § förordningen [2007:1447] med instruktion för Riksgäldskontoret). Det framgår inte uttryckligen av förordningen att Riksgäldskontoret ska arbeta för finansiell stabilitet, utan det följer av de uppgifter som myndigheten har tilldelats i olika lagar:

- Av lagen om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut framgår att sådant stöd bara får ges om det behövs för att motverka en allvarlig störning av det finansiella systemet i Sverige.
- Av lagen om resolution framgår att en av förutsättningarna för att ett fallerande institut ska försättas i resolution är att det är nödvändigt och proportionerligt för att säkerställa att kritiska funktioner ska kunna upprätthållas, för att undvika betydande negativa effekter på den finansiella stabiliteten, för att skydda offentliga medel, för att skydda insättare enligt lagen om insättningsgaranti eller investerare enligt lagen om investerarskydd, eller för att skydda kundmedel och kundtillgångar.
- Som garantimyndighet ansvarar Riksgäldskontoret för att betala ut ersättning till insättare om det institut där insättarna har sina pengar går i konkurs eller om Finansinspektionen beslutar att insättningsgarantin ska träda in och att betala ut ersättning till investerare från investerarskyddet.

Riksgäldskontoret har alltså tilldelats ett ansvar för hantering av kriser i banker och finansiella företag. Även om Riksgäldskontorets aktiva åtgärder företrädesvis vidtas i en kris sker merparten av det arbete som Riksgäldskontoret utför i normala tider. Det handlar då exempelvis om krisförberedande åtgärder och beslut om avgiftsuttag till de fonder och reserver som Riksgäldskontoret förfogar över.

Riksgäldskontoret deltar i Finansiella stabilitetsrådet.

Finansiella stabilitetsrådet

Finansiella stabilitetsrådet är en kommitté som tillkommit och tilldelats sina uppgifter genom kommittédirektiven för kommittén för finansiell stabilitet (dir. 2013:20), se avsnitt 8.5. Av rådets direktiv framgår att rådet ska fungera som ett forum där företrädare för regeringen, Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgäldskontoret träffas regelbundet för att diskutera frågor om finansiell stabilitet, behovet av åtgärder för att motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser och, i händelse av en finansiell kris, behovet av åtgärder för att hantera en sådan situation. Av rådets direktiv framgår mer konkret att det finansiella stabilitetsrådet ska

- följa och diskutera det finansiella stabilitetsläget
- diskutera finansiella obalanser som kan leda till oönskade konsekvenser för kreditutbudet och kreditefterfrågan samt den reala ekonomin om de inte motverkas
- diskutera behovet av att vidta åtgärder för att motverka uppbyggnad av finansiella obalanser
- diskutera vilken effekt olika finansiella stabilitetsinstrument, som faller inom de berörda myndigheternas uppdrag och mandat, får på ekonomin
- diskutera behovet av att vidta åtgärder i en krissituation.

20.4 Vad innebär Riksbankens uppgift att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende?

Som kommittén konstaterar i kapitel 10 har Riksbanken inte något uttryckligt ansvar enligt lag för frågor avseende finansiell stabilitet i allmänhet. Riksbankens uppgift enligt riksbankslagen att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende inbegriper frågor om kontanter, betalningssystem och nödkrediter, inklusive viss övervakning av betalningssystemets stabilitet. De bestämmelser om Riksbankens ansvarsområden som finns i regeringsformen gäller enligt ordalydelserna dels penningpolitiken (9 kap. 13 § första stycket andra meningen), dels att Riksbanken har ensamrätt att ge ut sedlar och mynt (9 kap. 14 §). Begreppet penningpolitik definieras dock varken i regerings-

formen eller i vanlig lag. Vid sidan av sedel- och myntmonopolet framgår det endast indirekt av regeringsformen att Riksbanken har ett ansvar för penning- och betalningsväsendet, genom att det anges att bestämmelser om detta meddelas i lag. Begreppet penning- och betalningsväsendet användes redan i den ursprungliga lydelsen av den nuvarande regeringsformen som trädde i kraft den 1 januari 1975.

I de ursprungliga förarbetena till regeringsformen berördes utgivning och inlösen av sedlar och mynt apropå begreppet penning- och betalningsväsendet (prop. 1973:90 s. 354 och 355). Vid den aktuella tidpunkten, i början av 1970-talet, var det sannolikt svårt att föreställa sig sådana kriser i det finansiella systemet som inträffade i Sverige i början av 1990-talet och i stora delar av den industrialiserade världen 2007–2009. Detta kan förklara att begreppet penning- och betalningsväsendet gavs en innebörd som kan framstå som snäv i förhållandet till hur det finansiella systemet fungerar i dag.

Även i förarbetena till den nuvarande riksbankslagen berördes sedlar och mynt som en del av uttrycket penning- och betalningsväsendet.¹⁵ I samband med införandet av den nuvarande riksbankslagen infördes en bestämmelse om att Riksbanken ska främja ett säkert och effektivt betalningsväsende, som numera finns i 1 kap. 2 § tredje stycket samma lag. Detta beskrevs i förarbetena som Riksbankens ”traditionella ändamål” (prop. 1986/87:143 s. 40). Någon ändring i sak var inte avsedd. I förarbetena anfördes också att åtskilliga av de uppgifter som tilldelades Riksbanken helt eller delvis hänger samman med syftet att främja ett säkert och effektivt betalningssystem.¹⁶ Med betalningssystem torde i detta sammanhang betalningsväsendet avses. Som exempel på de aktuella uppgifterna nämndes att ge ut sedlar, att vaka över kredit- och valutamarknaden, att lämna lån till banker, att medverka i betalningsutjämning, att utföra beredskapsplanläggning m.m.

Uttrycket betalningsväsendet används även i lagen (1957:684) om betalningsväsendet under krigsförhållanden. Av bestämmelserna i den lagen framgår att i vart fall utgivning av sedlar och mynt samt frågor om inlösen av vissa utbetalningskort avses med begreppet.

Av en bestämmelse i riksbankslagen framgår att Riksbanken får tillhandahålla system för avveckling av betalningar och även på annat sätt medverka i betalningsavveckling (6 kap. 7 §). I praktiken har Riks-

¹⁵ SOU 1986:22, s. 108–110.

¹⁶ SOU 1986:22, s. 83.

banken använt denna befogenhet genom att banken driver betalningssystemet RIX, som är av central betydelse för den finansiella infrastrukturen i Sverige (se vidare kapitel 21). Genom RIX-systemet sker clearing och avveckling av betalningar mellan bl.a. vissa banker. En möjlighet för Riksbanken att medverka i sådan verksamhet fanns redan i riksbankslagens ursprungliga lydelse. I förarbeten till vissa av bestämmelserna om RIX-systemet har det anförts att RIX-systemet har en central roll i Riksbankens uppdrag att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende (prop. 1997/98:164 s. 26).

I det sammanhanget anfördes också att Riksbankens roll i penningpolitiken är sammanlänkad med ansvaret för ett stabilt betalningssystem genom att de transaktioner som görs i penningpolitiskt syfte ger upphov till betalningar mellan aktörerna på den finansiella marknaden. Störningar i betalningssystemet kan därför få återverkningar för Riksbankens möjligheter att bedriva penningpolitik. Vidare kan ett mindre väl fungerande betalningssystem leda till att problem hos en aktör kan sprida sig till andra aktörer, vilket i förlängningen kan medföra risk för hela betalningssystemets stabilitet.

Även bestämmelserna i riksbankslagen om Riksbankens möjligheter att bevilja kredit kan ge en viss ledning. Enligt en särskild bestämmelse får Riksbanken bevilja deltagarna i RIX-systemet kredit under dagen (s.k. intradagskrediter, 6 kap. 7 § andra stycket riksbankslagen). Detta ska enligt bestämmelsen ske i syfte att främja betalningssystemets funktion, vilket i förarbetena till bestämmelsen beskrivs som att underlätta betalningsavvecklingen (prop. 1997/98:14 s. 33).

Bestämmelsen om nödkrediter, dvs. om Riksbankens roll som sista låneinstans (6 kap. 8 § riksbankslagen), är däremot inte begränsad till att betalningssystemets funktion ska förbättras, även om stöd till banker med avsevärda likviditetsproblem givetvis indirekt medför detta. Bestämmelsen om nödkrediter har en vidare betydelse för hur bl.a. kreditmarknaden fungerar i ett större perspektiv. Betydelsen förstärks av att den aktuella banken får möjlighet att fullgöra sina åtaganden, vilket i sin tur är ägnat att förbättra förutsättningarna för att andra banker m.fl. ska våga lita på att deras motparter kommer att fullgöra sina åtaganden.

I anslutning till bestämmelsen om nödkrediter bör ytterligare en bestämmelse i riksbankslagen nämnas. Vissa finansiella företag är nämligen skyldiga att lämna de uppgifter som Riksbanken anser nödvändiga för att bl.a. övervaka betalningssystemets stabilitet (6 kap.

9 § första stycket 2), vilket kan sägas vara en del av den bredare frågan om finansiell stabilitet. Bestämmelsen infördes under bankkrisen i början av 1990-talet och motiverades med att Riksbanken skulle ha möjlighet att fullgöra sin uppgift som sista låneinstans (prop. 1992/93:135 s. 14, 19, 20, 37 och 38). För att Riksbanken ska kunna fullgöra sin uppgift på ett effektivt sätt borde den enligt regeringen ha möjlighet att inhämta uppgifter från de institut som kan komma att behöva få likviditetsstöd genom Riksbanken. I detta avseende används således betalningssystemet i bestämd form, varvid framför allt bankerna avses. Bland annat i kapitelrubriken till 6 kap. riksbankslagen används däremot betalningssystem i obestämd form, vilket avser avvecklingssystem för betalningar. Samtidigt som bestämmelsen om uppgifter som har betydelse för betalningssystemets stabilitet infördes tillkom också en bestämmelse om att Riksbanken i vissa fall ska samråda med Finansinspektionen avseende viktigare sådana frågor (4 kap. 3 §).

Av förarbetena till prisstabilitetsmålet framgår att de penningpolitiska instrumenten bör kunna användas för att avvärja en kris i betalningssystemet, men endast om denna hotar att riskera målet om ett fast penningvärde (prop. 1997/98:40 s. 54). Som berörs ovan finns det också förarbetsuttalanden om att störningar i betalningssystemet kan få återverkningar för Riksbankens möjligheter att bedriva penningpolitik.

Vidare kan det nämnas att regeringen har tagit ställning till uttrycket betalningsväsendet i förarbetena till lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse. Regeringen anförde då att betalningsväsendet allmänt kan sägas vara samhällets samlade infrastruktur för att utföra betalningar och kan anses vara uppdelat i flera olika betalningssystem, vilka kan sägas utgöra mer eller mindre självständiga delar av denna infrastruktur. Bankgirot, dåvarande postgirot och olika kontokortssystem ansågs vara exempel på betalssystem (prop. 2002/03:139 s. 180).

Mot denna bakgrund anser kommittén, som berörs i avsnitt 10.4.3, att uttrycket betalningsväsendet sammanfattningsvis i huvudsak rör Sveriges försörjning av sedlar och mynt, avveckling av betalningar i elektroniska centralbankspengar (genom RIX-systemet) och tillhållandet av nödkrediter. Betalningsväsendet och betalningssystemet i en vidare bemärkelse än ett visst system för avveckling i centralbankspengar kan sägas vara en del av det finansiella systemet.

Det framgår således varken av lag eller av förarbeten att Riksbanken skulle ha till uppgift att verka för finansiella stabilitet i allmänhet, utan endast vad gäller betalningsväsendet.

Denna slutsats överensstämmer med att det i kommittédirektiven anges att det inte är klart hur Riksbankens uppgifter ska ses i förhållande till arbetet med finansiell stabilitet i stort. Särskilt med tanke på den utveckling som har skett på finansmarknaderna sedan de ovan berörda förarbetsuttalandena från 1970-talet och därefter, framstår det sammantaget som oklart hur långt uppdraget avseende betalningsväsendet sträcker sig. Det bör dock framhållas att de olika delarna av de finansiella marknaderna är starkt sammankopplade med varandra och att en kris på ett område kan sprida sig till ett annat område. Finanskrisen 2007–2009 visade t.ex. hur problem på bolånemarknaden i USA fick konsekvenser för värdepappersmarknaden, försäkringsmarknaden och för likviditeten i banksystemet som helhet. Denna utveckling kan knappast ha förutsetts när begreppet betalningsväsendet diskuterades i förarbeten i början av 1970-talet, då finansiell stabilitet inte sågs som en fråga av nämnvärd betydelse i Sverige.

I kapitlen 21–24 behandlas behovet av att förtydliga Riksbankens ansvar för finansiell stabilitet i olika avseenden. I avsnitt 20.8 finns kommitténs överväganden och förslag om vilka utgångspunkter och principer som bör vara vägledande för detta ansvar och vilket mål som bör vara styrande för Riksbankens verksamhet relaterat till det finansiella systemets stabilitet och effektivitet.

20.5 Synpunkter på nuvarande riksbankslag

I detta avsnitt återges några synpunkter som förts fram beträffande Riksbankens uppdrag enligt den nuvarande riksbankslagen.¹⁷

¹⁷ Bryant m.fl. (2012) presenterar en rapport som behandlar det svenska institutionella ramverket inom det finansiella stabilitetsområdet inklusive Riksbankens bidrag. De betonar, likt utvärderingarna som beskrivs i detta avsnitt, bl.a. betydelsen av samarbete. Den fråga som har störst koppling till föreliggande betänkande är hur penningpolitiken bör förhålla sig till finansiell stabilitet och då mer specifikt till tillgångspriser och skuldsättning. Författarnas kommentarer kring detta beskrivs i avsnitt 17.4.3.

20.5.1 Finanskriskommittén

I februari 2011 gav regeringen Finanskriskommittén i uppdrag att föreslå åtgärder som bidrar till att dels förebygga finansiella kriser, dels se till att finansiella kriser och störningar som ändå uppstår kan hanteras på ett effektivt sätt samtidigt som skattebetalarnas intressen värnas liksom allmänhetens förtroende för det finansiella systemet. Kommittén överlämnade i januari 2013 delbetänkandet *Att förebygga och hantera finansiella kriser* (SOU 2013:6) och i juni 2014 slutbetänkandet *Resolution – en ny metod för att hantera banker i kris* (SOU 2014:52).

I kommitténs uppdrag ingick bl.a. att analysera och föreslå förbättringar vad gäller regelverket för Riksbankens krishantering. Villkoren och förutsättningarna för likviditetsstöd skulle utredas liksom frågan om vem som ska avgöra solvens- och likviditetsproblem. Den skulle även överväga hur Riksbankens krishantering relaterar till stödmyndighetens (Riksgäldskontorets) hantering i olika skeden av ett krisförlopp. I Finanskriskommitténs uppdrag ingick vidare att överväga hur Riksbankens uppgifter för finansiell stabilitet kunde tydliggöras.¹⁸

I det följande ligger fokus på förslagen i delbetänkandet.

Lagstödet för Riksbankens arbete med finansiell stabilitet

I delbetänkandet föreslog Finanskriskommittén, förutom en ny struktur för makrotillsyn, inte några förändringar av Riksbankens arbete med finansiell stabilitet, men strävade efter att förtydliga lagstödet för det arbetet.¹⁹ Kommittén föreslog bl.a. en ändring av 1 kap. 2 § riksbankslagen som innebar att Riksbankens uppgift att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende skulle ersättas med en bestämmelse som angav att Riksbanken ska verka för ett stabilt och väl fungerande finansiellt system.

Vad Riksbanken skulle göra inom ramen för den övergripande uppgiften att verka för ett stabilt och väl fungerande finansiellt system

¹⁸ Dir. 2011:6.

¹⁹ Finanskriskommittén föreslog bl.a. att ett makrotillsynsråd skulle etableras genom lag och att ett beslut om tillämpning av ett makrotillsynsverktyg skulle åligga Finansinspektionen eller Riksbanken. Detta förslag ledde dock inte till lagstiftning utan i stället bildades Finansiella stabilitetsrådet och Finansinspektionen tilldelades verktygen för makrotillsynen.

föreslogs sedan framgå av nya bestämmelser i 6 kap. riksbankslagen. Enligt dessa bestämmelser skulle Riksbanken

- verka för att identifiera risker som kan leda till allvarliga störningar i det finansiella systemet och vidta åtgärder för att förebygga dem (dvs. makrotillsyn)
- verka för en fungerande likviditetsförsörjning
- verka för att betalningssystemet fungerar väl.

Likviditetsstöd

Beträffande Riksbankens roll i krishantering ansåg Finanskriskommittén att Riksbanken bör ha en likviditetsstödjande roll motsvarande den som Riksbanken hade under den senaste globala krisen som kulminerade 2008, dvs. att Riksbanken skulle kunna

- vidta generella likviditetsstödjande åtgärder för att motverka störningar på marknaden
- ge företagsspecifikt stöd (nödkrediter).

Enligt Finanskriskommittén kunde dock regeringen behöva, eventuellt med hjälp av någon eller några myndigheter, vidta kompletterande åtgärder för att stärka likviditetsförsörjningen.

För att klargöra att Riksbanken får vidta generella likviditetsstödjande åtgärder för att motverka störningar på marknaden föreslog kommittén att riksbankslagen skulle ändras. Den bestämmelsen som föreslogs angav att Riksbanken skulle kunna ge kredit m.m. i penningpolitiskt syfte eller för att motverka allvarliga störningar i likviditetsförsörjningen (ändring av nuvarande 6 kap. 5 § riksbankslagen). De instrument som Riksbanken föreslogs få för att motverka allvarliga störningar i likviditetsförsörjningen var samma instrument som Riksbanken enligt riksbankslagen får vidta i penningpolitiskt syfte. Riksbanken skulle enligt förslaget också informera regeringen inför viktigare beslut som rör sådana åtgärder.

På grund av tidsbrist lämnade Finanskriskommittén inga förslag till ändringar av Riksbankens möjlighet att ge likviditetsstöd till enskilda finansiella företag, s.k. nödkredit.²⁰

²⁰ SOU 2013:6, s. 33 och SOU 2014:52, s. 344.

20.5.2 Internationella valutafonden

Internationella valutafonden (IMF) utvärderar regelbundet det svenska finansiella systemet i Sverige. Den senaste utvärderingen av Sverige skedde 2016. I utvärderingen rekommenderar IMF finansdepartementet att bl.a. ändra riksbankslagen för att

1. klargöra Riksbankens roll inom området finansiell stabilitet, inklusive genom att bekräfta Riksbankens befogenhet att ge likviditetsstöd i finansiellt stabilitetssyfte
2. säkerställa att Riksbanken har en stark finansiell ställning och är skyddad mot eventuella förluster som följer av sådant likviditetsstöd.²¹

IMF anförde att riksbankslagen borde ändras för att klargöra Riksbankens finansiella stabilitetsmandat. Det borde enligt IMF inkludera en tydlig roll i övervakningen av systemrisk och uttryckligen bekräfta att Riksbanken har lagstöd för att ge likviditetsstöd i finansiellt stabilitetssyfte både till individuella banker och till det finansiella systemet i dess helhet. I lagen borde också enligt IMF:s uppfattning föreskrivas att staten ska täcka underskott som uppkommer i Riksbankens kapital och reserver. Detta borde enligt IMF kompletteras med ett i förväg utformat stående arrangemang för ersättning och garantier till Riksbanken avseende förluster på likviditetsstöd. Därigenom behöver varje beslut om likviditetsstöd inte godkännas i förväg av någon annan.²²

20.5.3 Behandlingen av finansiell stabilitet i Finansutskottets tre externa utvärderingar

Frågan om Riksbankens uppdrag avseende finansiell stabilitet har även diskuterats av de externa utvärderingar som skett på uppdrag av Finansutskottet. De personer som utförde de tre utredningarna och de tidsperioder som var föremål för respektive utredning är följande.²³

²¹ IMF (2016), s. 7. Se även avsnitt 23.8 angående resolution.

²² IMF (2016), s. 6 och 35.

²³ Se Giavazzi och Mishkin (2006), Goodhart och Rochet (2011) och Goodfriend och King (2016).

- Francesco Giavazzi och Frederic S. Mishkin, 1995–2005
- Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet, 2005–2010
- Marvin Goodfriend och Mervyn King, 2010–2015.

Utvärderingen av Riksbanken för perioden 1995–2005

Fokus för den första externa utvärderingen låg på penningpolitik men i utvärderarnas uppdrag ingick bl.a. att belysa om det finns målkonflikter mellan Riksbankens mål om prisstabilitet och uppdraget att främja stabilitet i det finansiella systemet.

Utvärderarna konstaterade att det finns två grundläggande förutsättningar för att penningpolitiken ska kunna främja prisstabilitet och för att man ska kunna införa ett trovärdigt nominellt ankare för penningpolitiken:

1. en ansvarsfull finanspolitik
2. ett finansiellt regelverk som främjar ett säkert och stabilt finansiellt system.

Enligt utvärderarna kan penningpolitiken inte hålla inflationen under kontroll om regeringens finanspolitik och det finansiella systemet inte fungerar väl, varför en ansvarsfull finanspolitik och ett stabilt finansiellt system är förutsättningar för en framgångsrik penningpolitik. Utvärderarna konstaterade att Sverige uppfyllde båda dessa förutsättningar.²⁴

Utvärderingen av Riksbanken för perioden 2005–2010

Tyngdpunkten i den andra utvärderingen låg på att granska och analysera vilka lärdomar för penningpolitiken och arbetet med finansiell stabilitet som kunde dras av de senaste årens globala finanskris. I uppdraget ingick bl.a. följande frågeställningar:

²⁴ Giavazzi och Mishkin (2006), s. 15. Utvärderarna diskuterade även kopplingen mellan penningpolitik, tillgångspriser och finansiell stabilitet (se avsnitt 14.4). För en analys av denna frågeställning, se kapitel 17.

1. Vilka lärdomar kan dras av finanskrisen ur ett penningpolitiskt perspektiv?
2. Hur har Riksbanken under finanskrisen skött sitt uppdrag att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende?
3. Bör Riksbankens uppdrag att verka för finansiell stabilitet förändras, förtydligas eller kompletteras?
4. Hur bör roll- och ansvarsfördelningen mellan olika myndigheter se ut när det gäller arbetet för finansiell stabilitet i den svenska ekonomin?

Utvärderarna rekommenderade bl.a. att riksbankslagen revideras för att utvidga och förtydliga under vilka omständigheter Riksbanken får ge nödkrediter. Utvärderarna konstaterade vidare att en nödkredit får ges om det föreligger synnerliga skäl och rekommenderade att det i en ny riksbankslag anges vad som kan utgöra synnerliga skäl och hur potentiella förluster ska fördelas. Enligt utvärderarna måste det även säkerställas att sådana nödkrediter är förenliga med unionsrätten, i synnerhet med reglerna om statligt stöd. Utvärderarna menade också att nödkrediter kan behöva ges till systemviktiga finansiella institut som inte står under Finansinspektionens tillsyn och att det är nödvändigt att ändra riksbankslagen för att möjliggöra detta.

I anslutning till ett resonemang om makrotillsynen rekommenderade utvärderarna att riksbankslagen ändras på följande sätt:

- Det måste närmare anges exakt vilket mandat Riksbanken har när det gäller att ”främja finansiell stabilitet”.
- Det måste närmare anges vilka verktyg Riksbanken ska ha för detta ändamål, t.ex. varierande kassakrav och kontroll av valutaåterköpsavtal.
- Det måste närmare anges hur Riksbankens interna styrningsstruktur ska se ut när det gäller verksamhet som rör finansiell stabilitet och hur ansvar och uppgifter ska delas med andra myndigheter som också ansvarar för vissa aspekter av den finansiella stabiliteten, i synnerhet Finansinspektionen, Riksgäldskontoret och finansdepartementet.

Riksbankens instämde i att det behöver utredas om Riksbanken bör kunna ge nödkrediter till finansiella företag som inte står under tillsyn av Finansinspektionen. Direktionen pekade på att internationaliseringen innebär att finansiella företag kan vara systemviktiga i Sverige men stå under tillsyn i ett annat land. Som exempel nämnde direktionen clearingorganisationer som är deltagare i Riksbankens centrala betalningssystem RIX och som kan utnyttja intradagskrediter som följer med ett sådant deltagande, men som inte kan beviljas särskilt likviditetsstöd eftersom de inte står under svensk tillsyn.²⁵

Direktionen instämde däremot inte i utvärderarnas rekommendation att förtydliga när Riksbanken får ge en nödkredit. Direktionen angav tre skäl för sitt ställningstagande. För det första har lagen visat sig fungera väl i praktiken. För det andra är Riksbanken tydlig med under vilka omständigheter den beviljar nödkrediter. För det tredje ger begreppet synnerliga skäl i lagstiftningen en nödvändig flexibilitet (bet. 2012/13:FiU12 s. 22). Direktionen pekade dock på att valet av ordet insolvens kan behöva förtydligas eller ändras eftersom det har olika innebörd beroende på sammanhang.²⁶

Riksgäldskontoret delade dock utvärderarnas uppfattning att förutsättningarna för Riksbanken att ge nödkrediter borde förtydligas (bet. 2012/13:FiU12 s. 23).

Finansutskottet, liksom de flesta remissinstanserna, delade utvärderarnas bedömning av att det behövs en reformering och översyn av riksbankslagen. Utskottet ville dock avvakta resultatet av arbetet i Finanskriskommittén och utredningen om Riksbankens finansiella oberoende innan en ny utredning av riksbankslagen tillsattes.

Utvärdering av Riksbanken för perioden 2010–2015

I den tredje rapporten rekommenderade utvärderarna att riksbankslagen ändras för att förtydliga Riksbankens roll när det gäller att värna finansiell stabilitet. Det utvärderarna syftade på var frågan om ifall Riksbankens roll skulle vara begränsad till att tillsammans med Finansinspektionen delta i den gemensamma kommittén för makrotillsyn som utvärderarna föreslog, eller utökas genom att Riksbanken

²⁵ Riksbanken (2011).

²⁶ Riksbanken (2011). I yttrandet uttalade Riksbankens direktion att bedömningen av företagets insolvens handlar om att Riksbanken inte ska ge stöd till ett finansiellt institut som saknar långsiktig överlevnadsförmåga.

tilldelas makrotillsynsbefogenheter. Riksbankens uppdrag bör enligt utvärderarna även omfatta finansiell stabilitet och Riksbanken måste ha vissa formella befogenheter för att kunna uppnå sitt mål.

Av Finansutskottets betänkande avseende utvärderingen (bet. 2015/16:FiU41) framgår bl.a. följande. Flertalet av remissinstanserna – däribland Riksbankens direktion och riksbanksfullmäktige, Finansinspektionen och Riksgäldskontoret – instämde i rekommendationen att Riksbankens roll när det gäller finansiell stabilitet behöver förtydligas. Finansinspektionen noterade bl.a. att Riksbankens möjlighet att ge generellt likviditetsstöd vid en kris inte är reglerad i riksbankslagen. I lagen bör det enligt Finansinspektionen tydligt framgå att Riksbanken för att motverka störningar i likviditetsförsörjningen får ge lån, köpa värdepapper m.m. Riksgäldskontoret ansåg i likhet med Finansinspektionen att det är Riksbankens likviditetsförsörjande roll i krislägen som måste förtydligas och pekade på att det saknas lagstöd för generell likviditetsförsörjning. Det behövdes enligt Riksgäldskontoret lagfästas och förtydligas. Enligt Riksgäldskontoret var det särskilt önskvärt att Riksbankens roll som likviditetsförsörjare när ett företag försätts i resolution förtydligas.

I betänkandet föreslog finansutskottet också att regeringen snarast skulle tillsätta denna kommitté.

20.5.4 Riksbanken

Riksbanken har vid några tillfällen gett uttryck för att det inte är tydligt vad som ingår i Riksbankens uppgift att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Det togs exempelvis upp i en framställning till riksdagen om vissa utredningsbehov med anledning av finanskrisen (2009/10:RB4). Riksbanken tog i samma framställning upp frågan om den bör få ge generellt likviditetsstöd i finansiellt stabilitetssyfte.

Vid Finansutskottets sammanträde den 17 maj 2016 presenterades promemorian *Förslag till frågor att ta upp i en översyn av riksbankslagen* som beslutats av Riksbankens direktion.²⁷ I promemorian anfördes sammanfattningsvis följande. Direktionen anser att finansiell stabilitet är det enskilt viktigaste området att få en genomlysning av

²⁷ Riksbanken (2016).

vid en översyn av riksbankslagen. Centralbankernas ansvar för finansiell stabilitet stod inte i fokus vid den senaste översynen av riksbankslagen under 1990-talet. Enligt direktionen bör Riksbankens mandat för finansiell stabilitet förtydligas och verktygen för att värna finansiell stabilitet ses över. Riksbanken har i dag flera verktyg för att värna stabiliteten, men som lagen är utformad är verktygen låsta till vissa politikområden och situationer, vilket enligt direktionen utgör en potentiellt kostsam och ineffektiv begränsning. Uppdelningen av instrumenten mellan olika politikområden bör därför ses över.

Direktionen vill också att ramverket för makrotillsyn utreds på nytt. Vidare bör möjligheterna till informationsöverföring mellan myndigheter ses över. Dagens sekretessregler begränsar informationsöverföringen mellan myndigheter, på såväl nationell som internationell nivå, på ett sätt som kan försvåra samverkan i en krissituation.

Direktionen anförde vidare att det till följd av internationaliseringen och strukturella förändringar kan finnas behov av att utöka kretsen av företag som kan erhålla nödkrediter och att det kan finnas skäl att utreda den möjligheten. Som exempel nämnde Riksbanken utländska centrala motparter.

I det ramverk för resolution som Sverige nyligen infört saknas det enligt direktionen en ordning som ger ett tillräckligt bra skydd för Riksbankens, och i förlängningen statens, medel i en situation då Riksbanken gör förlust på en nödkredit som den gett till ett företag som senare försätts i resolution. Enligt direktionen är det angeläget att en sådan ordning utreds.

20.5.5 Sammanfattning av synpunkterna

Finanskriskommittén, IMF, Finansinspektionen, Riksgäldskontoret, Riksbanken (direktionen och fullmäktige), Goodhart och Rochet samt Goodfriend och King har ansett att det bör förtydligas vilket mandat Riksbanken har beträffande finansiell stabilitet. Det nuvarande mandatet – att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende – har alltså inte ansetts tillräckligt tydligt.

Finanskriskommittén, IMF och Riksbanken har vidare anført att det bör göras tydligare att Riksbanken får ge likviditetsstöd för att värna den finansiella stabiliteten. Även Finansinspektionen och Riks-

gäldskontoret har i sina remissvar över den utvärdering som gjordes av Goodfriend och King ansett att det behövs en sådan ändring. Dessa anser alltså att det tydligare än i dag bör framgå av riksbankslagen att Riksbanken, såsom den gjorde under den senaste globala krisen, får ge krediter m.m. för att motverka finansiell instabilitet.

IMF, Goodhart och Rochet samt Riksbanken har, i olika avseenden, ansett att bestämmelsen om när Riksbanken får ge nödkrediter bör ses över. IMF efterlyser exempelvis ett förtydligande av att sådana krediter får ges i finansiellt stabilitets syfte.

20.6 Riksbankens utformning av sitt arbete

Riksbankens tolkning av sitt uppdrag

Som framgår i avsnitten 20.4–20.5 är det en återkommande uppfattning att Riksbankens mandat avseende finansiell stabilitet är otydligt. Det kan ses som en bakgrund till att kommittén enligt direktiven ska förtydliga Riksbankens ansvar för finansiell stabilitet.

Riksbanken har tolkat uppgiften att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende som att den i praktiken innebär ett ansvar för att främja stabiliteten i det finansiella systemet.²⁸

I årsredovisningen för 2018 anger Riksbanken bl.a. följande²⁹:

För att Riksbanken ska kunna uppnå sitt lagstadgade mål att upprätthålla ett fast penningvärde behöver de finansiella marknaderna fungera väl. Riksbanken ska enligt riksbankslagen även främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Det kan Riksbanken göra genom att på olika sätt bidra till att det finansiella systemet är stabilt och se till att det går att göra betalningar på ett säkert och effektivt sätt.

Riksbanken har sedan 1997 redovisat en liknande tolkning av sitt uppdrag.³⁰

I det följande beskrivs hur Riksbanken har utformat sitt arbete med finansiell stabilitet.

²⁸ Riksbanken (2013). Riksbanken har dock samtidigt anfört att det inte framgår tydligt av riksbankslagen eller förarbetena till den lagen vad som ingår i uppgiften att främja ett effektivt och säkert betalningsväsende, även om dess ansvar för den finansiella stabiliteten med nuvarande lagstiftning vilar på denna formulering (Framställning om vissa utredningsbehov med anledning av finanskrisen, 2009/10:RB4, s. 6).

²⁹ Riksbanken (2019) Där definierar Riksbanken finansiell stabilitet som att det finansiella systemet upprätthåller sina grundläggande funktioner och dessutom har motståndskraft mot störningar som hotar dessa funktioner. Se även Riksbanken (2013), s. 3.

³⁰ Riksbanken (1998), s. 3 och 9 och Riksbanken (1997).

Riksbankens huvudsakliga verksamhet

Riksbankens nuvarande arbete kan enligt kommittén delas in i följande huvudsakliga områden.

1. Främja ett säkert och effektivt system för betalningar genom att:
 - Bedriva ett avvecklingssystem för betalningar och på annat sätt medverka i betalningsavveckling. Det gör Riksbanken i dag framför allt genom att tillhandahålla det centrala betalningssystemet RIX. Riksbanken tillhandahåller avvecklingskonton och intradagskrediter i form av elektroniska centralbankspengar. Detta gör det lättare för marknadsaktörerna att göra finansiella överföringar sinsemellan utan kredit- eller likviditetsrisker.
 - Övervakning av den finansiella infrastrukturen, dvs. betalningssystem, clearingorganisationer etc. Inom ramen för denna uppgift följer och övervakar Riksbanken dels de viktigaste riskerna i den systemviktiga finansiella infrastrukturen, dels att internationella standarder på området uppfylls.³¹
 - Kontanthering och kontantförsörjning. Riksbanken har ensamrätt att ge ut sedlar och mynt i Sverige och ansvar för kontantförsörjningen (se kapitel 34).
2. Krisförberedelse och krishantering, genom
 - krisförberedande arbete, för egen del och tillsammans med andra myndigheter
 - att tillföra likviditet till det finansiella systemet i form av intradagskrediter inom ramen för RIX (se ovan) stående eller tillfälliga generella likviditetsfaciliteter företagsspecifikt stöd (nödkrediter).

³¹ Hur den finansiella infrastrukturen fungerar påverkar också genomslaget för penningpolitiken. Uppgiften har därför även koppling till Riksbankens uppgifter inom penningpolitiken.

3. Krisförebyggande arbete, bl.a. genom att bidra till makrotillsynen genom analys och bedömningar av systemrisker samt att påtala dessa risker och försöka påverka andra aktörer att minska dem. Det kan handla om såväl behov av policyåtgärder som av förändring av lagstiftning och andra regler, både i Sverige och internationellt.

Riksbanken informerar om sin syn på den finansiella stabiliteten, bl.a. genom en rapport om finansiell stabilitet som publiceras två gånger per år. Riksbanken deltar även i Finansiella stabilitetsrådet och i diverse internationella organisationer, bl.a. BIS, Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI), Baselkommittén för banktillsyn och Europeiska systemrisknämnden (ESRB), se vidare kapitel 26.

Riksbankens förebyggande arbete och krishantering

Av Riksbankens årsredovisning för 2018³² framgår det att banken arbetar på följande sätt i sitt förebyggande arbete och med krishantering.

Riksbanken strävar efter att *förebygga* hot mot den finansiella stabiliteten genom att löpande analysera utvecklingen i det finansiella systemet och i ekonomin i övrigt samt genom att informera om och uppmärksamma risker som byggs upp. Analysen fokuserar främst på de stora bankkoncernerna i Sverige samt de marknader och den infrastruktur som är viktiga för deras finansiering och riskhantering.³³

Riksbanken arbetar förebyggande genom att offentligt och i dialog med aktörerna i det finansiella systemet, både i Sverige och internationellt, uppmärksamma risker och händelser som kan innebära hot mot den finansiella stabiliteten. Riksbanken ger i detta sammanhang rekommendationer dels till banker och andra aktörer på de finansiella marknaderna, dels till lagstiftaren och andra myndigheter med målet att upplysa om risker och lämpliga åtgärder för att minska dessa.

³² Riksbanken (2019), s. 9 och 10.

³³ De infrastruktursystem som ingår i Riksbankens övervakning är: Riksbankens betalningssystem RIX, Euroclear Sweden AB:s avvecklingssystem för värdepapper (VPC-systemet), Nasdaq Clearing AB:s centrala motpartssystem för finansiella derivat, råvaruderivat samt repor och Bankgirocentralen BGC AB:s betalningssystem för clearing av massbetalningar.

Riksbanken påverkar också utformningen av lagar och regler för tillsyn och krishantering genom att svara på remisser och konsultationer och aktivt delta i arbetet i flera internationella organisationer.

I årsredovisningen konstateras vidare att om en finansiell kris inträffar delar Riksbanken, Finansinspektionen, finansdepartementet och Riksgäldskontoret ansvaret för att *hantera* krisen på ett sätt som minimerar de samhällsekonomiska kostnaderna. Denna samverkan bedrivs bl.a. i Finansiella stabilitetsrådet.

Riksbanken kan enligt årsredovisningen bidra till att hantera en finansiell kris på följande olika sätt:

1. genom att tillföra likviditet till det finansiella systemet
2. genom stöd till en enskild bank i form av utlåning mot säkerhet
3. genom att kommunicera Riksbankens bedömningar
4. genom samarbete med andra myndigheter och organisationer i Sverige och i utlandet.

20.7 Internationell utblick

Vid sidan av ansvaret för penningpolitik har centralbanker i olika länder tilldelats en rad uppgifter av varierande natur. En stor majoritet av centralbankerna, i vart fall de som är medlemmar i BIS, uppger själva att de har ett ansvar för att värna den finansiella stabiliteten.³⁴ I samband med en studie av BIS från 2009 framkom det dock att endast ett fåtal av centralbankerna hade ett uttryckligt mål om finansiell stabilitet i sin centralbankslag. Detta förhållande har åtminstone delvis förändrats under senare år, till stor del till följd av lärdomarna från den globala finanskrisen som kulminerade 2008.

Vid en jämförelse av centralbankslagar som BIS publicerade under våren 2018 framkom att alla de centralbanker som är medlemmar i BIS styrdes av ett lagstadgat mål avseende antingen det finansiella systemet som helhet eller en del av det. Före den globala finanskrisen hade 85 procent av dessa centralbanker ett sådant lagstadgat mål. För Riksbankens del avsåg undersökningen bestämmelsen om betalningsväsendet i riksbankslagen. I BIS jämförelse av en bredare krets av

³⁴ BIS (2009), s. 25.

centralbanker var siffran 86 procent jämfört med 68 procent före den globala finanskrisen.³⁵ Även en annan studie som publicerades av IMF 2017, talar för att finansiell stabilitet numera ingår bland de lagstadgade målen för centralbanker i högre grad än tidigare.³⁶

I det följande beskriver kommittén några centralbankers mål och uppgifter beträffande finansiell stabilitet.³⁷ Med sådana uppgifter avses här dels förebyggande uppgifter såsom tillsyn över enskilda finansiella företag (mikrotillsyn) och makrotillsyn, dels krishanterande uppgifter avseende nödkrediter, annat slags likviditetsstöd i orostider m.m. Mer detaljerad information beträffande hur vissa centralbanker förhåller sig till s.k. luta-sig-mot-vinden-politik inom ramen för penningpolitiken i syfte att främja finansiell stabilitet behandlas i kapitel 17.

Det bör nämnas att centralbanksstiftningen i många länder härstammar från en tid då finansiell stabilitet inte ansågs vara en viktig del av centralbankers verksamhet. Vidare skiljer sig de institutionella och rättsliga förutsättningarna åt mellan olika länder, vilket gör att det inte alltid är möjligt att överföra en lösning från ett land till ett annat.

Det ingår inte i kommitténs uppdrag att se över ansvarsfördelningen avseende mikro- eller makrotillsynen i Sverige. Det är dock av betydelse för förståelsen av utländska centralbankslagar och det internationella samarbetet att beröra i vilken utsträckning de berörda utländska centralbankerna har ett ansvar för tillsyn.

Eurosystemet och Bankunionen

De enskilda medlemsstaterna inom EU har själva ansvaret för att upprätthålla finansiell stabilitet i sina respektive ekonomier (angående Eurosystemet, se nedan). Samtidigt finns det också gemensamma arrangemang för att främja stabiliteten i hela EU. Det gäller t.ex. tillsyn och resolution, särskilt för de medlemsstater som ingår i Bankunionen.

³⁵ BIS (2018). Enligt analysen är det betydligt färre centralbanker som styrs av ett mål som avser endast en del av det finansiella systemet jämfört med systemet som helhet.

³⁶ IMF (2017), s. 7.

³⁷ Uppgifterna är delvis hämtade från den norska utredning som nyligen lagt fram ett betänkande om ny centralbankslag (NOU 2017:13). I övrigt härstammar uppgifterna från relevant lagstiftning och information på webbplatserna för de berörda centralbankerna och övriga myndigheter per mars 2018.

Även om det är de nationella myndigheterna som beslutar om nödkrediter, innebär unionsrätten vissa begränsningar. För det första får inte nationella uppgifter för centralbankerna strida mot ECBS mål och funktioner (artikel 14.4 i ECBS-stadgan). För det andra gäller förbudet mot monetär finansiering, dvs. mot att en centralbank finansierar statens utgifter (artikel 123 i EUF-fördraget). Centralbankerna inom Eurosystemet har i en överenskommelse om nödkrediter (Emergency Liquidity Assistance, ELA) preciserat vad som gäller enligt nämnda regler för att sådana krediter ska få lämnas.³⁸

De medlemsstater som har euron som valuta ingår i Bankunionen. Tillsynen över de största (systemviktiga) bankerna i dessa länder ligger därför hos ECB i form av den gemensamma tillsynsmekanismen (Single Supervisory Mechanism, SSM). Vidare finns en gemensam resolutionsmekanism (Single Resolution Mechanism, SRM) inom Bankunionen.³⁹

Den gemensamma tillsynsmekanismen regleras av SSM-förordningen.⁴⁰ I förordningen har tillsynen separerats från penningpolitiken. Det anges bl.a. i förordningen att ECB endast får beakta de målsättningar som anges i förordningen, dvs. att bidra till kreditinstitutens säkerhet och sundhet och det finansiella systemets stabilitet inom unionen, när den utför de uppgifter som följer av förordningen (artikel 25.1 jämförd med artikel 1 första stycket). Dessa uppgifter ska utföras utan inverkan på och separat från dess penningpolitiska uppgifter och övriga uppgifter (artikel 25.2). Regelverket baseras således på utgångspunkten att det går att dra en skiljelinje mellan det finansiella systemets stabilitet respektive prisstabilitet.

Inom ECB finns det en särskild beslutsstruktur för tillsynen. Tillsynsbeslut tas av Tillsynsnämnden, som är sammansatt av en ordförande, en vice ordförande, fyra ledamöter från ECB och en företrädare från var och en av tillsynsmyndigheterna i de deltagande medlemsstaterna. Tillsynsnämnden omfattas av ett instruktionsförbud. Nämnden tar fram ett fullständigt utkast till beslut. Ett beslut anses vara fattat såvida ECB-rådet inte invänder mot det inom en viss frist (ett implicit godkännande). ECB-rådet kan dock inte ändra

³⁸ ECB (2017).

³⁹ En utredning har tillsatts för att analysera skälen för och emot ett eventuellt svenskt deltagande i Bankunionen (dir. 2017:123, se vidare avsnitt 13.2). Uppdraget ska redovisas senast den 30 november 2019.

⁴⁰ Rådets förordning (EU) nr 1024/2013 av den 15 oktober 2013 om tilldelning av särskilda uppgifter till Europeiska centralbanken i fråga om politiken för tillsyn över kreditinstitut.

Tillsynsnämndens utkast till beslut. Om ECB-rådet invänder mot ett utkast till beslut får Tillsynsnämnden utarbeta ett nytt utkast till beslut. ECB-rådet är således högsta instans för tillsynsbeslut men presumtionen är att det är Tillsynsnämnden som i praktiken fattar tillsynsbesluten. På så vis ska det finnas en distinktion mellan tillsyn och penningpolitik.

Åtskillnaden mellan tillsyn och penningpolitik markeras även på andra sätt i SSM-förordningen. Sammanträden och dagordningar inom ECB-rådet ska hållas separata. En särskild medlingsnämnd har inrättats med uppgift att hantera klagomål från medlemsstaterna gällande att ECB-rådet gör bruk av sin rätt att invända mot ett utkast till beslut av Tillsynsnämnden. Medlingsnämnden kan ses som en säkerhetsmekanism för att förhindra att ECB-rådet låter penningpolitiska motiv påverka agerandet inom tillsynen. Vidare inryms tillsynsverksamheten i en separat byggnad. Den har också en separat budget som är skild från ECB:s budget i övrigt. Personalen inom SSM är organisatoriskt separerad från övrig personal (artikel 25.2 andra stycket i SSM-förordningen).

Inom Bankunionen är makrotillsynen i euroområdet ett delat ansvar mellan ECB och de nationella myndigheterna. Nationellt är makrotillsynen organiserad på olika sätt i euroländerna, men som regel finns det ett samarbete mellan centralbanker, eventuella andra tillsynsorgan och regeringar (se nedan). I många fall tar sig detta samarbete formen av ett finansiellt stabilitetsråd eller liknande organ, ofta med fler konkreta befogenheter än vad det svenska Finansiella stabilitetsrådet har. Europeiska systemrisknämnden (*European Systemic Risk Board*, ESRB) har rekommenderat att centralbanken i respektive medlemsstat ska ges en ledande roll i makrotillsynsarbetet.⁴¹ I en rapport från ESRB anges att respektive centralbank har tilldelats huvudansvaret för makrotillsynen i 13 medlemsstater och att tillsynsmyndigheten har tilldelats huvudansvaret i två medlemsstater, Finland och Sverige.⁴² I resterande medlemsstater, bl.a. i Frankrike och Tyskland (se nedan), tillämpas en lösning med någon form av finansiellt stabilitetsråd som makrotillsynsorgan. Det finns dock skillnader mellan olika länder avseende vilka slags verktyg som omfattas av uttrycket makrotillsyn. Exempelvis har Finansinspektionen i Sverige tillgång till såväl makrotillsynsverktyg i EU-lagstift-

⁴¹ ESRB (2011), rekommendation B 3.

⁴² ESRB (2014), särskilt tabell 9 och 10.

ningen (kontracykliska kapitalbuffertar m.m.) och mer konsumentnära verktyg relaterade till obalanser på kreditmarknaden (amorteringskrav och bolånetak).

Uppgifter och befogenheter för ECB inom makrotillsyn regleras i SSM-förordningen (särskilt artikel 5). De konkreta instrumenten för makrotillsyn finns i EU-lagstiftningen om kapitalkrav för banker, insättningsgarantisystem och regler för hantering av banker i kris (kapitaltäckningsregelverket [CRR/CRD], insättningsgaranti-direktivet [DGSD] och krishanteringsdirektivet [BRRD]). ECB kan endast besluta att *skärpa* vissa makrotillsynsverktyg som finns i de två nämnda förordningarna. Det gäller följande makrotillsynsverktyg.

- den kontracykliska kapitalbufferten
- systemriskbufferten
- bufferten för globalt systemviktiga institut och bufferten för andra systemviktiga institut
- vissa andra instrument (riskvikter på exponeringar mot fastigheter, den finansiella sektorn, gränsvärden för stora exponeringar och ytterligare upplysningsskyldigheter).

ECB kan dock inte besluta om skärpta restriktioner som gäller instrument som inte finns i EU-lagstiftningen. Det gäller exempelvis storleken på lån i relation till värde av säkerheten (eng. *loan-to-value*, s.k. bolånetak i svensk rätt) eller lån i relation till inkomst. Sådana instrument beslutas helt på nationell nivå. För svensk del skulle även amorteringskrav ligga utanför de verktyg som ECB kan skärpa. ECB:s ansvar för makrotillsyn är således mer avgränsat än vad som gäller för t.ex. Finansinspektionen i Sverige.

Nationella myndigheter i de medlemsstater som deltar i bankunionen ska informera ECB när de planerar en makrotillsynsåtgärd. ECB kan meddela att den motsätter sig ett visst planerat beslut. I ett sådant fall ska de nationella myndigheterna beakta ECB:s invändningar innan de går vidare med ett beslut.

För makrotillsynsbeslut inom ECB gäller en annan beslutsordning än den som tillämpas inom mikrotillsynen, där det som framgår ovan gäller ett så kallat implicit förfarande (beslutet i fråga anses

antaget såvida inte ECB-rådet invänder mot det inom en viss frist).⁴³ Även för makrotillsynsbeslut ska Tillsynsnämnden göra ett utkast till beslut, men i dessa fall ska ECB-rådet *aktivt* ta ställning till Tillsynsnämndens utkast till beslut. ECB-rådet kan också besluta på eget initiativ utan förslag från Tillsynsnämnden i dessa fall. ECB-rådet kan även be Tillsynsnämnden att göra analyser eller ta fram förslag.

Inom ECB finns ett *Macroprudential Forum* som är sammansatt av medlemmarna i ECB-rådet och Tillsynsnämnden. Det har till uppgift att föra samman mikro- och makroperspektiven. Det är ett diskussionsforum utan beslutsrätt. För mer tekniska diskussioner finns *Financial Stability Committee*, som består av nationella representanter från tillsynsorganen inom ECBS.

För hela EU finns organet ESRB (se ovan).

Deutsche Bundesbank

Ansvar för finansiell stabilitet i Tyskland regleras i lagen om finansiell stabilitet.⁴⁴ Det överordnade ansvaret ligger hos finansministern. Eftersom Tyskland har euron som valuta ingår Tyskland i Bankunionen.

I centralbankslagen nämns inte finansiell stabilitet uttryckligen.⁴⁵ Bundesbank är dock sedan 2013 ålagd uppgifter avseende finansiell stabilitet i den särskilda lagen om finansiell stabilitet, som gäller makrotillsynen. I den lagen åläggs Bundesbank att analysera riskerna för störningar i det finansiella systemet, lägga fram årliga rapporter till ett finansiellt stabilitetsråd, föreslå eventuella varningar avseende risker för den finansiella stabiliteten och att utvärdera effekterna av befintliga åtgärder (1 § [1] nämnda lag). I det finansiella stabilitetsrådet finns även tillsynsmyndigheten BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) och finansdepartementet representerade. Finansdepartementet har ordförande- och vice ordförandeposten. Stabilitetsrådet fattar beslut om varningar genom enhällighet (3 § [5]). De befogenheter i förhållande till finansiella företag som lagen om

⁴³ Artikel 13h i ECB:s arbetsordning.

⁴⁴ Gesetz zur Überwachung der Finanzstabilität (Finanzstabilitätsgesetz) av den 28 november 2012, senast ändrad den 23 juni 2017.

⁴⁵ Gesetz über die Deutsche Bundesbank, av den 22 oktober 1992 (Bundesgesetzblatt I, s. 1782), senast ändrad genom artikel 23 i Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds, av den 4 juli 2013 (Bundesgesetzblatt I, s. 1981).

finansiell stabilitet tilldelar Bundesbank gäller rätten att inhämta upplysningar (5 § [1]). Finansdepartementet har rätt att utfärda föreskrifter om denna upplysningsskyldighet (5 § [2]).

Bundesbank deltar i tillsynsarbetet över kreditinstituten genom att banken utför analysarbete åt tillsynsmyndigheten BaFin. Samarbetet regleras av banklagstiftningen och av ett samarbetsavtal mellan Bundesbank och tillsynsmyndigheten.

Det finns ingen särskild bestämmelse om nödkrediter i den tyska centralbankslagstiftningen. Däremot finns en allmän bestämmelse om att Bundesbank får ge kredit mot betryggande säkerhet, ingå återköpsavtal (repor) m.m. (artikel 19.1 centralbankslagen). Med stöd av denna bestämmelse får Bundesbank också ge företagsspecifikt likviditetsstöd (nödkrediter). Därutöver tillämpas Eurosystemets överenskommelse om nödkrediter.⁴⁶

Banque de France

I likhet med Tyskland ingår Frankrike i Bankunionen. Genom lagändringar som beslutades 2013 infördes bestämmelser om finansiell stabilitet i den franska centralbankslagen.⁴⁷ Enligt denna lag ska centralbanken Banque de France tillsammans med ett finansiellt stabilitetsråd (Haut Conseil de stabilité financière) säkerställa stabiliteten i det finansiella systemet. Chefen för centralbanken är ledamot av stabilitetsrådet. Centralbanken ska bidra till genomförandet av stabilitetsrådets beslut. Detta baseras på en samarbetsprincip som lagstiftaren har slagit fast för de myndigheter som arbetar med finansiell stabilitet. Centralbankens egna befogenheter gäller bl.a. rätten att begära information och dokument från finansiella företag (artikel L. 141-6 punkten I). Vidare är banken skyldig att snarast möjligt underrätta bl.a. en särskild myndighet för makrotillsyn, mikrotillsyn och resolution (l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, ACPR) om banken får kännedom om att en finansiell krissituation av visst slag föreligger (artikel L. 141-6-1).

⁴⁶ Agreement on emergency liquidity assistance, av den 17 maj 2017. Se appendix till kapitel 23 för en beskrivning.

⁴⁷ Code monétaire et financier, Statuts de la Banque de France, artikel L. 141-5-1. Ändringarna om finansiell stabilitet infördes genom lag nr 2013-672, av den 26 juli 2013, artikel 27.

Banque de France har också ett särskilt ansvar för att verka för säkra och välfungerande betalningssystem, vilket anknyter till ECBS grundläggande uppgifter (artikel L. 141-4).

I den franska centralbankslagen har en åtskillnad delvis gjorts mellan mål och uppgifter som avser ECBS, däribland penningpolitik, (artikel L. 141-1 och delvis artikel L. 141-4) respektive andra uppgifter (artikel L. 41-5-1–artikel L. 141-9). Det är också ett särskilt organ inom centralbanken som fattar beslut avseende andra uppgifter än de ECBS-relaterade (Le conseil général, se artikel L. 142-2). Detta organ är sammansatt av bl.a. centralbankschefen, flera vice centralbankschefer, en personalrepresentant och den vice ordföranden i den särskilda tillsyns- och resolutionsmyndighet som berörs ovan.

I fråga om nödkrediter tillämpas Eurosystemets överenskommelse.

Finlands Bank

Även Finland ingår i Bankunionen. I den finländska centralbankslagen⁴⁸ görs en åtskillnad mellan ECBS-relaterade uppgifter respektive övriga uppgifter. Exempelvis anges det i lagen att Finlands Bank och medlemmarna av dess organ varken får begära eller ta emot instruktioner om sin verksamhet från annat håll än ECB när de sköter uppgifter inom ECBS (4 §). Enligt dess ordalydelse gäller således inte detta instruktionsförbud för andra uppgifter än dessa.

En av de uppgifter som Finlands Bank har som berör finansiell stabilitet är att ”för sin del” sörja för betalningssystemets och det övriga finansiella systemets tillförlitlighet och effektivitet samt delta i utvecklandet av systemet (3 § 3). Det bör här nämnas att det finns en särskild myndighet, Verket för finansiell stabilitet, som ansvarar för frågor om resolution och insättningsgaranti i Finland. Vidare finns en särskild tillsynsmyndighet, Finansinspektionen, som ansvarar för såväl mikro- som makrotillsyn. Det senare gäller t.ex. kontryckiska buffertkrav och den maximala belåningsgraden för nya bostadslån. Finansinspektionen är administrativt sett knuten till Finlands Bank, men fattar sina beslut självständigt. Det kan nämnas att ordföranden för Finansinspektionen också är ledamot av direktionen för Finlands bank.

⁴⁸ Lagen om Finlands Bank, 27.3.1998/214.

I fråga om nödkrediter gäller generellt att Finlands Bank får bevilja kredit mot tillräckliga säkerheter (5 § första stycket 1 och 7 § centralbankslagen). Därutöver gäller Eurosystemets överenskommelse om nödkrediter (se ovan).

Tre EU-centralbanker utanför euroområdet

*Bank of England*⁴⁹

Det överordnade ansvaret för finansiell stabilitet i Storbritannien ligger hos regeringen. Den har dock delegerat flera av verktygen till Bank of England (se vidare nedan). I centralbankslagen⁵⁰ anges att ett av bankens mål ska vara att värna och stärka stabiliteten i det finansiella systemet i landet. I detta sammanhang ska banken eftersträva att samarbeta med andra berörda myndigheter, inklusive finansdepartementet och tillsynsmyndigheten Financial Conduct Authority (FCA).

Bank of Englands ansvar för finansiell stabilitet har utvidgats efter den globala finanskrisen. Banken fick 2013 ansvaret för makrotillsynen och för den mikrotillsyn som avser banker och vissa större finansiella företag. Tillsynen hanteras organisatoriskt inom Prudential Regulation Authority (PRA), som hör till centralbanken. En ny organisationsstruktur infördes således inom Bank of England. Förutom PRA består den bl.a. av ett särskilt beslutsorgan för finansiell stabilitet, Financial Policy Committee. Samtidigt inrättades den separata tillsynsmyndigheten FCA för de företag som inte omfattas av PRA:s verksamhet och för viss tillsyn av s.k. uppföranderegler.

Bank of England har huvudansvaret för krishantering och har vida befogenheter att hantera banker som får finansiella problem. Av en särskild lag om finansiella tjänster framgår att centralbanken och finansdepartementet ska ta fram en överenskommelse om den närmare ansvarsfördelningen inom området finansiell stabilitet.⁵¹ En sådan överenskommelse träffades i oktober 2017.⁵² Enligt överenskommelsen ansvarar centralbanken för att värna och stärka stabiliteten i Storbritanniens finansiella system. Av överenskommelsen

⁴⁹ När detta betänkande går till tryck är Storbritannien fortfarande med i EU och behandlas därför i detta delavsnitt.

⁵⁰ Bank of England Act 1998.

⁵¹ Financial Services Act 2012, avsnitt 65.

⁵² Memorandum of Understanding on resolution planning and financial crisis management.

framgår också att centralbanken har det primära operativa ansvaret för finansiell krishantering, men att finansministern ensam har ansvar för beslut om användningen av offentliga medel. Det senare innebär att finansministern måste godkänna vissa av centralbankens beslut för att de ska bli gällande. Detta avser bl.a. beslut om nödkrediter som inte ryms inom centralbankens offentliggjorda regelverk. I vissa speciella situationer får finansministern också instruera centralbanken att ge likviditetsstöd till det finansiella systemet som helhet eller att ge nödkrediter.⁵³

Det bör här nämnas att Storbritannien inte omfattas av EUF-fördragets regler om oberoende centralbanker. Detta följer av ett särskilt protokoll som har fogats till EUF-fördraget. Något motsvarande protokoll finns inte för Sveriges del (se vidare avsnitt 9.6 angående frågor om Sveriges respektive Storbritanniens rättsliga ställning inom EU). Trots att de unionsrättsliga kraven på oberoende centralbanker inte gäller för Storbritanniens del står den dagliga penningpolitiken fri från politiskt inflytande (i fråga om det finansiella oberoendet vid beslut om likviditetsstöd, se föregående stycke).

Bank of England har också tillsyn över den finansiella infrastrukturen och driver ett avvecklingssystem för betalningar mellan bankerna. Banken utarbetar varje kvartal en rapport om finansiell stabilitet i vilken banken presenterar sin bedömning och förklarar sina åtgärder för att främja stabiliteten i det finansiella systemet.

Bank of England har således en omfattande verksamhet. Banken har för egen del beskrivit verksamheten enligt följande på sin hemsida. ”Parlamentet har tilldelat centralbanken mycket specifika mål och ansvarsområden. För vart och ett av dessa har banken specifika befogenheter som den kan använda för att uppnå dess mål.”⁵⁴

Danmarks Nationalbank

Danmark har liksom Storbritannien undantag från EUF-fördraget och behöver inte införa euron. Det överordnade ansvaret för finansiell stabilitet i Danmark ligger hos Erhvervsministeriet. Under ministeriet finns också en självständig myndighet som benämns Finansiell

⁵³ Skälen bakom detta framgår av en rapport som har behandlats i underhuset i det brittiska parlamentet, Treasury – Twenty-First Report, Accountability of the Bank of England.

⁵⁴ Se <http://edu.bankofengland.co.uk/knowledgebank/how-is-the-bank-of-england-independent-of-the-government/> per den 19 mars 2019.

Stabilitet. Den myndigheten ansvarar bl.a. för frågor om resolution, insättningsgaranti och investerarskydd. Därutöver finns Finanstilsynet, som har ansvar för tillsynen (mikrotillsynen) över finansiella företag på ett sätt som motsvarar den svenska Finansinspektionens uppgifter. För frågor om makrotillsyn finns ett särskilt rådgivande organ, Det Systemiske Risikoråd, i vilket chefen för Danmarks Nationalbank är ordförande.

Lagen om Danmarks Nationalbank är från 1936.⁵⁵ I lagen anges att nationalbanken har till uppgift att upprätthålla ett säkert penningväsende i landet samt att underlätta för och reglera omsättningen av pengar och kreditgivningen. Nationalbanken har själv tolkat denna formulering på så sätt att banken bl.a. ska värna den finansiella stabiliteten.

Nationalbanken medverkar till att elektroniska betalningar avvecklas säkert, bl.a. genom driften av betalningssystemet KRONOS, som används vid avveckling av betalningar mellan bankerna.

Nationalbankens bedömning av den finansiella stabiliteten presenteras i rapportserien "Finansiell stabilitet". Förutom analyser innehåller rapporterna också konkreta rekommendationer till relevanta aktörer. Nationalbanken uttalar sig även i övrigt om frågor som har betydelse för den finansiella stabiliteten.

Danmark ingår visserligen inte i Eurosystemet men Nationalbanken tillämpar ändå det regelverk för nödkrediter (ELA) som gäller för de nationella centralbankerna inom Eurosystemet.⁵⁶

Den tjeckiska nationalbanken

Den tjeckiska nationalbankens främsta mål är att upprätthålla prisstabilitet. Dessutom ska den enligt centralbankslagen⁵⁷ bl.a. arbeta för att säkerställa finansiell stabilitet samt ett säkert och sunt finansiellt system i Tjeckien (artikel 2.1). Bland de uppgifter som nationalbanken har enligt centralbankslagen finns att avveckla betalningar mellan banker, att främja sunda och effektiva betalnings- och avvecklingssystem i övrigt samt att övervaka vissa finansiella företag

⁵⁵ Lov nr 116 af 07/04/1936 om Danmarks Nationalbank. Såvitt känt har ändringar i lagen gjorts 1938, 1939, 1967 och 2010.

⁵⁶ Enligt uppgift från Nationalbanken tillämpas Agreement on emergency liquidity assistance av den 17 maj 2017, samt de unionsrättsliga reglerna om förbud mot monetär finansiering.

⁵⁷ I översättning till engelska benämns lagen Act No. 6/1993 Coll., on the Czech National Bank.

(artikel 2.2). Vidare ska nationalbanken ansvara för makrotillsyn genom att identifiera, övervaka och bedöma risker som kan äventyra det finansiella systemets stabilitet och förhindra eller mildra dem. Vid behov ska den samarbeta med berörda statliga myndigheter när det gäller makrotillsyn.

Enligt den tjeckiska centralbankslagen får centralbanken bevilja nödkredit under högst tre månader för att säkerställa en banks likviditetsförsörjning. En förutsättning är dock att betryggande säkerhet lämnas. Även Tjeckien tillämpar det regelverk för nödkrediter som gäller för de nationella centralbankerna inom ECBS.⁵⁸

Två europeiska centralbanker utanför EU

Norges Bank

Arbetet med finansiell stabilitet i Norge är delat mellan finansdepartementet, Norges Bank och tillsynsmyndigheten Finanstilsynet. Finansdepartementet har det överordnade ansvaret för att se till att det finansiella systemet fungerar väl.

Av den nya norska centralbankslagen⁵⁹ framgår att ett av målen för Norges Bank är att främja stabiliteten i det finansiella systemet (1 kap. 2 § första stycket). Enligt den utredning som låg till grund för den nya lagen är målet avseende finansiell stabilitet en kodifiering av den praxis som redan är vedertagen enligt gällande rätt.⁶⁰ Uttrycket "främja" har valts med tanke på att det finns flera andra myndigheter som har ett ansvar för och verktyg som avser finansiell stabilitet. Det innebär att Norges Bank kan bidra till att främja den finansiella stabiliteten, men inte på egen hand kan sörja för sådan stabilitet.

Norges Bank ska bl.a. underlätta för ett centralt betalningssystem, övervaka betalningssystemet som helhet och vara en rådgivande myndighet i arbetet med finansiell stabilitet.

Norges Bank får ge lån på särskilda villkor till individuella banker eller till banksystemet i stort när efterfrågan på likviditet inte kan mötas av andra källor och den finansiella stabiliteten är hotad. Det

⁵⁸ Enligt uppgift från nationalbanken tillämpas Agreement on emergency liquidity assistance av den 17 maj 2017.

⁵⁹ Lov om Norges Bank og pengevesenet mv. (sentralbankloven). Se <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2019-06-21-31>. Lagen träder i kraft den 1 januari 2020.

⁶⁰ NOU 2017:13, s. 493.

följer av en bestämmelse i centralbankslagen att centralbanken får ge kredit till bl.a. banker på särskilda villkor, när särskilda omständigheter föranleder detta (3 kap. 1 § fjärde stycket).

Om Norges Bank bedömer att det finns behov av att andra organ vidtar åtgärder för att uppfylla målen för centralbanksverksamheten (1 kap. 5 § andra stycket) är banken skyldig att underrätta finansdepartementet.

I fråga om samspelet mellan finansiell stabilitet och penningpolitik har Norges Bank gett uttryck för att penningpolitiken bör bidra till att dämpa uppbyggnaden av finansiella obalanser om dessa bedöms hota stabiliteten i inflation, produktion och sysselsättning i framtiden. Norges Bank har dock också påpekat att det är reglering av likviditets- och kapitalbuffertar hos de finansiella företagen som utgör den första försvarslinjen mot störningar i det finansiella systemet.⁶¹

Det kan nämnas att Norges Bank är en myndighet under det norska finansdepartementet. Departementet har möjlighet att instruera banken, även inom ramen för penningpolitiken, i enskilda fall då extraordinära omständigheter råder (1 kap. 4 § andra stycket). Norges Bank har sammantaget en lägre grad av oberoende från den norska regeringen jämfört med vad som gäller för t.ex. Riksbanken i förhållande till den svenska regeringen.

Den schweiziska centralbanken (SNB)

Ansvar för tillsynen över finansmarknaderna i Schweiz samlades 2009 i en egen tillsynsmyndighet (FINMA). Tillsynsmyndigheten har en hög grad av självständighet i förhållande till regering och parlament, bl.a. genom att den inte finansieras över statsbudgeten. Tillsynsmyndigheten har även ansvaret för krishanteringen.

Centralbanken, SNB, är ålagd att ta hänsyn till finansiell stabilitet vid utformningen av penningpolitiken. I centralbankslagen åläggs SNB att bidra till stabiliteten i det finansiella systemet. Det är en av fem uppgifter som är underordnade målet om prisstabilitet. SNB ska ha tillsyn över betalnings- och avvecklingsystem tillsammans med andra tillsynsmyndigheter.

⁶¹ Se Norges Banks hemsida, www.norges-bank.no/en/topics/financial-stability/Crisis-management/Cooperation-with-the-authorities/

SNB publicerar årligen en rapport om finansiell stabilitet men genomför också i övrigt analyser av finansmarknaden och den finansiella infrastrukturen. I det sammanhanget beaktar SNB särskilt de stora schweiziska bankerna och de betalnings- och avvecklings-system som centralbanken har tillsyn över.

Fyra utomeuropeiska centralbanker

Reserve Bank of Australia (RBA)

Den australiensiska centralbankslagen⁶² är från 1959. Uttrycket finansiell stabilitet förekommer inte i lagen. Centralbanken Reserve Bank of Australia (RBA) ska dock enligt lagen ansvara för bl.a. ”banking policy”. Vidare ska centralbanken ha en särskild styrelse för betalningssystemet, som också har ett regleringsansvar. I samband med att en ny finansmarknadsreglering infördes 1998 uttalade den australiensiska federala regeringen att centralbanken har ansvar för att främja finansiell stabilitet även om detta inte är lagfäst.

RBA skriver på sin webbplats att den försöker att mildra störningar i det finansiella systemet när de uppstår. Vidare nämns prisstabilitet som viktigt för finansiell stabilitet. RBA anser också att finansiell stabilitet ska beaktas inom ramen för penningpolitiken.

RBA övervakar det finansiella systemet och värderar sårbarheten och faran för störningar. Bankens utvärderingar publiceras två gånger om året i en rapport om finansiell stabilitet. Dessutom har banken ordförandeskapet i rådet för finansiella regleringsmyndigheter.

Av ett gemensamt uttalande från den australiensiska finansministern och centralbankschefen från 2016 framgår att centralbankens roll vad gäller att tillhandahålla likviditet till det finansiella systemet är en av dess centrala uppgifter i fråga om finansiell stabilitet.⁶³ Enligt uttalandet har således tillhandahållandet av likviditet en stor betydelse för arbetet med att främja finansiell stabilitet. Vidare framgår det av uttalandet att centralbanken i dessa frågor ska koordinera sina åtgärder med regeringen och övriga myndigheter.

⁶² Reserve Bank Act 1959.

⁶³ Statement on the Conduct of Monetary Policy, The Treasurer and the Governor of the Reserve Bank, av den 19 september 2016, tillgänglig på www.rba.gov.au/monetary-policy/framework/stmt-conduct-mp-7-2016-09-19.html per den 22 maj 2018.

Reserve Bank of New Zealand

Reserve Bank of New Zealand har det operativa ansvaret för finansiell stabilitet. Centralbanken disponerar över centrala makrotillsynsverktyg för finansiell stabilitet. Centralbanken har också ansvar för mikrotillsynen.

I en ändamålsparagraf i centralbankslagen⁶⁴ anges att centralbanken ska verka för ett sunt och effektivt finansiellt system. Enligt lagen ska banken minst två gånger om året lägga fram en rapport om arbetet med finansiell stabilitet till finansministern och offentliggöra den på bankens hemsida. Rapporten ska bl.a. innehålla en lägesbeskrivning av den finansiella stabiliteten och information om vilka åtgärder som centralbanken har vidtagit för att främja ett sunt och effektivt finansiellt system.

Centralbanken har också ansvaret för ett avvecklingssystem för betalningar mellan bankerna och övervakar annan finansiell infrastruktur. Banken ska tillhandahålla nödkrediter om den anser att det behövs för att bibehålla ett sunt finansiellt system.

Centralbanken anses ha en betydande grad av oberoende i förhållande till regeringen i Nya Zeeland. Graden av oberoende skiljer sig dock åt beroende på vilken uppgift det rör sig om. Oberoendet är också underkastat vissa förbehåll, särskilt inom området finansiell krishantering.⁶⁵ Enligt en särskild skrivelse förväntar sig finansministern att bli informerad av centralbanken om ett betydelsefullt finansiellt företag får finansiella problem och i flera andra avseenden som rör finansiell stabilitet.⁶⁶

För närvarande pågår en översyn av centralbankslagstiftningen i Nya Zeeland. I mars 2018 lämnade en oberoende, rådgivande, expertgrupp en rapport under den första fasen av översynen.⁶⁷ Rapporten gäller vissa penningpolitiska frågor samt frågor rörande sammansättningen av en framtida penningpolitisk kommitté (Monetary Policy Committee) samt vilka funktioner som Nya Zeelands motsvarighet till riksbanksfullmäktige ska fylla.

⁶⁴ Reserve Bank of New Zealand Act från 1999.

⁶⁵ Se Hunt (2017), s. 14, 19 och 27.

⁶⁶ Letter of Expectations av den 9 maj 2017, skickat från finansministern till centralbankschefen. Skrivelsen torde närmast motsvara ett regleringsbrev inom svensk statsförvaltning.

⁶⁷ New Zealand Treasury (2018).

Bank of Canada

Det övergripande ansvaret för finansiell stabilitet i Kanada ligger hos finansministern. Centralbanken Bank of Canada är inte tillsynsmyndighet. Centralbankens ändamål är att verka för ekonomiskt och finansiellt välstånd.

Av centralbankslagen från 1985 framgår indirekt att Bank of Canada ska verka för finansiell stabilitet. Detta framgår genom en bestämmelse om att banken, i syfte att bl.a. främja stabiliteten i det kanadensiska finansiella systemet, får köpa och sälja vissa finansiella instrument (artikel 18 g [i]). Om centralbankschefen bedömer att det råder en ovanlig och allvarlig påfrestning på de finansiella marknaderna eller det finansiella systemet får denne dock besluta att köpa eller sälja även andra slags finansiella instrument (artikel 18 g [ii]).

Bank of Canada skiljer mellan generella och specifika åtgärder i en krissituation. Specifika åtgärder kan göras i förhållande till ett enskilt institut i rollen som sista låneinstans. Vid en allvarlig störning i likviditetsförsörjningen till det finansiella systemet som helhet kan dock centralbanken öka de finansiella företagens tillgodohavanden på avvecklingskonton, genomföra extraordinära återköpsavtal (repor) om upp till ett drygt år, ge kredit till en vidare krets av finansiella företag än vanligt, köpa en bredare krets av finansiella instrument än vanligt (se bestämmelsen ovan) m.m.

Bank of Canada beskriver sammanfattningsvis sitt arbete med finansiell stabilitet på följande sätt.⁶⁸ ”Banken bedriver detta arbete genom att tillhandahålla centralbankstjänster, såsom olika likviditets- och nödkreditsfaciliteter, övervaka de mest betydelsefulla systemen inom den finansiella infrastrukturen, analysera, bedriva forskning och ge ut publikationer samt hjälpa till att utveckla och genomföra finansmarknadspolitiken.”

Federal Reserve (Fed)

I den amerikanska centralbankslagen (Federal Reserve Act) förekommer inte uttrycket finansiell stabilitet. Det förekommer däremot i lagstiftningspaketet Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act från 2010. Genom denna lagstiftning har bl.a. ett stabilitetsövervakningsråd (Financial Stability Oversight Council,

⁶⁸ Bank of Canada (2017), s. 2.

FSOC) inrättats. FSOC ansvarar för att identifiera och motverka riskerna för den finansiella stabiliteten. Rådet leds av finansministern. Ledamöter med rösträtt i FSOC är bl.a. chefen för Fed och de högsta cheferna för vissa tillsynsorgan, även sådana som är verksamma på delstatsnivå. Även om finansministern har en röst av tio i rådet torde hen ha ett större inflytande än så med tanke på att övriga ledamöter utses av presidenten, efter godkännande av senaten. De flesta av dem kan därigenom ses som underordnade finansministern.

FSOC har omfattande befogenheter att genomföra åtgärder som är nödvändiga för att säkra finansiell stabilitet. Exempelvis får rådet besluta att ett finansiellt företag som inte har banktillstånd och som kan innebära en risk för den finansiella stabiliteten ska ställas under skärpt tillsyn.

Rådets sekretariat finns i finansdepartementet.

Fed utövar tillsyn över och reglerar vissa finansiella företag.

Fed har inte någon särskild rapportserie om finansiell stabilitet, men berör denna fråga i de penningpolitiska rapporterna (Monetary Policy Report). FSOC publicerar en årlig rapport som bl.a. innehåller en beskrivning av riskerna för den finansiella stabiliteten.

Sammanfattning av den internationella utblicken

Sammantaget kan följande slutsatser dras från den internationella utblicken.

- Huruvida en viss centralbank, vid sidan av rollen som sista låneinstans, har tilldelats uttryckliga uppgifter avseende finansiell stabilitet eller inte och hur dessa i sådant fall har formulerats beror bl.a. på de institutionella förhållandena i det aktuella landet.
- Även bland euroländerna förekommer det att en åtskillnad görs i centralbankslagstiftningen mellan ECBS-relaterade uppgifter och nationella uppgifter. Det förekommer också i lagstiftningen i vissa sådana länder och på andra håll att graden av oberoende och vilka mål som ska gälla skiljer sig åt beroende på vilken slags uppgift det rör sig om. I SSM-förordningen görs en åtskillnad mellan prisstabilitet och finansiell stabilitet i fråga om ECB.
- I de flesta av de berörda länderna finns ett finansiellt stabilitetsråd för samverkan mellan berörda myndigheter som i vissa fall är

beslutsfattande. Det innebär i sin tur att det inte ansetts lämpligt att låta en enda myndighet ansvara för finansiell stabilitet.

- Samtliga berörda centralbanker övervakar åtminstone delar av den finansiella infrastrukturen.
- Det är vanligt att centralbanker publicerar sina bedömningar om riskerna i det finansiella systemet i regelbundna rapporter.

20.8 Kommitténs överväganden

Som framgår i avsnitt 20.3 delar Riksbanken ansvaret för att det finansiella systemet ska vara stabilt och effektivt med andra myndigheter, inklusive regeringen. Utifrån en centralbanks grundläggande uppgifter har Riksbanken naturligen en central roll i att tillhandahålla slutliga betalningsmedel, driva ett centralt betalningssystem samt att agera som sista låneinstans i svenska kronor till det finansiella systemet. Därutöver har Riksbanken, likt andra centralbanker, agerat som sista låneinstans även i utländsk valuta till det finansiella systemet.⁶⁹

I detta avsnitt lägger kommittén fast ett antal utgångspunkter och principer som är gemensamma för analysen av vilka mål, uppgifter och befogenheter Riksbanken ska tilldelas inom ramen för finansiell stabilitet (kapitlen 21–24), inklusive valutaupplåning till valutareserven (kapitel 30) och valutaåterköpsavtal (kapitel 31). Bedömningarna bygger på beskrivningar i tidigare avsnitt, inklusive hänsyn till att Riksbanken ingår i det europeiska centralbanks-systemet (ECBS) samt Riksbankens ställning som myndighet under riksdagen. Avsnittet avslutas med kommitténs förslag på hur målet avseende finansiell stabilitet och effektivitet ska utformas i den nya riksbankslagen.

20.8.1 Delat ansvar innebär ett behov av samverkan

Kommitténs bedömning: Det finns ett stort behov av samverkan mellan regeringen och myndigheterna, inbegripet Riksbanken, för att uppnå stabilitet och effektivitet inom det finansiella syste-

⁶⁹ Om och i så fall hur finansiella obalanser ska beaktas inom penningpolitiken analyseras i kapitel 17.

met. Riksbanken ska även fortsättningsvis fatta självständiga beslut inom sina verksamhetsområden.

Inom ramen för penningpolitiken och prisstabilitetsmålet är Riksbanken, i likhet med många andra centralbanker, ensam ansvarig och får inte ta instruktioner från andra. Utrymmet för att inom detta område i lag föreskriva ett krav på samverkan med andra myndigheter är därför mycket begränsat.

För uppgifter inom ramen för arbetet med finansiell stabilitet är det annorlunda (se avsnitt 12.4). De ingår inte bland de ECBS-relaterade uppgifterna och omfattas därför inte av det unionsrättsliga instruktionsförbudet som gäller för penningpolitiken. Det innebär att möjligheterna till utbyte och samverkan med andra myndigheter, inklusive regeringen, är större. Som framkom i den internationella utblicken i avsnitt 20.7 är det vanligt att myndigheter och regeringar har ett delat ansvar inom arbetet med finansiell stabilitet. Det är också vanligt att de samverkar i olika typer av råd där lämpliga åtgärder diskuteras och koordineras.

I avsnitt 20.3 beskrivs hur olika ansvarsområden har fördelats mellan myndigheter inom arbetet med att främja det finansiella systemets stabilitet och effektivitet. Det framgår bl.a. av det s.k. krishanteringsramverket där de åtgärder som regeringen och myndigheterna kan vidta påverkar varandra.⁷⁰ Det gäller också inom betalningssystemet och den finansiella infrastrukturen där både Finansinspektionen och Riksbanken har uppgifter.⁷¹ Vidare har Riksbanken och Riksgäldskontoret liknande instrument som kan användas vid likviditetsproblem i det finansiella systemet.⁷² Dessa exempel visar på att samverkan är nödvändigt för att Sveriges samlade åtgärder inom det finansiella stabilitetsområdet ska vara ändamålsenligt utformade. Det gäller inte minst i kristider då stora krav ställs på ett fungerande krishanteringsramverk där processer, ansvarsområden och befogenheter tydligt framgår. Samtidigt får inte samverkan förhindra att beslut vid behov kan tas skyndsamt. Formerna för samverkan diskuteras vidare i avsnitt 24.4.⁷³

⁷⁰ Se kapitel 8.

⁷¹ Se kapitel 21.

⁷² Se avsnitt 22.3.

⁷³ För en generell beskrivning av samverkan mellan myndigheter, se avsnitt 11.6.

Slutligen bör noteras att behovet av samverkan inom finansiella stabilitetsfrågor inte innebär någon inskränkning i Riksbankens rätt att fatta självständiga beslut. Som analyseras i avsnitt 12.3 finns det inga mekanismer för myndighetsstyrning eller andra sätt att styra Riksbanken på annat sätt än genom lag.

20.8.2 Avvägning mellan finansiell stabilitet och effektivitet

Kommitténs bedömning: Det är riksdagen och regeringen som genom lagar och förordningar gör den övergripande avvägningen mellan stabilitet och effektivitet inom det finansiella systemet.

Även om ansvaret för finansiell stabilitet är delat mellan regeringen, Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgäldskontoret är det viktigt att framhålla att det är riksdagen som i första hand har normgivningsmakten och på så vis beslutar om de politiska målen, däri inbegripet mål för det finansiella systemet. Riksdagen utövar även kontroll över regeringen och andra myndigheter. Regeringen ansvarar inför riksdagen. Den har till uppgift att styra riket och har viss egen normgivningsmakt. I utövningen av den styrande makten är regeringen bunden av lagarna. Myndigheternas roll är, oavsett om de lyder under riksdagen eller regeringen, att tillse att lagarna och de däri angivna målen förverkligas. I arbetet med finansiell stabilitet kommer den beskrivna ansvarsfördelningen till uttryck genom att regeringen har huvudansvar för att upprätthålla den finansiella stabiliteten och hantera finansiella kriser med stöd av den lagstiftning och målsättning som riksdagen beslutat. Som framgår i den internationella utblicken i avsnitt 20.7 är denna ordning vanligt förekommande även i andra länder.

Flera verksamheter inom det finansiella systemet är förenade med risker som kan få mycket allvarliga konsekvenser för samhällsekonomin.⁷⁴ En finansiell kris kan, utöver stora realekonomiska effekter, få betydande negativa fördelningsmässiga konsekvenser. Finansiell stabilitet är på flera sätt en förutsättning för att ekonomin ska fungera effektivt. Det bör samtidigt noteras att det kan finnas en avvägning mellan stabilitet och effektivitet. Å ena sidan kan ett stramt

⁷⁴ Se kapitel 7.

reglerat och styrt finansiellt system, där kreditgivning m.m. begränsas hårt, vara stabilt. Ett sådant system är dock inte effektivt då restriktiv kreditgivning begränsar medborgarnas ekonomiska handlingsfrihet, håller tillbaka kapitalbildningen och därmed hämmar ekonomins utvecklingspotential. Å andra sidan kan ett finansiellt system med otillräckliga restriktioner innebära hög tillväxt i krediter, produktion och sysselsättning på kort sikt men samtidigt riskera att bli instabilt och leda till stora samhällsekonomiska kostnader på längre sikt. Det kan alltså finnas en avvägning mellan det finansiella systemets stabilitet och effektivitet.⁷⁵

Det finns motsättningar mellan enskildas intressen och det allmänna bästa, definierat som en god utveckling för samhällsekonomin i stort, som motiverar statliga ingrepp i hur finansmarknaden fungerar. Dessa motsättningar kan bl.a. ta sig uttryck i ett alltför stort risktagande inom den finansiella sektorn i relation till den förväntade samhällsekonomiska nyttan. Detta är en viktig anledning till att finansiella företag är föremål för särskild reglering. Hur den övergripande avvägningen mellan stabilitet och effektivitet bör se ut, och vilka spelregler som ska gälla, är därför politiska beslut. Det gäller bl.a. den generella inriktningen på de kapital- och likviditetskrav som ställs på banker och som sedan Finansinspektionen preciserar via föreskrifter. Vidare ska vissa makrotillsynsåtgärder som beslutas genom föreskrifter, t.ex. om amorteringskrav, godkännas av regeringen innan de genomförs av Finansinspektionen. Det bör dock framhållas att myndigheterna spelar en viktig roll både när det gäller arbetet med att utforma standarder och i tillämpningen av beslutade regelverk.

För att den politiska målsättningen ska få bästa möjliga genomslag är det avgörande att ansvarsfördelningen för den finansiella stabiliteten upprätthålls och värnas. På så sätt möjliggörs en ändamålsenlig och effektiv samordning av arbetet. Det ankommer därför på Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgäldskontoret att respektera att det är regeringen och riksdagen som ansvarar för den övergripande avvägningen mellan stabilitet och effektivitet inom det finansiella systemet. Detta sker givetvis i första hand genom att myndigheterna tillämpar gällande rätt och utför givna uppdrag, men också genom att de t.ex. avstår från att utöva sina befogenheter på ett sätt

⁷⁵ Se Finansinspektionen (2014) för en beskrivning av denna avvägning. Se även Tucker (2015) för en diskussion.

som rubbar förutsättningarna för den politiska målsättningens genomslag eller en annan myndighets arbete med att främja den finansiella stabiliteten. Som exempel på detta kan nämnas att en myndighet inte bör ställa krav på finansiella företag som inte är förenliga med krav som riksdagen och regeringen har funnit vara välvägda eller som i praktiken innebär att myndigheten utför uppgifter som ankommer på en annan myndighet, s.k. dubbelreglering. Riksdagen och regeringen har därför ett gemensamt ansvar för att myndigheternas uppdrag formuleras tydligt och samordnas effektivt.

20.8.3 Förutsättningar för delegering av uppgifter och befogenheter

Kommitténs bedömning: Förutsättningarna för att delegera uppgifter och befogenheter inom finansiell stabilitet till centralbanker skiljer sig i flera avseenden från de förutsättningar som föreligger vid delegering inom penningpolitiken.

Väsentliga ekonomisk-politiska beslut fattas normalt på politisk nivå. Delegeringen av penningpolitiken och det operativa oberoendet för centralbanker är därför ett undantag. Det har i litteraturen motiverats utifrån att ett antal förutsättningar är uppfyllda. Från ett demokratiskt perspektiv är en sådan förutsättning att det finns någorlunda samstämmiga preferenser (synsätt) inom det politiska systemet, dels när det gäller penningpolitikens mål, dels när det gäller risken för långsiktiga kostnader av en penningpolitik styrd av politisk kortsiktighet.⁷⁶ Vidare har ett antal ytterligare nödvändiga förutsättningar lyfts fram i litteraturen. Här ingår bl.a. möjligheten att formulera ett tydligt mål som går att utvärdera, en systematisk beslutsprocess, ett begränsat behov av samverkan i utförandet av uppgiften samt begränsade fördelningspolitiska och offentligfinansiella effekter i genomsnitt över konjunkturcykeln.⁷⁷

Förutsättningarna för att delegera uppgifter och befogenheter inom området finansiell stabilitet skiljer sig på flera sätt från penningpolitiken. En skillnad är att finansiell stabilitet är svårt att definiera så entydigt att det kan användas som bas för delegering. Av

⁷⁶ Se avsnitt 6.2 för en beskrivning samt referenser.

⁷⁷ Se avsnitt 6.3.6.

samma skäl är det svårt att utvärdera huruvida målet är uppnått. En annan skillnad som berörs ovan är att det inom finansiell stabilitet krävs insatser från, och ibland koordinering mellan, flera myndigheter inklusive regeringen. Detta innebär att det finns ett behov av samverkan. En ytterligare skillnad är att centralbankernas åtgärder i kristider av naturliga skäl inte följer en systematisk beslutsprocess och kan innebära ett större finansiellt risktagande än inom penningpolitiken. Krisrelaterade åtgärder, och då speciellt företagsspecifika stöd, kan också i större utsträckning få fördelningsmässiga konsekvenser då de kan gynna vissa företag i förhållande till andra.

Det finns dock också likheter mellan arbetet med att främja finansiell stabilitet och penningpolitik. Precis som för penningpolitiken, kan det finnas en konflikt mellan kortsiktiga politiska intressen och de långsiktiga riskerna för finansiell instabilitet. Detta förutsätter att väljarna i högre grad belönar kortsiktiga effekter framför långsiktigt ansvarstagande.

Sammantaget finns alltså faktorer som talar för respektive emot delegering av uppgifter inom området finansiell stabilitet och, som framgår i föregående avsnitt, är det en politisk avvägning hur arbetet bör organiseras.

I kommitténs analys av vilka uppgifter Riksbanken ska tilldelas och hur befogenheterna ska utformas beaktas hur de ovan nämnda förutsättningarna ser ut inom respektive område. Därutöver beaktas hur Riksbankens olika former av oberoende påverkar möjligheten till en effektiv institutionell struktur i både normala tider och kristider.

20.8.4 Riksbankens ställning behöver beaktas

Kommitténs bedömning:

- Att Riksbanken är en myndighet under riksdagen och uteslutande styrs via lag behöver beaktas då delegering av uppgifter och befogenheter inom finansiell stabilitet övervägs.
- Riksbankens finansiella oberoende och direktionsledamöternas personliga oberoende påverkar möjligheterna för styrning och ansvarsutkrävande.

Det kan noteras att även om flera av de ovan nämnda förutsättningarna inte fullt ut är uppfyllda har uppgifter inom ramen för arbetet med finansiell stabilitet i viss utsträckning delegerats till myndigheter i Sverige. Delegeringen kan då kopplas med viss styrning, t.ex. styrs Finansinspektionen av regeringen inom delar av arbetet med makrotillsynen. En skillnad som är av praktisk betydelse i Sverige är dock att Riksbanken, till skillnad från Finansinspektionen, inte är en myndighet under regeringen utan under riksdagen. Det innebär bl.a. att Riksbanken kan styras endast genom lag och inte genom exempelvis regleringsbrev, myndighetsinstruktion eller regeringsuppdrag. Denna styrform har mindre grad av flexibilitet både när det gäller att snabbt utöka eller minska beslutade uppgifter och befogenheter. Det bör dock i detta sammanhang noteras att svenska myndigheter generellt har ett stort oberoende jämfört med många andra länder.⁷⁸

I detta sammanhang bör det också noteras att Riksbanken har ett betydande finansiellt oberoende och att ledamöterna av Riksbankens direktion har ett personligt oberoende.⁷⁹ Det personliga oberoendet innebär att det är betydligt svårare att avsätta en direktionsledamot än att flytta en generaldirektör från sin post. Detta är en aspekt att beakta när uppgifter som ligger utanför de s.k. ECBS-relaterade uppgifterna, såsom uppgifter inom finansiell stabilitet, ska tilldelas Riksbanken och hur beslutsformerna inom detta område ska utformas. Det anförda innebär emellertid att Riksbanken självfallet har en skyldighet att lojalt tillämpa lagstiftningen för att på så sätt realisera lagstiftarens mål och intentioner. För att fullt ut möjliggöra detta ankommer det på lagstiftaren att säkerställa att Riksbankens uppgifter är klart angivna och avgränsade i lag, dvs. uppnår en hög grad av konkretion. Samtidigt måste lagstiftningen ge utrymme för tillräcklig flexibilitet för att kunna fungera under lång tid utan att behöva revideras.

⁷⁸ Se kapitel 11.

⁷⁹ Se avsnitten 12.3 och 12.4.

20.8.5 Samordning och befogenheter i kristider

Kommitténs bedömning: Eftersom Riksbanken bara kan styras genom lag måste Riksbankens mål, uppdrag och befogenheter i kris anges i riksbankslagen. Hur lagstiftningen bör balansera behovet av begränsningar och flexibilitet när det gäller Riksbankens olika befogenheter tillhör kommitténs centrala ställningstaganden. Riksbankslagen bör skapa förutsättningar för en effektiv och legitim krishantering för att motverka störningar som hotar det finansiella systemets stabilitet.

Allvarliga störningar i det finansiella systemet kan leda till samhällsliga kriser, där fundamentala samhällsekonomiska intressen står på spel och viktiga politiska avvägningar måste göras. Det är därför naturligt – närmast nödvändigt – att regeringen har det samordnade ansvaret för att hantera krisens alla dimensioner. Detta följer även formellt av regeringens ansvar för att styra riket. Effektiv samordning kan försvåras av att viktiga befogenheter som krävs för att hantera en kris ligger exklusivt på Riksbanken med dess speciella ställning som myndighet under riksdagen och som självständigt fattar beslut.

För att det krisrelaterade arbetet ska fungera effektivt krävs nära samverkan mellan Riksbanken, regeringen och regeringens myndigheter.⁸⁰ Ett viktigt syfte med den nya riksbankslagen är därför att skapa goda förutsättningar för effektiv samverkan i hanteringen av kriser. Som framgår av den internationella utblicken finns flera exempel på att befogenheter och beslutsformer inom finansiell stabilitet skiljs åt från penningpolitiken.

Krishantering kan kräva ett stort mått av flexibilitet eftersom ingen kris är den andra lik. Å andra sidan är det ur ett legitimitetsperspektiv nödvändigt att det finns gränser för myndigheters befogenheter, även inom krishantering. Ingen myndighet – inte heller regeringen – kan ha obegränsade befogenheter. Det innebär sammantaget att kommittén bör söka lagtekniska lösningar som innebär att Riksbankens befogenheter är tillräckligt flexibla och kraftfulla samtidigt som gränserna för befogenheterna blir tydliga.⁸¹ Det kan t.ex. innebära att vissa åtgärder endast får vidtas om det finns synnerliga skäl.

⁸⁰ Se t.ex. Goodhart (2010) och Tucker (2016).

⁸¹ Se Tucker (2016).

I andra fall kan det vara lämpligt att Riksbanken i en kris kan vända sig till regeringen eller riksdagen för att begära att befogenheterna tillfälligt utökas.

20.8.6 Formuleringen av Riksbankens mål

Kommitténs förslag: Målet för Riksbankens verksamhet enligt det kapitlet i riksbankslagen som behandlar det finansiella systemet är att bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt. I detta ingår att allmänheten ska kunna göra betalningar. Riksbanken ska uppnå detta mål utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet.

Som framgår av beskrivningen i avsnitt 20.3 är riksdagens målformulering beträffande finansmarknaden, liksom Finansinspektionens och Riksgäldskontorets uppdrag rörande finansiell stabilitet, tämligen övergripande. Det finns inte heller någon gemensam målformulering för myndigheternas arbete med finansiell stabilitet eller någon definition av begreppet i lag. Samtidigt är det tydligt att Finansinspektionen och Riksgäldskontoret har olika uppgifter i arbetet med finansiell stabilitet. Finansinspektionens arbete är i huvudsak krisförebyggande medan Riksgäldskontorets i huvudsak är krishanterande.

Kommittén föreslår att Riksbanken tilldelas ett antal konkreta uppgifter och befogenheter som behövs för att bidra till det finansiella systemets stabilitet och effektivitet, vilka är såväl krisförebyggande som krishanterande. Dit hör bl.a. de uppgifter som rör övervakning, betalningssystem och likviditetsstöd och som närmare behandlas i kapitlen 21–24.

Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgäldskontoret har delvis olika roller i arbetet med det finansiella systemet och dess stabilitet. Även om verktygen skiljer sig åt handlar det dock om att bidra till samma övergripande mål, nämligen ett stabilt och effektivt finansiellt system. Det finns dock inte någon entydig skala som mäter hur stabilt det finansiella systemet är och hur stora påfrestningar som det finansiella systemet klarar av. Det innebär att det är svårare att bedöma om ett mål för finansiell stabilitet har uppnåtts än vad det är att göra motsvarande bedömning av ett siffersatt prisstabilitetsmål. Det kan i sin tur göra det svårare att utvärdera hur väl de myndig-

heter som ska arbeta för finansiell stabilitet lyckas med sitt uppdrag. Om myndigheterna har liknande målformuleringar ökar det dock förutsättningarna för att myndigheterna arbetar mot samma mål. Det är en annan sak att myndigheterna kan ha olika uppfattning om hur stabilt det finansiella systemet är, om det föreligger finansiella obalanser som behöver motverkas och om en viss händelse innebär ett hot mot den finansiella stabiliteten. En öppen och konstruktiv diskussion om detta gynnar sannolikt den finansiella stabiliteten i Sverige, då det borde förbättra förutsättningarna för att systemriskerna upptäcks och motverkas i tid.

De uppgifter och befogenheter som Riksbanken föreslås ha är – liksom Finansinspektionens och Riksgäldskontorets uppgifter – viktiga beståndsdelar i arbetet med finansiell stabilitet. I likhet med dessa myndigheter bör Riksbanken inte tilldelas något övergripande ansvar för finansiell stabilitet. I stället bör, som slagits fast tidigare, Riksbanken ges ett mål, uppgifter och befogenheter för denna verksamhet. Målet bör vara tillräckligt flexibelt och inte behöva ändras allt för ofta samtidigt som det klargörs att Riksbanken ska verka för samma mål som regeringen, Finansinspektionen och Riksgäldskontoret. Mot denna bakgrund föreslår kommittén att målet för de uppgifter och befogenheter som Riksbanken tilldelas i kapitlet om det finansiella systemet ska vara att bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt.

En viktig del i detta mål är att allmänheten ska kunna göra betalningar. Det bör framgå av den nya riksbankslagen.

Riksbanken ska uppnå detta mål genom att utföra de uppgifter och utöva de befogenheter som banken tilldelas i kapitlet om det finansiella systemet i den nya riksbankslagen. Vilka dessa uppgifter och befogenheter ska vara diskuteras i detalj i kommande kapitel. Som noterats är det inte möjligt för Riksbanken att med stöd av målbestämmelsen vidta andra åtgärder än de som anges i lagen. Riksbanken får bara utföra sådana uppgifter och utöva sådana befogenheter som uttryckligen anges i riksbankslagen.

Kommittén föreslår i avsnitt 15.2.4 att huvudmålet för Riksbankens verksamhet ska vara att varaktigt upprätthålla låg och stabil inflation (prisstabilitetsmålet). De andra mål som gäller för Riksbankens verksamhet är alla underordnande huvudmålet. Det gäller exempelvis det mål för det finansiella systemet som föreslås ovan. Eftersom det finns ett tydligt samband mellan finansiell stabilitet och pen-

ningpolitik, föreslår kommittén att det införs en uttrycklig bestämmelse om att Riksbanken ska uppnå målet för det finansiella systemet utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet.

20.9 Referenser

- Bank of Canada (2017), *Financial System Review*, november.
- Bertsch, C. och J. Molin (2016), "Revisiting the role of central banks as liquidity providers – old and new challenges", *Penning- och valutapolitik* 2016:2, s. 89–158.
- BIS (2009), *Issues in the Governance of Central Banks. A report from the Central Bank Governance Group*, Bank of International Settlements, maj.
- BIS (2018), "Countries where a FS objective is written in the law 09.4.18", Excel-fil och e-postmeddelande från BIS till Riksbankskommitténs kansli.
- Bryant, R. C., D. W. Henderson och T. Becker (2012), *Maintaining financial stability in an open economy: Sweden in the global crisis and beyond*, Stockholm: SNS Förlag.
- ECB (2017), *Agreement on emergency liquidity assistance*, 17 maj. Europeiska centralbanken.
- ESRB (2011), *Recommendation of the European Systemic Risk Board on the macro-prudential mandate of national authorities*, ESRB/2011/3, 22 december.
- ESRB (2014), *Recommendation on the macro-prudential mandate of national authorities (ESRB/2011/3). Follow-up Report – Overall assessment*, juni.
- Finansinspektionen (2014), "Finansinspektionen och finansiell stabilitet", *Promemoria*, Dnr 14-16747, 10 december.
- Giavazzi, F. och F. S. Mishkin (2006), *En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995–2005*, Rapport från riksdagen, 2006/07:RFR1.
- Goodfriend, M. och M. King (2016), *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015*, Rapport från riksdagen, 2015/16:RFR6.
- Goodhart, C. A. E. (2010), "The changing role of central banks", *BIS Working paper* nr 326, Bank for International Settlements.
- Goodhart, G. och J.-C. Rochet (2011), *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010*, Rapport från riksdagen, 2010/11:RFR5.

- Hunt, C. (2017), "Independence with accountability: financial system regulation and the Reserve Bank", *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, vol 80, nr 11, december.
- IMF (2016), "Sweden: Financial System Stability Assessment", *IMF Country report* nr 16/355, november, Internationella valutafonden.
- IMF (2017), "Central Bank legal frameworks in the aftermath of the global financial crisis", *IMF Working paper* 17/101, maj, Internationella valutafonden.
- IMF (2018), "Euro area policies: Financial sector assessment program. Technical note – systemic liquidity management", *IMF Country report* nr 18/229, juli, Internationella valutafonden.
- New Zealand Treasury (2018), *Review of the Reserve Bank Act*, mars. Finns tillgänglig på följande webbplats:
<https://treasury.govt.nz/sites/default/files/2018-04/rbnz-rev-tsy-report-phase1.pdf>
- NOU 2017:13, *Ny sentralbankslov, organisering av Norges Bank og statens pensjonsfond utland*, Norges offentliga utredningar.
- Riksbanken (1997), *Riksbankens rapport Finansiell stabilitet 1997:1*.
- Riksbanken (1998), *Årsredovisning för Sveriges riksbank 1997*.
- Riksbanken (2011) Direktionens remissyttrande om *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010 (2010/11:RFR5)*, remissyttrande, Riksbankens direktion, november.
- Riksbanken (2013), *Finansiell stabilitet 2013:1*.
- Riksbanken (2016), *Förslag till frågor att ta upp i en översyn av riksbankslagen*, Dnr 2016-00436, 13 maj.
- Riksbanken (2019), *Årsredovisning för Sveriges riksbank 2018*, Framställning till riksdagen 2018/19:RB1.
- SOU 1986:22, *Riksbanken och Riksgäldskontoret: förslag till ny riksbankslag och ändrat huvudmannaskap för Riksgäldskontoret*.
- SOU 2013:6, *Att förebygga och hantera finansiella kriser*.
- SOU 2014:52, *Resolution – en ny metod för att hantera banker i kris*.

- Tucker, P. (2015), “Microprudential versus macroprudential supervision: functions that make sense only as part of an overall regime for financial stability”, uppsats presenterad vid Boston Federal Reserve Conference, 2–3 oktober. Finns tillgänglig på följande webbplats: <http://paultucker.me/wp-content/uploads/2018/04/Microprudential-Versus-Macroprudential-Supervision.pdf>
- Tucker, P. (2016), “How can central banks deliver credible commitment and be ‘Emergency institutions’?”, kapitel 1 i Cochrane, J. och J. Taylor (reds.) *Central bank governance and oversight reform*, Stanford: Hoover Institution Press.

21 Finansiell infrastruktur

21.1 Inledning

Som berörs i kapitel 4 kan betalningsmedel ses som en del av ett lands infrastruktur. Ett av flera möjliga betalningsmedel är sådana tillgodohavanden som finansiella aktörer har i ett centralt system för betalningsavveckling, som vanligtvis tillhandahålls av centralbanken. Kommittén konstaterar i kapitel 4 att det bland en centralbanks grundläggande uppgifter ingår att tillhandahålla s.k. slutliga betalningsmedel och att detta innefattar att tillhandahålla ett centralt system för betalningsavveckling. Ett sådant system har också betydelse för förutsättningarna att utföra en annan grundläggande uppgift, nämligen att agera sista låneinstans för banker.

Med slutliga betalningsmedel avses detsamma som centralbankspengar, dvs. kontanter och den inlåning som bland andra banker har i centralbanken (se vidare avsnitt 4.1). I detta kapitel används uttrycket centralbankspengar. Kontanter berörs dock inte i detta kapitel.

Väl fungerande betalningssystem och avvecklingssystem är en nödvändig förutsättning för att det finansiella systemet ska kunna tillhandahålla sina grundläggande funktioner, dvs. förmedling av betalningar, kredit- och kapitalförsörjning och hantering av risk. Att såväl stora betalningar mellan företag som privatpersoners betalningar av räkningar kan avvecklas i centralbankspengar bidrar också till betalningssystemets säkerhet och effektivitet. Att betalningssystemet fungerar väl bidrar i sin tur till förtroendet för valutan som betalningsmedel.

Som ett led i att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende driver Riksbanken i dag med stöd av 6 kap. 7 § riksbankslagen ett avvecklingssystem för betalningar, RIX-systemet. Vidare övervakar Riksbanken att system inom den finansiella infrastrukturen uppfyller

vissa internationella standarder på området. Detta avser t.ex. verksamhet som drivs av clearingorganisationer, inklusive centrala motparter och värdepapperscentraler. Riksbankens uppgift att övervaka den finansiella infrastrukturen nämns dock inte uttryckligen i riksbankslagen (se vidare avsnitten 20.3–20.6).

21.2 Riksbankens ansvar för betalningsavveckling

Kommitténs förslag: Riksbanken ska även fortsättningsvis tillhandahålla ett system för betalningsavveckling. Vid behov ska Riksbanken även på annat sätt medverka i betalningsavveckling i förhållande till finansiella företag och myndigheter och delta i betalningssystem eller avvecklingssystem.

Riksbanken får ge sådan kortfristig kredit i svenska kronor som behövs för att främja funktionen i dess system för betalningsavveckling. Detta gäller även i förhållande till staten, om krediten inte löper över en dygnsgräns och är förenlig med rådets förordning (EG) nr 3603/93 av den 13 december 1993 om fastställande av definitioner för tillämpningen av de förbud som avses i artiklarna 104 och 104 b.1 i fördraget.

Kredit får endast ges mot betryggande säkerhet. Staten behöver dock inte ställa säkerhet.

Riksbanken får ta emot inlåning från deltagare i dess system för betalningsavveckling och från staten. Riksbanken ska ta emot betalningar till staten och förmedla utbetalningar för statens räkning.

Riksbanken får ta ut avgifter från deltagarna i dess system för betalningsavveckling.

Inom de ramar som anges i 8 § lagen (1999:1309) om system för avveckling av förpliktelser på finansmarknaden ska Riksbanken bestämma vilka finansiella företag och myndigheter som får vara deltagare i systemet. Riksbanken ska beakta principerna om fritt tillträde och neutralitet.

Kommitténs bedömning: Det bör också överlåtas till Riksbanken att ta ställning till om regelverket för systemet ska ha formen av föreskrifter eller avtalsvillkor.

Unionsrätten och betalningsavveckling inom Eurosystemet

Enligt artikel 22 i ECBS-stadgan får ECB och de nationella centralbankerna ställa anordningar till förfoganden för att säkerställa effektiva och sunda clearing- och betalningssystem inom unionen. Artikel 22 gäller dock inte för Sverige i egenskap av medlemsstat med undantag. Detta utesluter givetvis inte att Riksbanken t.ex. får driva ett betalningssystem eller något annat system för betalningsavveckling med stöd av svensk rätt och artikel 14.4 i ECBS-stadgan.

Med stöd av bestämmelsen i ECBS-stadgan äger och driver Eurosystemets centralbanker betalningssystemet TARGET2. TARGET2 är ett system för avveckling av betalningar i euro. De nationella centralbankerna inom Eurosystemet driver sina egna delsystem i TARGET2. Även nationella centralbanker utanför euroområdet får ansluta sig till TARGET2.

De nationella centralbankerna i euroområdet får bevilja räntefri intradagskredit till deltagarna i det delsystem som bedrivs i den nationella centralbanken.¹

Sedan november 2018 tillhandahåller ECB också avvecklingstjänsten TIPS, som är en del av TARGET2. TIPS möjliggör avveckling i centralbankspengar i realtid dygnet runt, för såväl privatpersoner som företag (jfr vad som sägs om BiR nedan).

I avsnitt 28.2 föreslås att det ska framgå uttryckligen av regeringsformen att Riksbanken har ansvar bl.a. för att inom ramen för samarbetet inom ECBS främja väl fungerande betalningssystem och att ingen myndighet får bestämma hur Riksbanken ska besluta i den frågan. Ledamöterna i Riksbankens direktion ska inte heller få begära eller ta emot instruktioner när de fullgör bl.a. denna uppgift. Dessa föreslagna bestämmelser avser dock framför allt tillämpningen av regler i EU-rättsakter som är direkt tillämpliga i Sverige, såsom EMIR-förordningen. Uppgiften att tillhandahålla ett system för betalningsavveckling är varken tillämpning av någon EU-förordning eller någon ECBS-relaterad uppgift för Riksbanken, eftersom artikel 22 i ECBS-stadgan inte är tillämplig på medlemsstater med undantag (se ovan, se även avsnitt 28.2). Det rör sig i stället om en s.k. nationell uppgift enligt artikel 14.4 i stadgan.

¹ Se artikel 12 i och bilaga III till Europeiska centralbankens riktlinje av den 5 december 2012 om ett transeuropeiskt automatiserat system för bruttoavveckling av betalningar i realtid (TARGET2) (omarbetning) (ECB/2012/27).

Gällande svensk rätt

Enligt 6 kap. 7 § riksbankslagen får Riksbanken alltså tillhandahålla system för avveckling av betalningar och på annat sätt medverka i betalningsavveckling. För att främja betalningssystemets funktion får Riksbanken bevilja deltagarna i systemet kredit under dagen. Kredit får beviljas endast mot betryggande säkerhet. Staten behöver dock inte ställa säkerhet.

När en uttrycklig rätt för Riksbanken att tillhandahålla ett centralt betalningssystem infördes i riksbankslagen 1998 fanns redan RIX-systemet. Före lagändringen framgick det endast av riksbankslagen att Riksbanken fick delta i betalningsutjämning. Det fanns dock inte någon uttrycklig bestämmelse som tog sikte på driften av RIX-systemet. Regeringen konstaterade att RIX-systemet hade en central roll i Riksbankens uppgift att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende och att det därför borde införas en uttrycklig bestämmelse i riksbankslagen om att Riksbanken får tillhandahålla system för avveckling av betalningar (prop. 1997/98:164 s. 26 och 27). I samband med detta anförde regeringen att Riksbankens roll i penningpolitiken är sammanlänkad med ansvaret för ett stabilt betalningssystem genom att de transaktioner som görs i penningpolitiskt syfte ger upphov till betalningar mellan aktörerna på de finansiella marknaderna. Störningar i betalningssystemet kan därför få återverkningar för Riksbankens möjlighet att bedriva penningpolitik. Vidare kan mindre väl fungerande betalningssystem leda till att problem hos en aktör kan sprida sig till andra aktörer, vilket i förlängningen kan medföra en risk för hela betalningssystemets stabilitet (här avsågs betalningssystemet i en vidare mening än ett enskilt sådant system, kommitténs anmärkning).

Kommittén konstaterar att spridningsrisken är ett skäl till att system för stora betalningar mellan olika banker och andra finansiella företag sköts bättre av en centralbank än av privata aktörer.

Infrastrukturen för betalningar i Sverige

År 2019 genomförs de flesta betalningar till och från konton i olika banker och andra betalningsförmedlare med hjälp av betalningsinstrument som de tillhandahåller. Om betalningarna enbart sker mellan konton i samma bank behövs det inte någon ytterligare infrastrukt

tur. Då kan banken själv överföra medel mellan kontona genom en enkel bokföringsåtgärd.

Om en kund däremot vill göra en betalning till en kund i en annan bank eller om två banker gör affärer med varandra, måste medel överföras från den ena banken till den andra. Det är bl.a. för sådana betalningar som RIX-systemet används för betalningsavveckling. I många fall föregås avvecklingen av clearing, genom att en stor mängd betalningar som ska utföras mellan bankerna sammanställs av Bankgirocentralen AB inom ramen för Bankgirosystemet.

Nästan alla betalningar i svenska kronor, som inte sker med hjälp av kontanter eller sker mellan konton i en och samma bank, går i dag direkt eller indirekt via konton som deltagarna i RIX-systemet har i Riksbanken. Detsamma gäller överföringar mellan konton i olika banker via den s.k. dataclearingen, som drivs av Bankgirocentralen AB på uppdrag av Svenska Bankföreningen. Avvecklingen sker således i centralbankspengar. I bl.a. detta avseende fungerar Riksbanken alltså som bankernas bank. Även statens betalningar till och från hushåll och företag avvecklas på ett motsvarande sätt i centralbankspengar genom att Riksgäldskontoret har konton i Riksbanken. Betalningars centrala roll i ekonomin gör att det behövs ett system som gör det möjligt för bankerna och andra direkta deltagare i RIX-systemet att genomföra betalningar på ett säkert och effektivt sätt.

I fråga om system för betalningsavveckling kan Riksbanken alltså erbjuda två väsentliga komponenter som inte effektivt kan tillhandahållas av privata aktörer.² Den ena komponenten är riskfria konton i den meningen att den som erbjuder kontona inte kan gå i konkurs och att kontohavaren därmed kan förlora sina medel.

Den andra komponenten är likviditet. På grund av de stora betalningsflöden som passerar i det centrala avvecklingssystemet under dagen kan deltagarna under korta tidsperioder behöva låna medel. Endast centralbanken kan genom sin förmåga att framställa betalningsmedel (centralbankspengar) med kort varsel låna ut så stora belopp som det kan vara fråga om, åtminstone om detta ska kunna göras utan att stora kostnader för lånefaciliteten uppstår.

Under senare år har användandet av realtidsbetalningar genom betaltjänsten Swish ökat kraftigt. Swish möjliggörs genom BiR, Betalningar i realtid. BiR drivs dock inte av Riksbanken utan av Bank-

² Jämför framställning 2003/04:RB3, s. 8 och 9.

girocentralen AB. Det är däremot avgörande för BiR:s funktion att Riksbanken tillhandahåller ett klientmedelskonto avseende BiR.

I juni 2019 beslutade Riksbanken att inleda förhandlingar med Eurosystemet och ECB i syfte att göra den svenska kronan tillgänglig för avveckling på TIPS-plattformen och därigenom tillhandahålla avveckling av realtidsbetalningar i centralbankspengar dygnet runt, alla dagar om året. En sådan avvecklingstjänst skulle vara en del av RIX-systemet. Eftersom realtidsbetalningar avvecklas omedelbart, transaktion-för-transaktion, föregås inte avvecklingen av någon clearing.

Ett nybildat företag, P27 Nordic Payments Plattform AB, ansökte i slutet av oktober 2019 hos Finansinspektionen om tillstånd som clearingorganisation. Företaget ägs av några av de största bankerna i Norden. Det avser att köpa upp Bankgirocentralen AB och under 2021 driftsätta en ny betalningsplattform för de nordiska länderna som ska ersätta bl.a. Bankgirosystemet. Den nya betalningsplattformen ska möjliggöra såväl realtidsbetalningar som genomförs var för sig som överföringar i form av massbetalningar som sammanställs genom clearing.

Riksbanken roll i att driva system för betalningsavveckling

Ett system av RIX-systemets slag är alltså en nödvändig förutsättning för att det ska vara möjligt att göra betalningar i svenska kronor. RIX-systemet är emellertid inte bara navet i betalningssystemet i vid bemärkelse, dvs. den finansiella infrastrukturen, utan även av stor betydelse för det penningpolitiska styrsystemet. Både för att fullgöra sina uppgifter avseende det finansiella systemet och inom penningpolitiken behöver Riksbanken därför även fortsättningsvis tillhandahålla ett system för avveckling av betalningar och på annat sätt medverka i betalningsavveckling mellan bankerna. Med tanke på den betydelse som RIX-systemet har för den finansiella infrastrukturen är det svårt att motivera att driften av RIX-systemet endast skulle vara en frivillig uppgift för Riksbanken. Kommittén föreslår därför att en bestämmelse om att Riksbanken *ska* tillhandahålla ett system för avveckling av betalningar tas in i den nya riksbankslagen. Det bör inte anges i lag om systemet ska benämnas RIX-systemet eller något annat.

Uppgiften att tillhandahålla ett system för avveckling av betalningar skulle också kunna utföras genom att Riksbanken och andra operatörer delar samma tekniska plattform för överföringar av betalningar. För närvarande skulle ett sådant plattformssamarbete kunna ske t.ex. genom att Riksbanken börjar driva ett delsystem i TARGET2, som berörs ovan.

Av uppenbara skäl måste synnerligen höga krav på driftssäkerhet ställas på Riksbankens system. Det avser inte minst motståndskraft mot yttre störningar såsom bl.a. cyberattacker, andra slags intrång i it-systemen, strömavbrott, terrorattentat, naturkatastrofer, bränder och andra slags olyckor (se vidare kapitel 35). Kommittén anser dock att det är tillräckligt att Riksbanken, utan någon särskild bestämmelse i lag, beaktar samma internationellt vedertagna principer som de flesta jämförbara centralbanker gör (PFMI, se vidare avsnitt 21.3). Det finns alltså inte tillräckliga skäl för att föreslå någon reglering i lag av dessa frågor. Det bör dock framhållas att det förhållandet att Riksbanken själv övervakar sin egen verksamhet i fråga om betalningsavveckling ställer höga krav på hanteringen av intressekonflikter och en organisatorisk åtskillnad mellan drift respektive övervakning (se även avsnitt 33.6.3).

De ovan berörda driftssäkerhetsskälen, behovet av att utveckla Riksbankens system och det övergripande intresset av ett stabilt och effektivt finansiellt system talar för att Riksbanken ska bevaka utvecklingen på betalningsmarknaden i stort och anlägga ett helhetsperspektiv på betalningssystem, avvecklingssystem och annan finansiell infrastruktur. Enligt kommitténs bedömning finns det inte någon annan myndighet som har samma förutsättningar som Riksbanken att anlägga ett sådant helhetsperspektiv. För närvarande bedriver Riksbanken en sådan verksamhet bl.a. genom att ansvara för samverkansorganet Betalningsrådet och genom att ta fram statistik, analyser m.m. I avsnitt 21.3 föreslår kommittén att en bestämmelse av innebörden att Riksbanken ska följa betalningsmarknadens utveckling ska tas in i den nya riksbankslagen.

Det bör överlåtas till Riksbanken att avgöra om vissa moment av driften ska utkontrakteras till externa leverantörer (se dock kommitténs förslag om Riksbankens ansvar för krisberedskap och höjd beredskap i avsnitt 35.7).

Regelverk

När Riksbanken får en ansökan från ett finansiellt företag om att bli deltagare i RIX-systemet, prövar den om företaget uppfyller deltagarkraven. Om så är fallet tecknar Riksbanken ett anslutningsavtal med företaget, som därigenom blir bundet av de avtalsvillkor som Riksbanken tagit fram. Av dessa villkor framgår bl.a. de närmare förutsättningarna för att Riksbanken ska verkställa en överföring och vilka åtgärder som Riksbanken kan vidta om en deltagare inte längre uppfyller deltagarkraven.

För närvarande har alltså regelverket för RIX-systemet utformats såsom avtalsvillkor. Riksbanken skulle i och för sig ha kunnat välja att i stället meddela föreskrifter på detta område med stöd av 1 kap. 2 § fjärde stycket andra meningen första ledet riksbankslagen. En konsekvens av detta skulle i sådant fall bli att Finansinspektionen utövar tillsyn över om t.ex. en viss bank efterlever föreskrifterna. Anledningen till detta är att Finansinspektionens tillsyn över bl.a. banker omfattar alla ”författningar som reglerar institutets verksamhet” (13 kap. 2 § andra stycket lagen [2004:297] om bank- och finansieringsrörelse). Detta gäller även om RIX-systemet som avvecklingsystem inte står under Finansinspektionens tillsyn (14 § första stycket lagen [1999:1309] om system för avveckling av förpliktelser på finansmarknaden jämförd med 3 § andra meningen).

Det kan också nämnas att regelverket för RIX-systemet för närvarande innehåller bestämmelser om bl.a. ianspråktagande av säkerheter och liknande civilrättsliga frågor.³ Sådana frågor kan inte regleras genom myndighetsföreskrifter (se 8 kap. 3 § första stycket regeringsformen jämförd med 8 kap. 2 § första stycket 1). Ett avtal skulle således sannolikt krävas även om Riksbanken hade valt att meddela föreskrifter.

Enligt kommitténs mening bör det överlåtas till Riksbanken i egenkap av operatör för det aktuella systemet att besluta om ett ändamålsenligt regelverk för deltagandet i systemet. Detta överensstämmer med vad som gäller för clearingorganisationer (se 20 kap. 2 § första stycket lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden). Det bör även fortsättningsvis överlåtas till Riksbanken att bestämma om regelverket för dess system för betalningsavveckling ska ha formen av avtalsvillkor och/eller föreskrifter.

³ Riksbanken (2018), se t.ex. kapitel E, avsnitt 1.3.

Dessa förhållanden utesluter givetvis inte att det i lag kan finnas bestämmelser som begränsar vilka aktörer som får vara deltagare i systemet eller på annat sätt styr utformningen av systemet. Vilka aktörer som får vara deltagare i RIX-systemet följer nämligen av två olika lagar.

För det första regleras vilka finansiella företag som enligt svensk rätt får ägna sig åt betalningsförmedling via generella betalsystem av 1 kap. 3 § första stycket lagen om bank- och finansieringsrörelse, där det också ställs upp ett krav på med mottagande av medel som är tillgängliga inom 30 dagar.

För det andra innebär lagen om system för avveckling av förpliktelser på finansmarknaden vissa gränser för vilka aktörer som får vara direkta deltagare i anmälda avvecklingssystem. RIX-systemet är ett anmält avvecklingssystem.

Vid utformningen av regelverket för det aktuella systemet behöver Riksbanken också ta hänsyn till det övergripande målet för Riksbankens arbete med det finansiella systemet, dvs. att bidra till att detta system är stabilt och effektivt (se vidare avsnitt 20.8.6). Förutom att RIX-systemet behöver vara robust mot störningar utifrån och fungera effektivt (jfr kapitel 35), behöver krav ställas på deltagarnas finansiella och operativa förmåga, med beaktande av principerna om fritt tillträde och neutralitet. För clearingorganisationer kommer denna princip till uttryck i 20 kap. 1 § andra stycket lagen om värdepappersmarknaden. Den förekommer även i EU-förordningar avseende annan slags finansiell infrastruktur än system för betalningsavveckling. Det bör förtydligas i den nya riksbankslagen att även Riksbanken ska beakta denna princip. Detta anknyter även till uttalanden i förarbetena till riksbankslagen vad gäller offentliga och konkurrensneutrala kriterier för deltagande i RIX-systemet (prop. 1997/98:164 s. 27).

Det bör understrykas att regelverket för det aktuella systemet endast får användas för att säkerställa systemets funktionalitet och att det alltså är säkert och effektivt. Regelverket får således inte användas för att införa krav på finansiella företag som inte är förenliga med krav som riksdagen och regeringen har funnit vara välavvägda eller som i praktiken innebär att myndigheten utför uppgifter som ankommer på en annan myndighet, s.k. dubbelreglering (se vidare avsnitt 20.8.2).

Uteslutning av deltagare och kretsen av deltagare

Ett beslut om att stänga av eller utesluta en deltagare från RIX-systemet eller ett annat liknande system kan få synnerligen allvarliga konsekvenser för deltagaren i fråga. Exempelvis skulle inte en banks kunder kunna göra betalningar till konton i andra banker eller delta i handeln med finansiella instrument. Om banken i en sådan situation inte heller på något annat sätt fick tillgång till RIX-systemet skulle den inte längre uppfylla definitionen av bankrörelse i 1 kap. 3 § första stycket 1 lagen om bank- och finansieringsrörelse. Ett sådant beslut får således följder som kan jämföras med att Finansinspektionen återkallar bankens tillstånd att driva bankrörelse. Om det t.ex. skulle röra sig om en s.k. systemviktig bank skulle ett sådant beslut dessutom kunna medföra stora konsekvenser för stabiliteten i det finansiella systemet och realekonomin. Givet konsekvenserna för den enskilde deltagaren och för realekonomin behöver frågorna om uteslutning eller avstängning föregås av noggranna överväganden både vid utformningen av regelverket för RIX-systemet och vid tillämpningen av det. Ytterst styrs Riksbankens agerande av dess uppgift att bidra till ett säkert och effektivt finansiellt system. Intresset av att Riksbankens system för betalningsavveckling i sig ska vara säkert och effektivt torde sammanfalla med intresset av finansiell stabilitet i en vidare kontext.

Det är naturligt att Riksbanken samverkar med andra berörda myndigheter på området för finansiell stabilitet, såsom Riksgäldskontoret och Finansinspektionen, även när det gäller frågor om RIX-systemet som har särskild betydelse för den finansiella stabiliteten. En samverkansskyldighet för viktigare frågor som har samband med betalningssystemets stabilitet finns i dag i 4 kap. 3 § riksbankslagen. En annan sak är att det är Riksbanken som självständigt beslutar i fråga om utformningen av regelverk m.m. avseende RIX-systemet. Riksbanken bör därför underrätta Finansinspektionen för det fall att en deltagare i systemet inte längre uppfyller regelverket för det (jfr 4 kap. 3 § i nuvarande riksbankslag).

I förarbetena till lagen om system för avveckling av förpliktelser på finansmarknaden förs en diskussion om den tillåtna kretsen av deltagare i avvecklingssystem, framför allt med utgångspunkt i vilken systemrisk som deltagarna kan föra med sig (prop. 1999/2000:18 s. 54–56). Detta innebär bl.a. att kretsen av potentiella deltagare är

relativt snäv. Som ovan berörs skulle ett beslut om att stänga av eller utesluta en deltagare från RIX-systemet visserligen få stora konsekvenser. Det ligger dock i ett avvecklingssystemets natur att deltagandet är förenat med särskilda villkor. Dessutom medför inte ett beslut om att neka tillträde till RIX-systemet några stabilitetsrisker, i motsats till en situation då ett finansiellt företag som redan är RIX-deltagare inte fullföljer sina förpliktelser. Det finns således skillnader mellan att neka tillträde respektive uteslutning eller avstängning. Det finns också en skillnad av rättsligt slag såtillvida att en uteslutning eller avstängning till skillnad från ett beslut om att kunna neka tillträde förutsätter att det finns en kontraktsrättslig grund för det, alternativt att det finns förutsättningar för att återkalla ett s.k. gynnande förvaltningsbeslut.

Det framstår sammantaget inte som lämpligt att i lag ålägga eller ge vissa aktörer, t.ex. vissa större banker, rätt att alltid vara deltagare i RIX-systemet. Ett sådant obligatorium skulle kunna uppfattas som en rätt att delta oavsett hur banken i fråga uppfyller reglerna för systemet.

Saldo och inlåning

För att kunna genomföra betalningar måste RIX-deltagarna som huvudregel ha tillräckligt med medel på sina konton i RIX (se dock det som anförs om intradagskrediter nedan). Någon uttrycklig bestämmelse om det behöver enligt kommitténs bedömning inte införas i riksbankslagen. Det bör i stället överlämnas till Riksbanken att bestämma vad som gäller om saldot är positivt vid dagens slut.⁴ Den nya riksbankslagen bör dock ge Riksbanken utvidgade befogenheter i form av en uttrycklig möjlighet att ta emot inlåning från deltagare i dess betalningssystem. Anledningen till detta är att systemets funktion förutsätter att deltagarna har tillgodohavanden hos Riksbanken.

Visserligen föreslår kommittén i avsnitt 18.11.1 att Riksbanken även fortsättningsvis ska få ta emot inlåning i penningpolitiskt syfte, dvs. från penningpolitiska motparter. Det kan dock förekomma del-

⁴ Enligt villkoren för RIX-systemet får en deltagare som inte har tillgång till de stående faciliteterna som högst ha ett saldo om 100 000 000 kronor vid den tidpunkt då RIX-systemet stänger, såvida inte Riksbanken medger annat.

tagare i RIX-systemet som inte är penningpolitiska motparter, t.ex. centrala motparter.

Mot denna bakgrund bör det i den nya riksbankslagen tas in en bestämmelse som utvidgar Riksbanken rätt att ta emot inlåning till att även avse inlåning inom ramen för driften av ett system för betalningsavveckling, oavsett om inlåningen fyller någon penningpolitisk funktion eller inte. Här avses dock inte inlåning från allmänheten. Det ingår inte i kommitténs uppdrag att lämna förslag på de lagändringar som skulle krävs för att ge Riksbanken rätt att införa en s.k. e-krona, dvs. ett elektroniskt betalningsmedel för allmänheten som tillhandahålls av Riksbanken.

Liksom tidigare ska Riksbanken få ta emot inlåning från staten och vara skyldig att ta emot betalningar till staten och göra utbetalningar för statens räkning (jfr 8 kap. 1 § första och andra styckena i den nuvarande riksbankslagen).

Intradagskrediter

Enligt den nuvarande riksbankslagen får Riksbanken ge intradagskrediter mot betryggande säkerhet. Staten, som via Riksgäldskontoret deltar i RIX-systemet, behöver dock inte ställa säkerheter.

Intradagskrediter gör det möjligt för deltagarna att genomföra betalningar löpande under dagen oavsett om de har överskott eller underskott på sitt konto. Genom möjligheten till intradagskredit behöver deltagare som har underskott på sitt konto eller ett otillräckligt överskott inte vänta på betalningar från andra deltagare för att kunna genomföra betalningar. Det gör betalningssystemet effektivare. Mot denna bakgrund är det rimligt att Riksbanken även fortsättningsvis får ge intradagskrediter till deltagarna i RIX-systemet.

För närvarande ges intradagskrediter – som namnet antyder – under en viss dag. Vid dagens slut får de finansiella företag som är kreditinstitut och penningpolitiska motparter till Riksbanken i första hand sinsemellan reglera under- respektive överskott i förhållande till varandra, och därefter vid behov använda Riksbankens stående faciliteter.

Det bör dock beaktas att utvecklingen på betalningsmarknaden skulle kunna medföra att RIX-systemet eller ett annat framtida system av liknande slag håller öppet dygnet runt eller i vart fall under

längre tid än vad som nu är fallet. Att i riksbankslagen ange att Riksbanken bara får ge kredit under dagen skulle i en sådan situation kunna uppfattas som en restriktion som begränsar RIX-systemets utvecklingspotential. I vart fall om RIX-systemet hade öppet dygnet runt, skulle uttrycket ”kredit under dagen” te sig missvisande, efter som en kredit som ges t.ex. under perioden kl. 22.00–02.00 knappast kan sägas vara en kredit ”under dagen” enligt vanligt språkbruk. Dessa omständigheter och behovet av flexibilitet i fråga om Riksbankens befogenheter talar för att en annan formulering än kredit under dagen bör väljas vid utformningen av den nya riksbankslagen. Samtidigt bör det alltså vara fråga om en mycket kortfristig kredit som är nödvändig för RIX-systemets funktion. Kommittén föreslår därför att Riksbanken ska ha rätt att ge kredit till deltagarna i dess system för betalningsavveckling för att främja dess funktion.

Den föreslagna bestämmelsen innebär att en deltagare i RIX-systemet kommer att kunna få kredit av Riksbanken både över natten och över dagen om den kan ställa de säkerheter som Riksbanken kräver (se nedan). En sådan kreditgivning i förhållande till staten skulle dock kunna strida mot det unionsrättsliga förbudet mot monetär finansiering, dvs. förbudet mot att en centralbank ger kredit till staten (artikel 123.1 i EUF-fördraget). En intradagskredit som ECB beviljar ska begränsas till den berörda dagen utan möjlighet till förlängning genom omvandling till kredit över natt.⁵ Denna begränsning är dock knuten till att TARGET2-systemet stänger före midnatt och att en kredit över natten således inte behövs för systemets funktion.

I rådets förordning (EG) nr 3603/93 av den 13 december 1993 om fastställande av definitioner för tillämpningen av de förbud som avses i artiklarna 104 och 104 b.1 i fördraget finns närmare bestämmelser om innebörden av förbudet mot monetär finansiering. Enligt förordningen ska de krediter med en dags löptid som Europeiska centralbanken eller de nationella centralbankerna ger den offentliga sektorn inte anses innebära monetär finansiering, förutsatt att krediterna förblir begränsade till den ifrågavarande dagen och någon förlängning inte är möjlig (artikel 4). I skälen till förordningen anges att de krediter med en dags löptid som centralbankerna ger kan användas för att säkerställa att betalningssystemen fungerar väl. Därför

⁵ Artikel 12.2 i Europeiska centralbankens riktlinje av den 5 december 2012 om ett transeuropeiskt automatiserat system för bruttoavveckling av betalningar i realtid (TARGET2) (omarbetning) (ECB/2012/27).

är krediter med en dags löptid till den offentliga sektorn förenliga med målsättningarna i fördraget, förutsatt att förlängning till påföljande dag inte är möjlig. Som berörs ovan är det svårt att förena kreditgivning som löper över en dygnsgräns med uttrycket kredit med en dags löptid. Övervägande skäl talar därför för att en kredit till staten som löper över en dygnsgräns inte skulle vara förenlig med reglerna i förordningen.

Kommittén föreslår således att kreditgivning av nu aktuellt slag i förhållande till staten ska förutsätta att krediten inte löper över en dygnsgräns och att den även i övrigt är förenlig med den ovan angivna förordningen. Denna kreditgivning föreslås således kopplas till förbudet mot monetär finansiering.

Begränsningen av möjligheterna att ge staten kredit bör inte innebära några nämnvärda nackdelar. För närvarande nollställs Riksgäldskontorets konto i RIX-systemet genom en automatisk överföring till (eller från, vid ett underskott) en bank i samband med att systemet stänger för dagen. I oktober 2019 beslutade Riksbanken att utöka öppettiderna för RIX-systemet. Även om RIX-systemets öppettider skulle utökas ytterligare, finns det med kommitténs förslag förutsättningar för att genomföra statliga betalningar på ett effektivt sätt.

Krav på säkerheter vid intradagskrediter m.m.

När Riksbanken ger en intradagskredit eller en annan kredit tar den på sig en kreditrisk. För att begränsa Riksbankens och därmed statens finansiella risktagande får Riksbanken därför enligt gällande rätt bara ge intradagskredit mot betryggande säkerhet. Som berörs ovan behöver dock inte någon säkerhet ställas av staten. Om något krav på säkerheter för intradagskrediter inte fanns skulle utnyttjandet av kreditutrymmet i Riksbanken innebära att kreditrisken i praktiken läggs över på Riksbanken. Detta framstår inte som rimligt med tanke på att det rör sig om betalningar mellan privata aktörer. Genom att förena intradagskrediter – och penningpolitisk kreditgivning – med krav på betryggande säkerheter kan kreditriskerna fördelas på de aktörer som ansvarar för att risken uppkommer (prop. 1997/98:164 s. 25 och 26).

Kommittén föreslår mot denna bakgrund att Riksbanken även fortsättningsvis endast ska få ge krediter mot betryggande säkerhet. I likhet med vad som gäller i dag ska dock inte staten behöva ställa säkerhet. Begreppet betryggande säkerhet i detta sammanhang har samma innebörd som beträffande de penningpolitiska verktygen (se avsnitten 18.2.1 och 18.11.1).

Det skulle i och för sig kunna övervägas om det finns anledning att ställa lägre krav på säkerheterna i vissa särskilda fall, t.ex. om det pga. tekniska problem hos värdepapperscentralen Euroclear Sweden AB inte är möjligt att hantera säkerheterna på vanligt sätt. Såvitt kommittén kan bedöma har det dock inte framkommit ett tillräckligt starkt behov av en sådan ordning för att detta ska övervägas närmare.

21.3 Övervakning av den finansiella infrastrukturen

Kommitténs förslag: Riksbanken ska övervaka centrala motparter och andra clearingorganisationer, avvecklingssystem, värdepapperscentraler, transaktionsregister och den verksamhet som drivs av andra juridiska personer som är av särskild betydelse för den finansiella infrastrukturen i Sverige.

Riksbanken ska följa betalningsmarknadens utveckling.

Riksbankens roll i dag

I avsnitt 24.2 lämnar kommittén förslag om Riksbankens övervakning av det finansiella systemets funktionssätt i allmänhet. Enligt detta förslag ska Riksbanken bedöma om det finansiella systemet är väl fungerande och verka för att identifiera sårbarheter och risker i det finansiella systemet som kan leda till allvarliga störningar eller betydande effektivitetsförluster. Detta avsnitt rör övervakning som avser den finansiella infrastrukturen specifikt.

Som berörs i avsnitt 21.1 övervakar Riksbanken i dag vissa finansiella infrastruktursystem med hänvisning till sin uppgift att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Det gäller system som drivs av såväl svenska som utländska företag. Detta är en del av Riks-

bankens krisförebyggande arbete snarare än den krishantering som Riksbanken kan behöva ägna sig åt vid en finansiell kris.

Riksbankens egen beskrivning

Riksbanken har tagit fram en rapport om övervakning av den finansiella infrastrukturen.⁶ Beskrivningen i det följande är baserad på den.

Riksbanken har i uppdrag att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende, vilket enligt Riksbankens tolkning i praktiken handlar om ett ansvar för att främja stabiliteten i det finansiella systemet.⁷ Riksbanken anser att en del av detta uppdrag är att analysera och följa utvecklingen av den finansiella infrastrukturen, dvs. de system där betalningar och transaktioner med finansiella instrument hanteras. Riksbankens arbete är i huvudsak hänförligt till följande områden:

- Att övervaka de centrala aktörerna i den finansiella infrastrukturen så att dessa är säkra och effektiva.
- Att främja marknadsinitiativ som kan utveckla och effektivisera den finansiella infrastrukturen.
- Att påverka internationella normer, lagar och regleringar så att dessa bidrar till en säker och effektiv finansiell infrastruktur.

I övervakningen tillämpar Riksbanken CPSS-Ioscos principer PFMI för en säker och effektiv infrastruktur.⁸ Syftet med övervakningen är att identifiera och analysera källor till risker och effektivitetsförluster i den finansiella infrastrukturen samt vid behov frammana förändring. För vissa typer av finansiella infrastruktursystem har de internationella principerna i stor utsträckning även införts i lag. Dessa finansiella infrastruktursystem är i regel föremål för löpande nationell tillsyn men också för internationella samarbetsarrangemang. Riksbanken deltar i samarbetsarrangemangen men bevakar samtidigt

⁶ Riksbanken (2012). Se även Billborn (2018).

⁷ Denna tolkning berörs närmare i avsnitt 20.4.

⁸ CPSS-Iosco (2012). Det organ som i dokumentet benämns CPSS (Committee on Payment and Settlement Systems) benämns numera CPMI (Committee on Payments and Market Infrastructure).

att de delar av de internationella principerna som inte täcks av lagen uppfylls av systemen.

Riksbanken övervakar de finansiella infrastruktursystem som Riksbanken har bedömt som väsentliga för den finansiella stabiliteten.⁹ Dessa system är för närvarande (dvs. 2019) RIX-systemet¹⁰, Euroclear Sweden AB:s avvecklingsystem för värdepapper (VPC-systemet), Nasdaq Clearing AB:s centrala motpartssystem för finansiella derivat, råvaruderivat samt repor, Bankgirocentralen BGC AB:s betalningssystem för clearing av massbetalningar (Bankgirot) samt de utländska systemen CLS¹¹, SWIFT¹², EuroCCP¹³ och LCH¹⁴. Riksbanken övervakar däremot inte finansiella marknader i bemärkelsen sådana handelsplatser, t.ex. reglerade marknader som drivs av en börs, som avses i 1 kap. 4 b § lagen om värdepappersmarknaden. Detta ansvar ligger odelat på Finansinspektionen.

När Riksbanken har fattat beslut om att ett finansiellt infrastruktursystem ska stå under övervakning innebär det att Riksbanken förväntar sig att systemet lever upp till CPSS-Ioscop-principer PFMI. Dessa principer är dock minimikrav. Specifika särdrag för den svenska marknaden kan göra att Riksbanken behöver ställa ytterligare krav, även om banken inte har föreskriftsrätt. När Riksbanken anpassar kraven till de svenska förhållandena motiveras detta i analysen och i bedömningen av enskilda system. Att stå under övervakning innebär även rapportering till Riksbanken och regelbundna möten.

⁹ Riksbanken har tagit fram kriterier för vilka system som ska ingå i övervakningen, se Riksbanken (2012), s. 13. Dit hör bl.a. antalet transaktioner som systemet hanterar, transaktionernas värde och systemens marknadsandel, sammankoppling med andra system och andra finansiella institutioner. Riksbankens beslut om vilka system som ska övervakas är offentliga.

¹⁰ Eftersom RIX-systemet ägs och drivs av Riksbanken själv sker driften respektive övervakningen av systemet på två olika avdelningar inom banken (se Riksbanken (2012), s. 11, fotnot 12).

¹¹ CLS (Continuous Linked Settlement) är ett globalt system för avveckling av valutatransaktioner.

¹² SWIFT (Society for Worldwide Financial Telecommunication) är ett belgiskt kooperativt företag som tillhandahåller ett globalt nätverk för säker överföring av finansiella meddelanden som betalningsinstruktioner mellan finansiella aktörer världen över. SWIFT verkar också för standardisering av finansiella meddelanden. SWIFT har deltagare i över 200 länder över hela världen och har därmed en viktig roll på de finansiella marknaderna.

¹³ EuroCCP är en nederländsk central motpart som clearar aktier, bl.a. sådana som är denominerade i svenska kronor.

¹⁴ LCH Limited är en brittisk central motpart som dels clearar olika derivatkontrakt denominerade i svenska kronor, dels clearar aktier som handlas på börsen i Stockholm men även från andra handelsplatser. Flera svenska banker är också deltagare i LCH Limited.

Förhållandet mellan Riksbankens övervakning och Finansinspektionens uppgifter

En särskild fråga är hur Riksbankens övervakning förhåller sig till Finansinspektionens uppgifter.

Övervakningen tar sikte på att utvärdera och analysera i vilken utsträckning systemen för finansiell infrastruktur är stabila, säkra och effektiva. Finansinspektionens tillsyn avser den verksamhet som drivs av enskilda finansiella företag, även om också den finansiella stabiliteten i ett vidare perspektiv ska beaktas inom ramen för tillsynen.¹⁵ Finansinspektionen har tillsyn av de enskilda företag i den finansiella infrastrukturen som den har gett svenskt tillstånd att vara clearingorganisation, central motpart, värdepapperscentral m.m. Riksbankens övervakning avser ytterligare några aktörer än dessa.

Finansinspektionens tillsyn sker inom ramen för gällande svensk rätt samt i förekommande fall EU-förordningar och vissa andra rättsakter från EU.¹⁶ Sedan länge har Finansinspektionen till uppgift att arbeta för ett stabilt och väl fungerande finansiellt system, vilket inbegriper stabilitet i den finansiella infrastrukturen. Vilka åtgärder som Finansinspektionen får vidta framgår av lagar och andra författningar.

I motsats till Finansinspektionens tillsyn medför inte Riksbankens övervakning någon befogenhet att ingripa eller besluta om sanktioner mot finansiella företag. Riksbankens övervakning innebär å andra sidan inte att Riksbanken är begränsad till att tillämpa bestämmelser i lag eller andra bindande krav i förhållande till de aktuella företagen och systemen. Det innebär bl.a. att Riksbanken kan övervaka infrastrukturen utifrån internationella standarder som inte har transformerats till bindande regler, även om det finns både för- och nackdelar med en sådan ordning. Det rör sig i huvudsak om principerna PFMI som tillämpas av Riksbanken. Dessa är visserligen internationellt vedertagna men är inte i sig några bindande normer i svensk rätt eller unionsrätten. Riksbanken kan också, baserat på sin analys av samhällsnytta och de finansiella marknadernas funktions sätt, framföra synpunkter på hur olika delar av den finansiella infrastrukturen kan förbättras i syfte att t.ex. bli mer effektiv (jfr den all-

¹⁵ Se 2 § första stycket förordningen (2009:93) med instruktion för Finansinspektionen.

¹⁶ I en utvärdering av Riksbankens övervakning respektive Finansinspektionens tillsyn över finansiella infrastrukturföretag anförs dock att även Finansinspektionen tillämpar PFMI på samtliga berörda företag, se Finansinspektionen och Riksbanken (2014), s. 2.

mänt hållna bestämmelsen om ett säkert och effektivt betalningsväsende).

Riksbankens övervakning kan också beakta den finansiella infrastrukturen i en vidare kontext än ett enskilt företags regelefterlevnad, t.ex. vad gäller att se samband mellan olika system och hur problem hos en aktör kan fortplanta sig till andra delar av det finansiella systemet. Detta beskrevs av Riksbanken i en rapport redan 1997.¹⁷ Sedan dess har dock Finansinspektionens uppdrag utvecklats på så sätt att dess ansvar för finansiell stabilitet har betonats starkare i t.ex. instruktionen och i regleringsbrev. Skillnaderna mellan övervakning och tillsyn torde således ha minskat något under senare år. Fortfarande gäller dock, som Finansinspektionen påpekade i en rapport 2008, att Finansinspektionen inte har tillsyn över betalningssystemet i sig utan över ett antal aktörer, men inte alla, som är en del av och/eller som nyttjar systemet.¹⁸

Trots vissa skillnader i arbetssätt överlappar ibland Riksbankens och Finansinspektionens respektive ansvarsområden varandra. I dessa fall behövs effektiva former för kontakter och samverkan (se vidare avsnitt 24.4). Det är ur kommitténs perspektiv angeläget att myndigheterna så långt som möjligt samordnar sina insatser så att t.ex. ett finansiellt företag inte behöver lämna liknande uppgifter vid två olika tillfällen. Det finns en formaliserad samverkan mellan Riksbanken och Finansinspektionen för att uppnå detta, på olika nivåer inom respektive organisation. Enligt kommitténs bedömning fungerar detta samarbete väl. Det bör också nämnas att Riksbanken inte samarbetar med Finansinspektionen vad gäller övervakningen av RIX-systemet eftersom RIX-systemet inte står under Finansinspektionens tillsyn.

För de utländska systemen som verkar i den svenska infrastrukturen och som kan påverka den finansiella stabiliteten i Sverige, deltar Riksbanken i etablerade samarbeten med relevanta myndigheter. Övervakningen leds av ansvariga myndigheter i respektive systems hemland och följer riktlinjerna för samarbete enligt de internationella principerna.

¹⁷ Se även Riksbanken (1997), och Andersson m.fl. (2001), s. 5–19.

¹⁸ Finansinspektionen (2008), s. 11.

Övervakning av betalningssystem och andra system för betalningsavveckling

Många centralbanker, såväl inom som utanför EU, övervakar bl.a. betalningssystem. För att i framtiden kunna bidra till ett säkert och effektivt finansiellt system behöver Riksbanken även i framtiden kunna följa utvecklingen i betalningssystemen och andra system för betalningsavveckling för att identifiera sårbarheter och risker. I Sverige drivs betalningsavveckling för massbetalningar av Bankgirocentralen BGC AB, som har tillstånd som clearingorganisation. Dess system Bankgirosystemet har dock inte bedömts vara ett betalningssystem i den mening som avses i lagen (2010:751) om betaltjänster.

Kommittén föreslår därför att Riksbanken som ett led i den övergripande uppgiften att övervaka det finansiella systemet också ska övervaka clearingorganisationer och avvecklingssystem, inklusive Riksbankens eget RIX-system. Den kunskap som den övervakningen ger bidrar till att öka förutsättningarna för att RIX-systemet och privata system drivs säkert och effektivt. Riksbanken ska också följa utvecklingen på betalningsmarknaden.

Det kan anföras att Riksbankens övervakning av sitt eget system är förenat med en intressekonflikt. Av den anledningen förekommer det sällan att en myndighet t.ex. utövar tillsyn över den egna verksamheten. Med hänsyn till Riksbankens oberoende är det dock inte tänkbart att Finansinspektionen utövar tillsyn över bankens verksamhet (se även vad som anförts i avsnitt 21.2 om att RIX-systemet inte omfattas av Finansinspektionens tillsyn enligt lagen om system för avveckling av förpliktelser på finansmarknaden). Till detta kommer att den intressekonflikt mellan enskilda företags intressen och bredare samhällsintressen, som normalt motiverar finansiell tillsyn, inte har någon motsvarighet i en verksamhet som bedrivs av en myndighet. Dessutom framstår det enligt kommitténs bedömning som att den nuvarande ordningen i detta avseende fungerar väl, även om en åtskillnad mellan övervaknings- och driftsfunktionen inte kan tillämpas på högsta ledningsnivå inom Riksbanken utan endast på enhets- och avdelningsnivå. Det förhållandet att Riksbanken har till uppgift att driva ett mycket viktigt system för betalningsavveckling utan att stå under tillsyn är dock något som bör beaktas inom ramen för den demokratiska granskningen av Riksbanken.

Att övervaka ett system är mindre långtgående än att utöva tillsyn över det finansiella företaget som driver systemet. Att Riksbanken tilldelas en övervakande roll innebär inte att Riksbanken ska utöva sådan tillsyn som utövas av Finansinspektionen. Exempelvis har inte Riksbanken rätt att besluta om ingripande eller sanktioner mot ett finansiellt företag som inte följer de regler som gäller för verksamheten.¹⁹ I övervakningsuppgiften ingår dock att verka för att identifiera risker i betalningssystemen som kan leda till allvarliga störningar och vidta åtgärder för att förebygga dem. Särskilt angeläget är att analysera hur olika delar av det finansiella systemet hänger samman och hur risker i en verksamhet kan sprida sig till andra delar av det finansiella systemet. I likhet med den makrotillsynsuppgift som Finansinspektionen har avser således den nu aktuella övervakningen risker som påverkar mer än ett enskilt företag.

Om Riksbanken identifierar sårbarheter eller risker, bör Riksbanken uppmärksamma exempelvis Finansinspektionen, allmänheten eller infrastrukturföretaget på dessa, beroende på vad som är mest ändamålsenligt. Riksbanken bör dock inte tilldelas några befogenheter att besluta om sanktioner mot finansiella företag, utöver sådana ekonomiska konsekvenser som kan följa av regelverket för RIX-systemet.

Övervakning som avser annat än betalningar

Riksbanken övervakar 2019 även andra delar av den finansiella infrastrukturen än betalningssystem och andra system för betalningsavveckling, med stöd av uppgiften att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.

Samhället i stort har ett intresse av att hela den finansiella infrastrukturen fungerar. På grund av de kopplingar som finns kan störningar i ett system sprida sig till andra delar av den finansiella infrastrukturen och vice versa. En sådan utveckling skulle kunna påverka den finansiella stabiliteten negativt. Genom sin kunskap om bl.a. RIX-systemet har Riksbanken mycket goda förutsättningar för att övervaka den finansiella infrastrukturen. Slutsatserna om vilka upp-

¹⁹ Angående jämförelsen mellan tillsyn och övervakning kan det nämnas att det sannolikt skulle vara den enhet som ansvarar för driften av RIX-systemet och inte den enhet som ansvarar för övervakningen av den finansiella infrastrukturen som handlägger ett beslut om att stänga av en deltagare från RIX-systemet.

gifter som är grundläggande för en centralbank och det centrala betalningssystemets roll som ett nav för det finansiella systemet talar också för att Riksbanken bör ha en sådan roll. Det är också vanligt förekommande att centralbanker i andra industrialiserade länder övervakar den finansiella infrastrukturen.

Som kommittén återkommer till i kapitel 24 har Riksbanken också som ett led i sin likviditetsstödande roll skäl att identifiera och förebygga sårbarheter och risker som kan leda till allvarliga störningar i det finansiella systemet. Med tanke på vilken betydelse som kartläggningen av risker för det finansiella systemet har för den finansiella stabiliteten, bör det framgå tydligt av lag att även den finansiella infrastrukturen ska övervakas. En uttrycklig bestämmelse bidrar också till att stärka det rättsliga stödet för Riksbankens verksamhet på detta område (jfr NOU 2017:13 s. 347).

Med den finansiella infrastrukturen avses de tekniska system inklusive de regler och rutiner som krävs för att göra betalningar och genomföra värdepapperstransaktioner. I den finansiella infrastrukturen ingår, förutom de tekniska system som behövs för att genomföra betalningar, värdepapperscentraler, system för avveckling av värdepapperstransaktioner, transaktionsregister och centrala motparter. Bestämmelsen om Riksbankens övervakning bör dock även innefatta verksamhet som drivs av andra juridiska personer och som är av särskild betydelse för den finansiella infrastrukturen. Anledningen till detta är att utvecklingen inom det finansiella systemet annars snabbt kan medföra att en uppräkningslag blir inaktuell. Det bör överlåtas till Riksbanken att, i dialog med övriga berörda myndigheter, avgöra vilka juridiska personer som berörs.

Beträffande begreppet övervakning hänvisas till det som anförs ovan om betalningssystem.

En sekretessbestämmelse i 30 kap. 4 § offentlighets- och sekretesslagen (2009:400) är tillämplig på Riksbankens övervakning.²⁰

Föreskriftsrätt

Den föreskriftsrätt som Riksbanken har i fråga om betalningssystem är begränsad till bankens eget system, dvs. för närvarande RIX-systemet (se 1 kap. 2 § fjärde stycket riksbankslagen och framställ-

²⁰ SOU 2013:6, s. 513.

ning 2003/04:RB3 s. 8 och 9). Finansinspektionen utövar inte någon tillsyn över RIX-systemet. Dessa förhållanden medför sammantaget att någon överlappning eller normkonflikt mellan föreskrifter utfärdade av Riksbanken respektive Finansinspektionen inte kan uppstå. Riksbanken bör även fortsättningsvis ha föreskriftsrätt avseende RIX-systemet eller motsvarande framtida system, låt vara att villkoren för RIX-systemet hittills har tagit formen av civilrättsliga avtalsvillkor snarare än föreskrifter.

Riksbanken bör dock inte ha rätt att reglera några finansiella infrastruktursystem som drivs av någon annan än banken, eftersom en sådan möjlighet skulle kunna föranleda normkonflikter i förhållande till Finansinspektionens föreskrifter (se dock kapitel 35 avseende föreskrifter om krisberedskap och höjd beredskap).

Samverkan

Enligt 4 kap. 3 § i den nuvarande riksbankslagen ska Riksbanken samråda med Finansinspektionen i viktigare frågor som har samband med betalningssystemets stabilitet eller berör Finansinspektionens tillsynsverksamhet. Vid ett sådant samråd ska Riksbanken lämna Finansinspektionen de uppgifter som behövs.

Finansinspektionen ska å sin sida, enligt förordningen (2009:93) med instruktion för Finansinspektionen, samråda med Riksbanken bl.a. i viktigare frågor som har samband med betalningssystemets stabilitet eller som berör Riksbankens ansvar för betalningsväsendet. Vid ett sådant samråd ska Finansinspektionen lämna Riksbanken de uppgifter som behövs.

I avsnitt 24.4 lämnas förslag angående samverkan mellan Riksbanken och andra myndigheter i fråga om det finansiella systemet.

Uppgiftsskyldighet

Uppgiftsskyldighet för bl.a. finansiella företag berörs i avsnitt 36.1.

21.4 Referenser

- Andersson, M., G. Guibourg och B. Segendorf (2001), ”Riksbankens roll som övervakare av den finansiella infrastrukturen”, *Penning- och valutapolitik* 2001:3, s. 5–19. Riksbanken.
- Billborn, J. (2018), Riksbankens övervakning av den finansiella infrastrukturen, *Ekonomiska kommentarer* 2018:7, Riksbanken.
- CPSS-Iosco (2012), *Principles for financial market infrastructures*, Committee on Payments and Settlement Systems, april. Bank of International Settlements.
- Finansinspektionen (2008), *Ansvaret för betalningssystemet*, rapport 2008:10, 21 april.
- Finansinspektionen och Riksbanken (2014), *Utvärdering av Riksbankens och Finansinspektionens övervaknings- och tillsynsarbete av den finansiella infrastrukturen*, Internrevisionsavdelningen vid Sveriges Riksbank och Finansinspektionen, 27 mars.
- Riksbanken (1997), *Finansmarknadsrapport* nr 1.
- Riksbanken (2012), *Riksbankens övervakning av den finansiella infrastrukturen*, 30 maj.
- Riksbanken (2018), *Villkor för RIX-systemet och penningpolitiska instrument*, februari.
- SOU 2013:6, *Att förebygga och hantera finansiella kriser*.

22 Generellt likviditetsstöd

22.1 Inledning

22.1.1 Bakgrund

De finansiella företagen sköter i normala tider sin finansiering i huvudsak utan inblandning från centralbanken, vilket beskrivs mer ingående i avsnitt 7.4. Det är en effektiv lösning som bygger på förtroende för de finansiella företagen och värdet på de tillgångar som de kan ställa som säkerheter. De finansiella företagen kan dock drabbas av störningar som kan få stora realekonomiska effekter och som därför kräver extraordinära åtgärder.

Erfarenheterna från den globala finanskrisen visade att regelverken inte begränsade den finansiella sektorns risktagande i tillräcklig utsträckning, bl.a. då graden av självförsäkring, i termer av kapital- och likviditetsbuffertar, var för liten. Följden har blivit att de förebyggande verksamhetsregler som företagen ska följa har skärpts. Betydligt större fokus än tidigare har riktats mot risker som de finansiella företagen utsätter det finansiella systemet och realekonomin för. Den globala finanskrisen påminde om att även solida företag kan få likviditetsproblem. Det har därför införts särskilda likviditetskrav tillsammans med förstärkta krav på institutens likviditetshantering. Likviditetsregleringen syftar till att instituten ska ha beredskap för att hantera likviditetsproblem som kan uppkomma.

Utgångspunkten är alltså att instituten ska vara bättre rustade för att själva hantera likviditetsstörningar. Det vore dock inte ändamålsenligt att ställa så hårda krav att löptidsomvandling omöjliggörs, eftersom den funktionen är en viktig förutsättning för att det finansiella systemet ska kunna fullgöra sina grundläggande funktioner. Följaktligen kan det inte uteslutas att likviditetskriser uppkommer även i framtiden. Samhället behöver därför ha beredskap för att kunna hantera sådana kriser. För att detta ska kunna ske effektivt behöver

statliga myndigheter tilldelas befogenheter att agera för att stoppa likviditetskriser från att sprida sig och – i värsta fall – framkalla soliditetskriser med än allvarligare effekter på det finansiella systemets förmåga att fullgöra sina samhällsviktiga uppgifter.

Som kommittén fastslår i avsnitt 4.6 har centralbanken en unik möjlighet att tillföra likviditet i form av centralbankspengar till det finansiella systemet. Där konstateras också att det är en grundläggande uppgift för en centralbank att i tider av oro erbjuda krediter i det egna betalningsmedlet. I detta kapitel beskrivs mer i detalj hur likviditetsstöd från Riksbanken kan motverka en systemomfattande likviditetskris och hur den uppgiften bör utformas i den nya riksbankslagen.

Med generellt likviditetsstöd avses i detta betänkande sådant stöd som riktas till en viss grupp finansiella företag eller marknader för att motverka att företagets finansiering till följd av någon störning inte fungerar alls eller kärvar. Stödet ska erbjudas på samma villkor till alla företag inom den identifierade gruppen. Syftet är att motverka en systemomfattande likviditetskris. Som exempel på begrepp som används internationellt i samband med likviditetsstöd som ges vid marknadsstörningar kan nämnas bl.a. ”market-wide shock” och ”market-wide stress”¹ ”ELA to the system as a whole” (”systemic ELA”)², ”liquidity to the system”³ och ”system-wide liquidity”⁴.

Syftet med generellt likviditetsstöd skiljer sig från syftet med penningpolitiska åtgärder. I kapitel 18 föreslår kommittén att Riksbanken tilldelas ett antal befogenheter som får användas i penningpolitiskt syfte. Dit hör bl.a. att ge krediter mot betryggande säkerheter och ingå återköpsavtal. Kommittén noterar i avsnitt 18.11.1 att dessa förslag, utöver kravet på betryggande säkerheter, inte innebär någon restriktion när det gäller villkoren (räntesats, volym och längd) på de krediter som Riksbanken erbjuder finansiella företag. Utformningen av sådana krediter kan variera beroende på vilken situation som råder. De kan utformas för att påverka den förväntade styrrentan på längre sikt och därigenom uppnå önskvärd penningpolitisk stimulans. Krediter på längre horisonter kan också erbjudas i penningpolitiskt syfte för att motverka att en begränsad oro på inter-

¹ Se t.ex. Bank of England (2015). Bertsch och Molin (2016) använder liknande begrepp.

² IMF (2016b), s. 6 och 35.

³ IMF (2016a) s. 8.

⁴ IMF (2018b). I Bertsch och Molin (2016) förekommer också begreppet ”market-wide liquidity support” och liknande formuleringar.

bankmarknaden leder till ökade riskpremier och därigenom hindrar att den förda penningpolitiken får önskat genomslag. Det kan dock uppkomma situationer då en stor oro på de finansiella marknaderna innebär att livskraftiga finansiella företag får problem med att finansiera sin verksamhet. När en sådan situation riskerar att hota det finansiella systemets grundläggande funktioner kan Riksbanken i stället ge generellt likviditetsstöd. Detta kapitel behandlar Riksbankens befogenheter att vidta åtgärder utanför det penningpolitiska ramverket, dvs. att ge generellt likviditetsstöd då det huvudsakliga syftet med åtgärden är att bidra till finansiell stabilitet. Gränsdragningen mellan åtgärder som Riksbanken vidtar i finansiellt stabilitetssyfte och åtgärder som vidtas i penningpolitiskt syfte behandlas i kapitel 25.

22.1.2 Kommitténs uppdrag och utgångspunkter

Enligt kommittédirektiven ska kommittén överväga om Riksbankens möjlighet att ge likviditetsstöd, vilket enligt den nuvarande riksbankslagen endast får ske i penningpolitiskt syfte, bör förtydligas. I direktiven står följande (kommitténs kursivering):

Genom detta system (RIX) kan Riksbanken tillföra likviditet till det finansiella systemet *som helhet*. Det finns dock inte i riksbankslagen eller i dess förarbeten en exakt beskrivning av hur Riksbankens uppgifter på detta område *ska ses i förhållande till arbetet för finansiell stabilitet i stort*.

Direktiven betonar alltså behovet av att beskriva hur tillförsel av likviditet till det finansiella systemet som helhet relaterar till arbetet för finansiell stabilitet. Att Riksbanken bör kunna ge likviditetsstöd i syfte att värna finansiell stabilitet är något som diskuterats i olika sammanhang (se avsnitt 20.5). I detta kapitel analyseras därför inte endast behovet av att kunna ge stöd för att motverka systemomfattande likviditetskriser utan också om det finns skäl att i den nya riksbankslagen uttryckligen koppla sådana stödåtgärder till Riksbankens arbete med att bidra till finansiell stabilitet.

I avsnitt 20.8 redovisar kommittén ett antal utgångspunkter för analysen av Riksbankens uppgifter inom finansiell stabilitet. Dessa utgångspunkter är relevanta vid den analys som görs av utformningen av Riksbankens befogenheter att ge generellt likviditetsstöd.

En annan utgångspunkt för analysen är att privata aktörer inte kan lösa systemomfattande likviditetskriser. En sådan systemkris kan betraktas som ett marknadsmisslyckande. I detta kapitel beskrivs hur staten, framför allt genom centralbanken, kan bidra till att lösa ett sådant marknadsmisslyckande.

Ytterligare en utgångspunkt för analysen är att lagstiftningen inte i detalj ska föreskriva hur Riksbanken ska utforma generella likviditetsstöd. Centralbanker världen över har valt att utforma sina stöd på olika sätt. Hur likviditetsstödet bör utformas i Sverige i framtiden beror bl.a. på hur den finansiella sektorn utvecklas. Riksbankslagen bör därför ge Riksbanken ett tillräckligt mått av flexibilitet när det gäller utformningen av stöden. Samtidigt behöver Riksbankens befogenheter framgå tydligt i den nya riksbankslagen, inklusive deras begränsningar.

22.1.3 Disposition

I avsnitt 22.2 ges en översiktlig internationell utblick och en beskrivning av unionsrätten. Därefter behandlas om Riksbanken ska ges mandat att ge generellt likviditetsstöd i finansiellt stabilitets syfte, se avsnitt 22.3. I avsnitt 22.4 beskrivs sedan ansvarsfördelningen mellan Riksbanken och Riksgäldskontoret.

I avsnitt 22.5 beskrivs ett antal principiella utgångspunkter för Riksbankens likviditetsstödjande åtgärder. I avsnitt 22.6 analyseras sedan hur syftet med Riksbankens åtgärder ska formuleras, bl.a. genom att jämföra när s.k. förebyggande statligt stöd får ges av Riksgäldskontoret. De konkreta befogenheter som Riksbanken föreslås ha beskrivs i avsnitt 22.7. I avsnitt 22.8 behandlas vissa särskilda likviditetsfaciliteter som Riksbanken föreslås få tillhandahålla.

22.2 Internationell utblick och unionsrätten

22.2.1 Internationell utblick

Kommittén har gjort en internationell utblick för att få en uppfattning om vilka typer av verktyg som andra centralbanker erbjuder som svar på systemomfattande likviditetskriser. Den internationella utblicken omfattar sex centralbanker, nämligen ECB och central-

bankerna i Storbritannien, Kanada, USA, Norge och Nya Zealand (se appendixet till detta kapitel).

Likviditetsstödjande åtgärder kan i vissa fall vidtas inom ramen för penningpolitiken. Exempelvis har ECB inte något mål avseende finansiell stabilitet och inga medel som specifikt kopplas till detta område, utanför dess ansvar för finansiell tillsyn. De åtgärder som ECB vidtar – och vidtog under den globala finanskrisen – baserade sig på dess mål för penningpolitiken och de verktyg den tilldelats för att uppfylla det målet. Beträffande stöd som faller utanför ECB:s penningpolitiska ramverk hänvisas till appendixet till kapitel 23.

Andra centralbanker har fått mandat att vidta åtgärder i finansiell stabilitetssyfte. Exempelvis har Bank of England etablerat ett antal likviditetsstödjande faciliteter kopplat till sitt ansvar för finansiell stabilitet. Bank of Canada har i sitt ramverk identifierat åtgärder för att motverka marknadsvid stress.

Vilka likviditetsstödjande åtgärder som förekommer, berörs i avsnitt 22.7, i anslutning till analysen av vilka befogenheter som Riksbanken bör ha.

22.2.2 Unionsrätten

Det finns bestämmelser i unionsrätten som sätter gränser för vilka uppgifter som Riksbanken kan tilldelas och hur de ska utformas. De uppgifter som analyseras i detta kapitel, likviditetsstödjande åtgärder i finansiellt stabilitetssyfte (dvs. inte i penningpolitiskt syfte) för att motverka systemomfattande likviditetskriser är inte en ECBS-relaterad uppgift som anges i fördraget (se avsnitt 12.4).⁵

En medlemsstat får emellertid tilldela sin nationella centralbank andra uppgifter än de som räknas upp i fördraget (nationella uppgifter) under förutsättning att de utförs på den nationella centralbankens eget ansvar och egen risk (artikel 14.4 i ECBS-stadgan). Ett typexempel på sådana uppgifter är uppgiften att ge nödkredit. Sådana uppgifter får dock bara ges till centralbanken om inte ECB-rådet med en majoritet av två tredjedelar av de avgivna rösterna finner att dessa uppgifter strider mot ECBS mål och funktioner. Hänsyn be-

⁵ Kommittén gör en åtskillnad mellan penningpolitiska åtgärder och åtgärder som syftar till att bidra till stabilitet och effektivitet i det finansiella systemet. I avsnitt 12.4 gör kommittén bedömningen att det institutionella oberoendet (instruktionsförbudet) i unionsrätten inte avser frågor som är hänförliga till att värna den finansiella stabiliteten allmänt sett.

höver exempelvis tas till EUF-fördragets förbud mot monetär finansiering och krav på oberoende.

Det finns även andra unionsrättsliga bestämmelser som behöver beaktas. Dit hör framför allt statsstödsreglerna.

De unionsrättsliga regler som behöver beaktas beskrivs i avsnitt 23.5. De mer konkreta uttalanden som finns om centralbankers likviditetsstödande åtgärder utanför penningpolitiken rör nämligen främst nödkrediter, som behandlas i det kapitlet. Under den globala finanskrisen gavs också i vissa medlemsstater sådant stöd till hela banksystem.⁶ Även om alla uttalanden inte direkt avser generellt likviditetsstöd i finansiellt stabilitetssyfte, ger de vägledning även för krediter och andra generella likviditetsstödande åtgärder.

I det följande anges vilka krav som enligt den nya riksbankslagen – dvs. ur ett svenskt perspektiv – måste vara uppfyllda för att Riksbanken, utanför det penningpolitiska ramverket, ska få ge generellt likviditetsstöd. Kommittén bedömer att de uppgifter som Riksbanken tilldelas i det följande, som sådana inte strider mot artikel 14.4 i ECBS-stadgan och eller andra unionsrättsliga regler (t.ex. statsstödsreglerna och förbudet mot monetär finansiering). Det är dock varken möjligt eller lämpligt att i detalj reglera de närmare villkoren för generellt likviditetsstöd. Det överlämnas i stället till Riksbanken att, inom lagens ramar, välja åtgärd, hur åtgärden ska utformas (t.ex. vilka säkerheter som accepteras eller vilka ränta som ska tas ut) och vem som får ta del av den. När Riksbanken gör det måste den också pröva åtgärderna mot de unionsrättsliga reglerna.⁷ Hur de tolkas kan förändras över tid, exempelvis till följd av EU-domstolens domar. Huruvida en viss åtgärd är förenlig med unionsrätten beror alltså på lagen i kombination med de närmare villkor som Riksbanken beslutar om för åtgärden. Det är en följd av att Riksbanken ges viss flexibilitet.

⁶ Praet (2016).

⁷ Det kan exempelvis innebära en anmälan av en åtgärd till ECB enligt artikel 14.4 i ECBS-stadgan eller till kommissionen inom ramen för statsstödsregelverket.

22.3 Riksbankens mandat

Kommitténs bedömning: Det bör framgå uttryckligen av den nya riksbankslagen att Riksbanken får ge generellt likviditetsstöd i finansiellt stabilitetssyfte.

Som berörs i avsnitten 20.4 och 20.6 har Riksbanken enligt den nuvarande riksbankslagen inte något uttryckligt mandat avseende finansiell stabilitet. Enligt Riksbankens tolkning av uppgiften att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende innebär uppgiften i praktiken ett ansvar för att främja stabiliteten i det finansiella systemet.

Det framgår inte heller uttryckligen av nuvarande riksbankslag att Riksbanken får ge kredit eller vidta andra åtgärder för att motverka en systemomfattande likviditetskris som hotar den finansiella stabiliteten. Riksbanken agerade dock under den globala finanskrisen som sista låneinstans bl.a. genom att ge krediter mot säkerheter. För detta använde Riksbanken de verktyg som enligt den nuvarande riksbankslagen får användas i penningpolitiskt syfte (6 kap. 5 § riksbankslagen).⁸

Det ingår i kommitténs uppdrag att överväga om Riksbankens möjligheter att ge likviditetsstöd för att motverka systemomfattande likviditetskriser, vilket i dag endast får ske i penningpolitiskt syfte, bör förtydligas. I detta avsnitt tar kommittén ställning till denna fråga på ett övergripande plan.

Riksbankens roll vid en systemomfattande likviditetskris

Som beskrivs i avsnitt 7.4 kan en systemomfattande likviditetskris börja med en oro för att en eller flera typer av underliggande säkerheter inte håller måttet. Det skulle exempelvis kunna resultera i en bankpanik. Förhållanden som bidrar till att likviditetsförsörjningen till det finansiella systemet fungerar effektivt i normala tider – kortfristiga lån, avsaknad av incitament att undersöka säkerheter-
nas värde och finansiella aktörers inbördes exponering – blir då en nackdel som kan utlösa snabba, destruktiva förlopp. Det beror på att de privata aktörerna inte tillräckligt snabbt och effektivt kan avgöra om oron är berättigad. Den mängd tillgångar som uppfattas som

⁸ Riksbanken gav också nödkrediter, se kapitel 23.

säkra⁹ minskar därför drastiskt. Samtidigt innebär oron en ökning i efterfrågan på likvida (och säkra) tillgångar.

Riksbanken behöver däremot inte oroa sig för att själv få likviditetsproblem eftersom den i egenskap av centralbank kan skapa den mest likvida tillgången, nämligen betalningsmedel. En centralbank kan inte ha brist på likvida tillgångar i den egna valutan. Det är den fundamentala förklaringen till att en centralbank kan lösa en systemomfattande likviditetskris.¹⁰ Centralbanken kan låna ut centralbankspengar, vilka är både likvida och säkra, mot säkerhet i form av de tillgångar som marknaden har börjat tvivla på. Den ökande mängden centralbankspengar kompenserar för det lägre utbudet av privata likvida tillgångar som likviditetskrisen medfört. Annorlunda uttryckt ersätter centralbanken tillgångar som till följd av krisen blivit illikvida på marknaden med centralbankspengar. Denna intervention syftar till att återskapa förtroendet på marknaden så att den på nytt kan fungera effektivt. Utöver att förse marknaden med säkra och likvida tillgångar visar också centralbanken, genom att acceptera illikvida tillgångar som säkerhet, att den hyser tilltro till de tillgångar marknaden för tillfället är tveksam till. Detta kan bidra till att på nytt göra en tillgång likvid, vilket i sin tur kan få andra aktörer att vara beredda att på nytt börja hålla den. Centralbanken ger samtidigt marknaden tid att värdera vilka tillgångar som alljämt är säkra, vilket bidrar till att förtroendet successivt kan återvända.

Om Riksbanken lånar ut i svenska kronor till en deltagare som har konto i Riksbanken hamnar medlen på låntagarens konto i Riksbanken. De kan sedan utan fördröjning användas av låntagaren för att göra betalningar.¹¹ Genom sin utlåning kan Riksbanken bidra till att i grunden sunda företag inte fallerar till följd av att likviditetsproblem utvecklas till soliditetsproblem för enskilda företag och i förlängningen för hela det finansiella systemet.¹² När Riksbanken

⁹ Beträffande innebörden av begreppet ”säkra tillgångar” i detta betänkande hänvisas till avsnitt 7.4.

¹⁰ Se avsnitt 4.6 och referenser däri.

¹¹ Att finansiella aktörer väljer att avveckla fordringar mellan varandra i centralbankspengar beror på att de har förtroende för centralbanken och att privata alternativ har flera nackdelar. Se avsnitt 5.2 för en diskussion om orsaker till att denna roll för centralbanken växte fram under andra halvan 1800-talet och har bestått sedan dess. Se även avsnitt 4.4 för en beskrivning av denna grundläggande uppgift.

¹² Resonemanget förutsätter att låntagaren har konto i Riksbanken vilket inte nödvändigtvis behöver vara fallet. Om ett generellt likviditetsstöd ges till någon som saknar konto i Riksbanken, hamnar utbetalningen av likviditetsstödet på ett konto i Riksbanken som innehas av

ger likviditetsstöd kan ett räntepåslag göras i förhållande till aktuell styrränta.

Det bör också noteras att även om centralbanken endast lånar ut till banker och andra kreditinstitut hjälper åtgärden indirekt även icke-finansiella företag. Centralbankens uppgift är att i egenskap av bankernas bank förse banker och andra kreditinstitut med likviditet vid behov. Banker och andra kreditinstitut förser i sin tur andra aktörer med likviditet.

Att Riksbanken ger stöd vid systemomfattande likviditetskriser är, om stödet är rätt utformat, en samhällsekonomisk effektiv lösning. Det är både svårt och ineffektivt för den privata sektorn att ha en så stor likviditetsbuffert att statliga ingrepp aldrig kommer behövas. Det är heller inte effektivt att Riksbanken alltid agerar som långivare utan det är mer effektivt att bankerna lånar av varandra på interbankmarknaden. En annan sak är att Riksbanken får bistå med likviditet i två andra avseenden, nämligen genom intradagskrediter för att främja ett väl fungerande betalningssystem (se avsnitt 21.2) och som ett led i implementeringen av penningpolitiken, se avsnitt 18.11.

Riksgäldskontorets roll vid en systemomfattande likviditetskris

I Sverige har Riksgäldskontoret verktyg som kan användas för att motverka likviditetskriser som drabbar det finansiella systemet (se avsnitt 8.3. Dessa verktyg användes också under den globala finanskrisen.¹³

Riksgäldskontoret får *för det första* i samråd med Riksbanken ta upp lån till staten för att tillgodose behovet av statslån med olika löptider. Syftet med åtgärden är att ge banker tillgång till statspapper som de kan använda som säkerhet för lån i ett läge där normalt säkra tillgångar inte godtas av bankernas långivare. Det syftet kan uppnås genom att Riksgäldskontoret lånar ut de medel som lånas upp via omvända repor mot säkerhet i t.ex. säkerställda obligationer. Riksgäldskontoret tar ut en marginal genom att räntan på repen är högre än statens egen upplåningsränta.

mottagarens likvidbank (korrespondentbank). Likvidbanken sätter i sin tur in medlen på låntagarens konto i likvidbanken och medlen kan sedan användas för att initiera betalningar (så länge som likvidbanken är solid).

¹³ För en mer ingående beskrivning av Riksgäldskontorets åtgärder under finanskrisen, se SOU 2013:6 (kapitel 5).

Bankernas kassamässiga ställning förblir opåverkad efter Riksgäldskontorets åtgärder enligt ovan, men de har i ett sådant fall fått tillgång till statsobligationer som kan användas som säkerhet för att förlänga kortfristiga lån från privata motparter. Detta gör det möjligt för bankerna att förlänga kort finansiering och bidrar därför till att en drastisk kreditåtstramning från bankerna kan undvikas. Syftet att tillfredsställa efterfrågan på säkra tillgångar uppnås i det här fallet genom att mängden statspapper tillfälligt utökas.¹⁴

Åtgärden gör att staten tar över kreditrisken i säkerställda obligationer, men i ett läge där den här typen av åtgärd är aktuell är kreditrisken som regel låg. Krisen torde bero på en störning som ökat osäkerheten utan att de underliggande riskerna nödvändigtvis har ändrats. Staten tar i en sådan situation ingen nämnvärd risk. Tvärtom gör staten en insats för att motverka ett marknadsmisslyckande.

Slutresultatet blir från bankens synpunkt i stort detsamma som vid stöd via lån mot säkerhet från Riksbanken. Staten (i detta fall via Riksgäldskontoret) tar tillfälligt över tillgångar som blivit illikvida och ersätter dessa med likvida tillgångar i form av statspapper. Skillnaden är att Riksbanken tillhandahåller betalningsmedel medan Riksgäldskontoret erbjuder statspapper som enkelt kan förvandlas till betalningsmedel. Även från statens synpunkt blir utfallet likartat. Både Riksgäldskontoret och Riksbanken tar ut ett räntepåslag som kompenserar för risken och säkerställer att banker inte använder denna möjlighet annat än när de verkligen har behov av likviditetsstöd.

Riksgäldskontoret får, *för det andra*, i egenskap av stödmyndighet och efter godkännande av regeringen, garantera livskraftiga kreditinstituts nyemitterade skulder inom ramen för avtal som ingås under s.k. garantiprogram (förebyggande statligt stöd). En statlig garanti kopplad till ett värdepapper utgivet av en bank gör att investeraren kan se papperet som en lika säker tillgång som ett statspapper. Resultatet blir även i detta fall att privata aktörers efterfrågan på säkra tillgångar tillmötesgår.¹⁵ Staten tar över kreditrisken via garantin men den är i normalfallet liten eftersom det ställs krav på att företaget är solitt och livskraftigt. Staten tar dessutom betalt för garantin

¹⁴ Begreppet säkra tillgångar behandlas i avsnitt 7.4. Där framgår att statspapper i normalfallet är en säker likvid tillgång. Om det finns ett grundmurat förtroende för att staten kan återbetala sina skulder är statspapper säkra även vid stora störningar. Det kan dock finnas scenarier där statens betalningsförmåga ifrågasätts. Om statspapper inte betraktas som säkra påverkar det effektiviteten i de åtgärder som Riksgäldskontoret kan vidta.

¹⁵ Det kan dock finnas scenarier där statens betalningsförmåga ifrågasätts.

på motsvarande sätt som i samband med extra emissioner av statspapper.

En jämförelse mellan Riksbankens och Riksgäldskontorets verktyg

Av beskrivningen ovan framgår att både Riksbanken och Riksgäldskontoret skulle kunna vidta åtgärder för att motverka allvarliga störningar i likviditetstillförseln till det finansiella systemet.

Det finns dock enligt gällande rätt skillnader mellan vilka åtgärder respektive myndighet kan vidta och vilken typ av företag som kan få stöd. Riksgäldskontoret har exempelvis inte möjlighet att ge kredit. Riksbanken har å sin sida inte nödvändigtvis tillgång till statspapper.

Båda myndigheternas åtgärder har dock liknande effekter för kreditinstitutens likviditetssituation och bidrar därför till att återställa marknadens förtroende och minska spridningsrisken. De metoder som Riksgäldskontoret och regeringen kan använda sig av – t.ex. garantiprogram – kräver dock transaktioner i flera led för att få till stånd den önskade tillförseln av betalningsmedel och tar längre tid att implementera än Riksbankens likviditetsstöd.

Det som är unikt för Riksbanken i egenskap av centralbank är dess möjlighet att snabbt producera en i princip obegränsad mängd centralbankspengar. Eftersom Riksbanken aldrig kan få likviditetsproblem i svenska kronor kan Riksbanken tillföra centralbankspengar mot säkerhet i tillgångar som är mindre likvida och inneha dem under längre tid.¹⁶

Riksbanken skulle emellertid även på andra sätt kunna öka likviditeten på marknaden i samband med sin kreditgivning. Under den globala finanskrisen gjorde Riksbanken det genom att utvidga motparts-kretsen och genom att utöka antalet instrument som accepterades som säkerheter.¹⁷ Att bredda kretsen säkerheter innebär att företagen kan använda mindre säkra värdepapper som säkerheter för att låna av Riksbanken. Det ökar bankernas möjligheter att få lån från Riksbanken och stärker på så sätt genomslaget av likviditetsstödet. Riksbanken kan kompensera riskökningen genom att ta ut ett större värderingsavdrag på sådana värdepapper.

¹⁶ Bindseil m.fl. (2017).

¹⁷ Även Federal Reserve utvidgade motparts-kretsen, men däremot inte ECB.

Skälen för kommitténs bedömning

Skillnaden mellan Riksgäldskontoret och Riksbanken ligger i första hand i den smidighet med vilken Riksbanken i kraft av sin ställning som producent av slutliga betalningsmedel (centralbankspengar) kan ge likviditetsstöd. Eftersom smidighet och snabbhet kan vara absolut nödvändigt under en finanskris, betyder det att Riksbankens möjlighet att vidta åtgärder kan vara avgörande för en effektiv krishantering. Detta är en viktig utgångspunkt för den nya riksbankslagen. Som beskrivs ovan finns det en stark koppling mellan fungerande likviditetstillförsel och finansiell stabilitet. Att det finansiella systemet är stabilt och effektivt är av avgörande betydelse för realekonomin. Givet den centrala roll som Riksbanken har vid hanteringen av en finanskris, bör det förtydligas att Riksbanken får vidta likviditetsstödjande åtgärder för att motverka en systemomfattande likviditetskris som hotar den finansiella stabiliteten, även när åtgärderna behöver vidtas utanför Riksbankens penningpolitiska uppdrag.

Sammanfattningsvis bör det alltså framgå av riksbankslagen att Riksbanken får ge generellt likviditetsstöd i finansiellt stabilitets-syfte. Hur denna uppgift ska komma till uttryck i riksbankslagen behandlas i avsnitten 22.6 och 22.7. Gränsdragningen mellan åtgärder som vidtas i penningpolitiskt syfte och de som vidtas i finansiellt stabilitets-syfte behandlas i kapitel 25.

Det bör avslutningsvis understrykas att de åtgärder som Riksbanken vidtar endast ska vara likviditetsstödjande. Riksbanken får inte ge stöd som förbättrar företagets soliditet. Företag med bristande soliditet ska i stället i förekommande fall hanteras av Riksgäldskontoret i dess egenskap av resolutionsmyndighet och stödmyndighet. Frågor som rör likviditetsstöd till företag i resolution behandlas i avsnitt 23.8.

22.4 Ansvarsfördelningen mellan Riksbanken och Riksgäldskontoret

Kommitténs bedömning: Riksbanken bör ha ett särskilt ansvar för likviditetsstöd till det finansiella systemet i samband med en likviditetskris.

I det föregående har det konstaterats att både Riksbanken och Riksgäldskontoret kan, och i framtiden bör kunna, vidta åtgärder för att motverka systemomfattande likviditetskriser. Att fördela verktyg mellan Riksbanken och Riksgäldskontoret efter respektive myndighets funktion, utan att tilldela någon av dem ett särskilt ansvar, skulle dock kunna leda till oavsedda fördröjningar vid hanteringen av en kris. I det särskilda ansvaret ingår, förutom att bidra med likviditet, att löpande analysera behovet av likviditetsstöd och risker som kan leda till en likviditetskris i ett senare skede samt att informera andra berörda myndigheter om analyser och bedömningar. Det särskilda ansvaret skapar förutsättningar för ett snabbt och träffsäkert agerande som kan bidra till att avvärja eller åtminstone mildra en kris.

Någon av myndigheterna bör därför ha ett särskilt ansvar för att likviditetstillförseln till det finansiella systemet fungerar i en kris-situation, dvs. för att vidta åtgärder i syfte att motverka effekter av störningar i densamma och bidra till att orsakerna till störningarna snarast möjligt undanröjs. Enligt kommitténs bedömning bör det vara Riksbanken som har detta ansvar. Det avgörande argumentet för den bedömningen är Riksbankens möjlighet att snabbt tillföra centralbankspengar när det behövs och dess centrala roll i betalningssystemet där likviditetsproblem ytterst kommer till uttryck.

Kommittén har också vägt in att likviditetshandling är ett naturligt inslag i Riksbankens övriga verksamhet. Riksbanken tar löpande emot inlåning, ger ut certifikat, ger intradagskrediter till deltagare i RIX-systemet och hanterar de säkerheter som låntagarna ställer i samband med transaktionerna med Riksbanken. De uppgifter som Riksbanken utför kan därför genomföras utan att Riksbanken behöver bygga upp en ny organisation för att hantera säkerheter etc. I sammanhanget bör det nämnas att Riksbanken genom sina dagliga transaktioner och kontakter med deltagare i RIX och penningpolitiska motparter, via sin löpande analys av finansmarknaden samt genom sitt samarbete med andra centralbanker, har goda förutsättningar att tidigt identifiera eventuella störningar på marknaden. Kommittén återkommer i avsnitten 24.2 och 24.3 till Riksbankens krisförebyggande och krisförberedande åtgärder.

Sammanfattningsvis anser kommittén att Riksbanken inom ramen för de befogenheter som den tilldelas i riksbankslagen bör ha ett särskilt ansvar för likviditetsstöd till det finansiella systemet i samband med en likviditetskris. Riksgäldskontorets åtgärder kommer

dock att kunna vara ett väsentligt komplement till Riksbankens åtgärder. De åtgärder som Riksbanken vidtar behöver beaktas av Riksgäldskontoret och vice versa.

22.5 Utgångspunkter för utformningen av Riksbankens generella likviditetsstöd

De likviditetsstödjande befogenheter som Riksbanken tilldelas måste ses i ett större sammanhang. Ytterst handlar det om att Riksbankens agerande som regel får både realekonomiska och offentligfinansiella konsekvenser. Dessutom är åtgärderna en del av en större finansiell stabilitetsregim inom vilken Riksbankens åtgärder behöver samspela både med krisförebyggande åtgärder beslutade av Finansinspektionen och med krishanteringsåtgärder beslutade av Riksgäldskontoret eller regeringen. Hänsyn behöver också tas till åtgärder som vidtas i utlandet.

I avsnitt 20.8 redovisar kommittén ett antal ställningstaganden som styr kommitténs bedömning av Riksbankens uppdrag avseende finansiell stabilitet, bl.a. Riksbankens likviditetsstödjande roll. Med utgångspunkt från dessa ställningstaganden beskriver kommittén i det följande några ytterligare övergripande principer som mer konkret vägleder analysen av hur Riksbankens mandat att vidta generella likviditetsstödjande åtgärder ska utformas och dess relation till andra statliga aktörer. Kommittén beaktar sedan dessa principer i de konkreta förslag som den lämnar i avsnitten 22.6 och 22.7.

Generellt likviditetsstöd blir aktuellt vid ett marknadsmisslyckande

Under normala förhållanden sköter i stort de privata aktörerna själva sin finansiering och statens inblandning i deras finansiering är relativt begränsad.¹⁸

¹⁸ Riksbanken ger dock även i normala tider krediter inom ramen för driften av RIX-systemet och som en del i penningpolitiken. Vidare sker finansieringen enligt de lagar som beslutats av riksdagen och enligt andra författningar. För att säkerställa att de finansiella aktörerna följer dessa regler står de också under tillsyn av Finansinspektionen. Varken regelverken eller tillsynen anger dock i detalj hur företagen ska bedriva sin verksamhet eller hantera sin finansiering.

Det finansiella systemet kan dock utsättas för störningar som gör det nödvändigt för staten att vidta extraordinära åtgärder. Som beskrivs i avsnitt 7.4 förmår marknaden inte lösa en systemomfattande likviditetskris på egen hand vilket kan betraktas som ett marknadsmisslyckande. Riksbanken bör agera bara när det föreligger ett sådant marknadsmisslyckande. Av det följer att Riksbanken bör ge generellt likviditetsstöd för att motverka effekter av marknadsstörningar bara när privata lösningar inte längre är möjliga eller lämpliga för att hantera de problem som föreligger. Riksbankens likviditetsstöd bör alltså fungera som en sorts försäkring till det finansiella systemet när marknaden inte fungerar.

Riksbankens åtgärder ska vara proportionerliga

När det är nödvändigt att vidta statliga åtgärder bör de anpassas till behoven. Det ska alltså finnas en balans mellan mål och medel, se även avsnitt 13.5 beträffande den proportionalitetsprincip som föreslås gälla för Riksbanken. Av proportionalitetsprincipen följer att åtgärderna ska antas leda till det avsedda resultatet och inte vara mer långtgående än vad som behövs. Det betyder att de åtgärder som Riksbanken vidtar ska vara ägnade att lösa de problem som föreligger. När Riksbanken ger stöd för att säkerställa att det finansiella systemets grundläggande funktioner kan upprätthållas, ska stöden ges till den typ av företag som bedöms vara centrala för att dessa funktioner ska kunna upprätthållas och på villkor som gör att målet uppnås. Vidare får åtgärden vidtas bara om det avsedda resultatet står i rimligt förhållande till de kostnader och risker som åtgärden medför för Riksbankens och statens finanser. Kravet på rimlighet begränsar Riksbankens handlingsutrymme endast på så sätt att det inte får föreligga ett klart missförhållande mellan de åtgärder som Riksbanken beslutar om och nämnda kostnader och risker. Bedömningen av om en åtgärd uppfyller proportionalitetsprincipen behöver göras vid beslutstillfället, och med utgångspunkt från de omständigheter som då är kända.

En finansiell kris innebär dock närmast per definition en oförutsedd och extraordinär situation. Det innebär att det är svårt att kalibrera insatser som genomförs mitt i ett akut krisförlopp så att de får avsedd effekt. För att återställa förtroendet på marknaden kan Riks-

banken behöva låna ut stora belopp till en bred krets företag. Erfarenheterna visar att det finns skäl att ”ta i ordentligt” för att minska den oro som finns. Det vore därför fel att i en krissituation kräva återhållsamhet och perfektion. Osäkerhet om effekten av en viss åtgärd ska inte hindra Riksbanken från att agera. Givet de valsituationer som Riksbanken ställs inför i en krissituation behöver den ha ett relativt stort utrymme för skönsmässig bedömning. Samtidigt följer det av proportionalitetsprincipen att Riksbanken också behöver ta hänsyn till åtgärder som andra svenska och utländska myndigheter vidtar.

Hänsyn behöver tas till moralisk risk, snedvridet urval och stigma

Företagens risktagande påverkas framför allt av den förebyggande regleringen i finansmarknadslagstiftningen. Företagens incitament och agerande kan dock påverkas även av andra regelverk och företagens förväntningar. Riksbankens likviditetsstödjande roll behöver därför utformas med beaktande av hur den påverkar företagens risktagande.

Vid utformningen av lagstiftningen behöver det exempelvis beaktas att Riksbankens generella likviditetsstöd kan påverka företagens incitament att förebygga likviditetsproblem (den moraliska risken). Så kan bli fallet om regelverket ger företagen incitament att öka sitt risktagande eftersom de tror eller vet att Riksbanken kommer att stödja dem på förhållandevis gynnsamma villkor om de får problem. De villkor som ställs upp i den nya riksbankslagen och av Riksbanken bör därför vara tillräckligt strikta, t.ex. såvitt avser säkerhetskraven. Den moraliska risken påverkas emellertid också av förväntningar om hur Riksbanken kommer att tillämpa regelverket och av förväntningar om att det kommer att bli lättnader i det vid en kris. Det talar för att regelverken, liksom Riksbankens agerande, bör vara tydliga och bidra till förutsägbarhet, så att de finansiella företagen och deras finansiärer vet åtminstone vilken typ av åtgärder som kan bli aktuella vid en kris och under vilka förutsättningar och på vilka villkor.¹⁹ Eftersom Riksbanken samtidigt behöver kunna anpassa åtgärderna efter omständigheterna, behöver den också ges utrymme

¹⁹ Tucker (2014).

att vara flexibel. Detta kan exempelvis lösas genom att Riksbanken är tydlig med vilka grundfaciliteter den tillhandahåller samtidigt som den har mandat att förändra dessa vid behov.

Om Riksbankens faciliteter är stigmatiserande²⁰ kommer företagen vid en kris välja att använda dem så sent som möjligt. Det ökar i sin tur risken för att problem sprider sig inom det finansiella systemet. Tydliga och förutsebara regler kan också – om de är tillräckligt strikta – minska risken för stigma. Stigma-problematiken är dock som regel ett större problem när det gäller nödkrediter än beträffande åtgärder som syftar till att motverka en systemomfattande likviditetskris. Det beror på att när en centralbank ger generellt stöd står det som regel klart för envar att problemen beror på yttre marknadsstörningar. Om förutsättningarna för när stöd får ges är tydliga minskar det också risken för ”snedvridet urval” eftersom det rättsliga utrymmet för att ge kredit till ”dåliga företag” minskar.

Det bör dock nämnas att ett problem i en kris, kan vara att skilja mellan vilka företag som är livskraftiga och vilka som inte är det och att värdera de säkerheter som ställs. Riksbanken, tillsammans med Finansinspektionen, förväntas dock ha tillgång till bättre information än marknaden om t.ex. stödmottagarens finansiella ställning. Det bidrar också till att Riksbankens åtgärder är förtroendeskapande.

Riksbankens åtgärder påverkar dess risktagande

Vid en finansiell kris kan Riksbanken i syfte att möta en ökad efterfrågan på säkra och likvida tillgångar låna ut centralbankspengar till banker och andra finansiella företag. Riksbanken kan då ta över en kreditrisk som marknaden för tillfället inte är villig att ta. Givet att Riksbanken och övriga myndigheter bedömer krisens natur rätt, dvs. att det är fråga om en likviditetskris, är riskerna med generellt likviditetsstöd dock små. Det illustreras av att de åtgärder som Riksbanken och Riksgäldskontoret vidtog under finanskrisen gav ett överskott via räntepåslag och avgifter.

²⁰ Att en facilitet är stigmatiserande innebär att ett företag är oroligt för att om de deltar i statliga garantiprogram eller liknande kommer andra marknadsaktörer att uppfatta det som en svaghet vilket i sin tur kan minska tillgången på privat finansiering. Det finansiella företaget blir därför ovilligt att ta emot stöd, trots att det har finansieringsproblem. Det är alltså motsatsen till moralisk risk som innebär att det blir frestande för företaget att under verksamhetens bedrivande ta större risker än vad som är samhällsekonomiskt optimalt.

Det utesluter inte att en framtida kris kan missbedömas och att Riksbanken gör förluster om en låntagare inte kan betala tillbaka ett lån och säkerheterna visar sig otillräckliga. All kreditgivning är dock förenad med ett visst mått av risktagande. Alternativet till att Riksbanken bär en risk kan vara att krisen förvärras.

Det skulle emellertid också kunna befaras att Riksbanken i en given situation inte vill ta på sig en risk, t.ex. för att den befarar förluster och kritik om den ger stöd som inte kan återvinnas. Den risken kan dock reduceras om det av lagen tydligt framgår vilka mål som Riksbanken ska sträva efter att uppnå. I avsnitt 20.8.6 föreslås att målet för Riksbankens verksamhet beträffande det finansiella systemet ska vara att bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt. Den förväntade samhällsekonomiska vinsten med att uppnå det målet kan vara större än de förväntade kostnaderna för stödet. Det bör dock noteras att det penningpolitiska målet har företräde framför målet om finansiell stabilitet, om det i ett enskilt fall skulle uppkomma en konflikt dem emellan.

Vid sidan om den allmänna bestämmelse som innebär att Riksbanken ska hushålla väl med statens medel, behöver det därför övervägas hur de närmare villkoren för Riksbankens likviditetsstödjande åtgärder ska utformas för att på bästa sätt bidra till att målet om finansiell stabilitet kan uppnås. Kommittén återkommer till frågeställningen om Riksbankens risktagande i avsnitt 22.7.

22.6 Hur ska syftet med Riksbankens generella likviditetsstödjande åtgärder formuleras?

Kommitténs förslag: Riksbanken får, om det behövs för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige, ge generellt likviditetsstöd genom att vidta någon av de åtgärder som anges i avsnitt 22.7.

I det föregående konstaterar kommittén att Riksbanken behöver kunna fungera som sista låneinstans (en sorts försäkringsgivare) vid systemomfattande likviditetskriser som drabbar finansiella företag på bred front. Riksbanken bör som regel vidta likviditetsstödjande åtgärder bara om det föreligger eller hotar att uppstå ett akut mark-

nadsmisslyckande som riskerar stabiliteten i det finansiella systemet och som kan förväntas få allvarliga återverkningar på realekonomin.²¹

Ett sätt att beskriva när Riksbanken bör vidta åtgärder är att ange att Riksbanken – inom ramen för sitt uppdrag avseende finansiell stabilitet – får vidta generella likviditetsstödjande åtgärder när det behövs för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet (dvs. systemrisk). Det överensstämmer med ett av de grundläggande kriterierna för förebyggande statligt stöd enligt lagen (2015:1017) om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut. Enligt den lagen får nämligen förebyggande statligt stöd endast ges i syfte ”att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige”. Den formuleringen ansågs, när den togs in i lagen, vara likvärdig med krishanteringsdirektivets formulering ”för att undvika eller avhjälpa en allvarlig störning i en medlemsstats ekonomi och för att den finansiella stabiliteten ska kunna bevaras”. Det konstaterades i förarbetena att det är oundvikligt att en allvarlig störning i det finansiella systemet riskerar att påverka samhällsekonomin (prop. 2015/16:5 s. 320 och 321). Syftet med stödet kan enligt förarbetena vara att motverka att störningen sprids på ett sådant sätt att den påverkar det finansiella systemet i Sverige (samma prop. s. 321). Därutöver kan det noteras att när det finansiella systemets bristande funktionssätt ger upphov till allvarliga störningar i samhällsekonomin beror det på att det finansiella systemet inte förmår upprätthålla de grundläggande funktionerna.

Bestämmelsen i lagen om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut har utformats för att det förebyggande statligt stöd som ges ska vara tillåtet enligt EU:s statsstödsregler och krishanteringsdirektivet. Den ger dock uttryck för en princip som även bör gälla när Riksbanken i finansiellt stabilitetssyfte ger generellt likviditetsstöd. Som har berörts ovan bör syftet med stödet vara att undvika störningar i samhällsekonomin. Det torde för övrigt ligga i linje med de överväganden som Riksbanken gjorde när den framgångsrikt gav likviditetsstöd under den globala finanskrisen.

Att syftet med förebyggande statligt stöd som ges av Riksgäldskontoret och extraordinärt likviditetsstöd som ges av Riksbanken i finansiellt stabilitetssyfte ytterst är detsamma, talar också för att samma formulering bör användas i riksbankslagen som i lagen om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut, trots att verktygen som myn-

²¹ Se avsnitt 4.6.

digheterna har skiljer sig åt. Även om formuleringen inte utesluter att myndigheterna gör olika tolkningar av förekomsten av risken för en störning, ökar det förutsättningarna för att myndigheterna strävar mot samma mål.

Mot denna bakgrund föreslår kommittén att det i den nya riksbankslagen ska föras in en bestämmelse som anger att Riksbanken får, om det behövs för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige, ge generellt likviditetsstöd.

Av den föreslagna bestämmelsen följer att Riksbanken inte behöver vänta på att problemen uppkommer. Den bör agera tidigare för att det finansiella systemet ska kunna undvika störningen eller i vart fall begränsa dess utbredning genom att motståndskraften förstärkts på förhand. Det ligger även i linje med lagen om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut, enligt vilken åtgärderna får vidtas både för att undvika och avhjälpa en allvarlig störning. Det bör noteras att det är målet med åtgärden som är gemensamt, nämligen att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet. Det utesluter inte att myndigheterna vid en specifik kris kan behöva vidta åtgärder vid olika tidpunkter.

22.7 Vilka befogenheter att ge generellt likviditetsstöd bör Riksbanken ha?

Vid bedömningen av vilka verktyg som Riksbanken bör ha behöver hänsyn tas till att det vid en finansiell kris krävs ett snabbt och kraftfullt agerande. Åtgärderna behöver kunna anpassas till den typ av störningar som föreligger och hantera följderna av dessa. Riksbanken kan behöva vidta åtgärder som sällan används och vars effekter inte går att exakt förutse. Riksbanken kan också behöva prova nya åtgärder för att nå det resultat som eftersträvas. För att Riksbanken ska kunna agera snabbt och kraftfullt och anpassa åtgärderna till målen, behöver Riksbanken redan från början ha en verktygslåda som gör det möjligt att på ett förtroendeskapande sätt hantera olika typer av likviditetsstörningar som uppkommer och som drabbar i grunden livskraftiga finansiella företag och marknader.

Vid hanteringen av en kris som drabbar flera länder är det också viktigt att Riksbankens befogenheter har likheter med de som gäller för utländska centralbanker. Det kan underlätta samarbetet central-

bankerna emellan och samordningen vid en kris. Före den globala finanskrisen var direkt samordning av åtgärder mellan centralbanker inte vanlig vid sidan om samarbetet inom IMF. Det förändrades dock i samband med den globala finanskrisen då exempelvis ett flertal valutaåterköpsavtal tecknades mellan centralbanker.²²

Som beskrivs närmare i SOU 2013:6 var de åtgärder som Riksbanken vidtog under den globala finanskrisen följande:

- Utlåning av svenska kronor till bankerna på längre löptider än normalt (upp till tolv månader).
- Utlåning av amerikanska dollar till bankerna på en och tre månaders löptider.
- Beslut om att tillåta fler typer och utvidga omfattningen av värdepapper som kunde godtas som säkerhet för krediter från Riksbanken.
- Beslut om att utöka antalet motparter som tilläts delta i de finjusterande transaktionerna.
- Beslut om att införa en ny kategori motparter som benämndes ”begränsade penningpolitiska motparter” för att underlätta finansieringen för de kreditinstitut som inte var penningpolitiska motparter till Riksbanken.

Eftersom det är omöjligt att säga med säkerhet hur nästa kris ser ut, är det mindre lämpligt att basera det framtida regelverket enbart på erfarenheter från tidigare kriser. Vilken typ av åtgärder som behöver vidtas beror nämligen på utvecklingen inom det finansiella systemet och samhället i stort.

Kommitténs slutsats är därför att Riksbanken ska ha sådana verktyg som den behöver för att motverka allvarliga störningar i det finansiella systemet, även om de inte är unika för en centralbank och är delvis överlappande med Riksgäldskontorets verktyg.

Nedan analyserar kommittén följande verktyg som kommittén föreslår att Riksbanken ska få befogenhet att använda i finansiellt stabilitetssyfte:

1. kredit i svenska kronor mot betryggande säkerhet
2. kredit i utländsk valuta mot betryggande säkerhet

²² SOU 2013:6, s. 109.

3. återköpsavtal avseende svenska kronor eller utländsk valuta
4. återköpsavtal avseende värdepapper och liknande tillgångar
5. andra värdepapperstransaktioner.

22.7.1 Kredit i svenska kronor mot betryggande säkerhet

Kommitténs förslag: Riksbanken får ge kredit i svenska kronor mot betryggande säkerhet, om det behövs för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige.

En kredit får dock bara ges till svenska företag som står under tillsyn av Finansinspektionen, motsvarande utländska företag som bedriver verksamhet i Sverige genom filial och centrala motparter.

Kredit i svenska kronor

Att i tider av oro erbjuda krediter i det egna betalningsmedlet är en grundläggande uppgift för en centralbank. I det föregående konstateras att en centralbank vid en systemomfattande likviditetskris genom att ge krediter i form av centralbankspengar kan tillföra en säker likvid tillgång i utbyte mot tillgångar vars värde marknaden tvivlar på och att detta har förutsättningar att vara ett effektivt sätt att motverka krisens effekter. Av detta följer att Riksbanken ska ha befogenheten att, i finansiellt stabilitetssyfte, ge krediter i svenska kronor mot säkerhet för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet.

Säkerheter för krediter

Centralbanker ger normalt bara krediter mot säkerheter. Det gäller inom ramen för penningpolitiken, i hanteringen av det centrala betalningssystemet och beträffande krediter som ges när centralbanker agerar sista låneinstans. I avsnitt 18.11.1 föreslås att Riksbanken i penningpolitiskt syfte ska kunna ge kredit enbart mot betryggande säkerhet. Kommitténs utgångspunkt är att även sådana krediter som ges för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet ska lämnas mot betryggande säkerheter. Vilket skydd en viss säker-

het ger beror dock inte bara på vilken typ av säkerheter som en centralbank accepterar utan också på värderingsprinciper och hur stora värderingsavdrag (eng. *haircut*) som görs.²³ Även koncentrationsbegränsningar förekommer, t.ex. beträffande hur stor andel av de ställda säkerheterna som får bestå av en viss tillgång.

Vid allvarliga störningar i det finansiella systemet kan Riksbanken komma att behöva acceptera en bredare krets säkerheter för en kredit jämfört med de säkerheter som den normalt accepterar. Systemomfattande likviditetsstress kännetecknas av att marknaden betraktar tillgångar som normalt accepteras som säkra och likvida med skepsis. Detta innebär att marknaden inte längre vill belåna dem, åtminstone inte utan kraftiga värderingsavdrag. Det försvårar möjligheten att använda tillgången för att låna på marknaden. Sådana tillgångar bör dock, i många fall, kunna användas som säkerhet i centralbanken.

Samtidigt ökar i allmänhet de finansiella företagens behov av extern finansiering. Det beror på att de – utöver sina normala transaktioner – behöver ersätta den finansiering som de har förlorat med centralbanksfinansiering. Det kan t.ex. gälla sådan finansiering som en bank tidigare erhållits av insättare eller via obligationer. Om krisen även berör kundföretag, kan dessa komma att utnyttja sina kreditlinor i bankerna, vilket ytterligare ökar bankernas finansieringsbehov. Detta ställer krav på ytterligare säkerheter.

Generellt gäller i det läget att en centralbank behöver godta säkerheter som andra aktörer inte vill ha i den stressade situationen. Eftersom Riksbanken aldrig kan få likviditetsproblem i svenska kronor och dessutom betraktas som en säker motpart vid en kris, är det viktigt att den tillför likviditet mot säkerhet i tillgångar som är mindre likvida.

Hur Riksbanken utformar säkerhetskraven påverkar emellertid inte bara de finansiella företagens möjlighet att låna av centralbanken utan också hur olika aktörer agerar på marknaden. Framför allt på-

²³ Ett värderingsavdrag innebär att värdet på en tillgång som accepteras som säkerhet skrivs ned med en viss procentandel. Om värdet på t.ex. en obligation är 100 kronor och den belastas med ett värderingsavdrag på 20 procent innebär det att den behandlas som om den bara vore värd 80 kronor. Värderingsavdrag är ett slags säkerhetsbuffert mot förluster i värde under den tid det tar att sälja säkerheterna. Belåningsgraden för utlåning mot säkerhet i fast egendom kan ses som ett slags värderingsavdrag. Värderingsavdraget varierar bl.a. med vilken tillgång det är fråga om. För de säkerhetskrav som Riksbanken ställer inom penningpolitiken har Riksbanken publicerat både vilka typer av säkerheter den accepterar och de värderingsavdrag som görs på respektive tillgång.

verkas, som berörs ovan, likviditeten i en tillgång positivt om den accepteras som säkerhet. Det beror på att ett värdepapper som kan användas som säkerhet för lån i centralbanken är förknippat med mindre risk. Genom att ha mer generösa regler för vilka värdepapper som accepteras som säkerhet kan Riksbanken alltså förbättra möjligheterna för banker och kreditinstitut att ge ut och omsätta värdepapper i marknaden. Till exempel kan en bank vara beredd att fortsätta att agera marknadsgarant i ett visst papper om den vet att papperet kan användas som säkerhet vid lån från centralbanken. Detta kan i sin tur indirekt bidra till att stabilisera värdepappersmarknaderna och företagens finansiering.²⁴ Ur ett finansiellt stabilitetsperspektiv är det ett huvudsyfte med utformningen av säkerhetskraven.

Hur säkerhetskraven utformas påverkar också Riksbankens förlustrisk. Om ett företag som lånat av Riksbanken inte kan betala tillbaka lånet, kan Riksbanken – och i förlängningen staten – undgå förluster om den har tagit fullgoda säkerheter som den kan ta i anspråk. Det bör dock understrykas att det ur samhällsekonomisk synvinkel inte är fel att Riksbanken tar på sig risk eftersom en av Riksbankens uppgifter är att motverka allvarliga likviditetsstörningar i det finansiella systemet och därmed de negativa konsekvenser som det kan medföra för realekonomin. Att genom likviditetsstöd begränsa likviditetsriskerna på marknaden är en del av Riksbankens uppdrag i den här typen av situationer.

Förändrade säkerhetskrav var en av de första åtgärder som Riksbanken beslutade om under den globala finanskrisen. Även andra centralbanker var beredda att acceptera en vidare krets säkerheter än vad de gjort dessförinnan. Nästan alla centralbanker är beredda att vid en systemkris ge lån mot en bred uppsättning säkerheter.

Givet säkerheternas betydelse för hur effektiva Riksbankens likviditetsstödjande åtgärder blir och för Riksbankens förlustrisk, skulle ett alternativ kunna vara att i den nya riksbankslagen räkna upp vilken typ av säkerheter som Riksbanken får acceptera för lämnade krediter, t.ex. säkerställda obligationer eller företagsobligationer med viss kreditvärdering. Att i lag uttömmande räkna upp godtagbara säkerheter skulle dock kunna försvåra för Riksbanken att hantera en finansiell kris på ett adekvat sätt eftersom det kan begränsa

²⁴ Här föreligger det en skillnad jämfört med nödkrediter. I fråga om nödkrediter syftar säkerhetskraven till att skydda centralbanken mot en kreditförlust.

Riksbankens möjlighet att anpassa säkerhetskraven efter orsaken till den uppkomna situationen. Kommittén föreslår i stället att det av riksbankslagen ska framgå att Riksbanken får ge kredit mot betryggande säkerheter. Därutöver ska det överlämnas till Riksbanken att bestämma hur säkerhetskraven bör utformas. Regleringen av säkerhetskraven för krediter som ges i syfte att värna finansiell stabilitet föreslås alltså utformas på samma sätt som de säkerhetskrav som används för krediter som ges i penningpolitiskt syfte eller för att främja betalningssystemet.

Att säkerheterna som centralbanken tar ska vara tillräckliga för att täcka det utlånade beloppet (dvs. betryggande säkerhet) ligger även i linje med hur andra centralbanker hanterar frågan, däribland ECB och vad som enligt den nya norska centralbankslagen gäller för Norges Bank.

Att säkerheten ska vara betryggande både för krediter som lämnas i penningpolitiskt syfte och i syfte att värna finansiell stabilitet utesluter inte att de säkerheter som accepteras kan skilja sig åt beroende på syftet med krediten. Säkerheterna ska dock alltjämt vara betryggande. Det kan uppnås genom att Riksbanken kräver mer säkerheter för ett givet kreditbelopp, dvs. gör ett större värderingsavdrag.

Det råder en bred samsyn om principen att de säkerheter som en centralbank tar inte ska innebära att den tar på sig en större förväntad förlust än om säkerheterna hade utgjorts av statsobligationer. Detta säkerställs genom värderingsavdrag. Det är samtidigt viktigt att avdraget vid generellt likviditetsstöd avspeglar den risk som ett värdepapper för med sig givet bedömningen att finansieringsproblemen är resultatet av en allvarlig likviditetsstörning, såvida Riksbanken inte gör bedömningen att det har skett en fundamental förändring av tillgångarnas underliggande värde. Det leder alltså fel att tänka att centralbanken i en kris ska tillämpa samma villkor som marknaden, vilket är det rimliga när lån ges i normala lägen, t.ex. i penningpolitiskt syfte. Det går på tvärs mot utgångspunkten att likviditetsstöd syftar till att rätta till ett marknadsmisslyckande.

Det kan inte uteslutas att det vid en framtida systemomfattande likviditetskris uppkommer en situation då ett eller flera företag inte kan ställa betryggande säkerheter som täcker kreditbeloppet. I en sådan situation är det nödvändigt att ta ställning till vilka kostnader som uteblivna krediter skulle innebära för realekonomin. Om det vid

en sådan avvägning konstateras att riskerna för Riksbanken (och i förlängningen staten) väger lättare än kostnaderna för realekonomin, finns det ändå möjlighet för Riksbanken att ge en kredit om regeringen ställer ut en garanti. Enligt lagen om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut har regeringen möjlighet att ställa ut garantier inom de ramar som riksdagen beslutar om. Eventuella förluster till följd av sådana garantier belastar då inte nödvändigtvis skattebetalarna.²⁵

Sammanfattningsvis anser alltså kommittén att Riksbanken enbart får ge kredit mot betryggande säkerheter. Kommittén bedömer att unionsrätten inte kräver att säkerhetskravet ställs högre än så. Det bedöms också vara förenligt med unionsrätten att Riksbanken på ett liknande sätt som ECB får besluta om säkerhetskravens närmare utformning (typ av säkerheter, värderingsavdrag etc.). Ett krav på betryggande säkerheter motsvarar det krav som enligt ECBS-stadgan gäller för penningpolitiken och som kommissionen förespråkar beträffande nödkrediter (se avsnitt 23.7.4). Förslaget ligger för övrigt i linje med Riksbankens åtgärder under den globala finanskrisen.²⁶

Prissättningen av en kredit

I normala tider följer räntesättningen av de krediter som Riksbanken lämnar direkt av de villkor som Riksbanken har tagit fram för intradagskrediter och de krediter som Riksbanken ger för att styra penningpolitiken, i kombination med den styrränta (reporänta) som Riksbanken beslutar om.²⁷ När Riksbanken ger en kredit i syfte att motverka systemomfattande likviditetsstress kan det finnas skäl att tillämpa en annan ränta.

Den princip som centralbanker använde vid prissättningen av många av de extraordinära åtgärder som vidtogs under den globala finanskrisen var att kostnaderna för centralbanksfinansiering skulle

²⁵ Eventuella utbetalningar görs med hjälp av medel från stabilitetsfonden. Avgiftsuttaget till den fonden har dock upphört. Skattebetalarna kan därför komma att belastas om behållningen i stabilitetsfonden inte räcker till och saldot blir negativt.

²⁶ I den nuvarande lydelsen av det s.k. bankmeddelandet används inte uttrycket ”betryggande säkerhet”. Det avgörande för bedömningen av om stödet utgör statligt stöd är om säkerhetens värde täcker faciliteten (se avsnitt 23.5.2).

²⁷ Intradagskrediter är räntefria.

vara högre än kostnaderna på de privata marknaderna i normala tider, men lägre än under den stressade perioden.²⁸ Prissättningen syftade till att säkerställa att marknadsaktörerna utnyttjade faciliteterna under de stressade perioderna men hade incitament att söka privat finansiering när villkoren normaliserade sig. Det kan ses som motsvarigheten till de krisanpassade värderingsavdrag som diskuteras ovan.

Räntan kan exempelvis bestämmas som ett räntepåslag i förhållande till reporäntan plus ett ytterligare påslag som de finansiella företagen bjuder i en auktion som hålls för att fördela det totala kreditbeloppet mellan olika aktörer. Det var också den metod som Riksbanken använde under den globala finanskrisen. I auktionerna angav Riksbanken en minimiränta. Utformningen av denna minimiränta kom att ändras under den period som faciliteten var i bruk. Vid de nio första auktionerna skedde utlåningen till rådande reporänta vid utlåningstillfället plus ett påslag, dvs. en fast ränta. Påslaget var baserat på en uppskattning av premien på motsvarande löptid vid normala förhållanden och sattes initialt till 0,25 procentenheter för tremånaderskrediter. Riksbanken sänkte dock under perioden reporäntan kraftigt och det fanns förväntningar om fortsatta sänkningar. Av detta skäl ville bankerna inte låna så stora volymer. Riksbanken beslutade därför att i stället låna ut till rörlig ränta. I stället för den rådande reporäntan användes den genomsnittliga reporäntan under låneperioden. Samtidigt sänktes påslaget till 0,15 procentenheter för samtliga löptider. Dessa förändringar gjordes för att bankerna skulle använda sig av möjligheten att låna.

Riksbankens agerande under den globala finanskrisen visar att räntan behöver anpassas till omständigheterna och syftet. Enligt kommitténs bedömning bör därför Riksbanken, med beaktande av bl.a. EUF-fördragets statsstödsregler, själv få bestämma räntan även för de krediter som den ger i syfte att värna finansiell stabilitet. Det bör göras utifrån syftet att stödet ska rätta till ett marknadsmisslyckande, dvs. räntan bör sättas högre än den aktuella styrräntan men lägre än de räntor som gäller i den privata marknaden.

Det bedöms vara förenligt med unionsrätten att överlämna till Riksbanken att bestämma räntan, men med beaktande av vad de unionsrättsliga reglerna eventuellt kräver.

²⁸ Lavoie m.fl. (2011), s. 32.

Motpartskretsen

Kommitténs utgångspunkt är att Riksbanken ska bidra till att upprätthålla stabiliteten i det finansiella systemet genom åtgärder riktade mot finansiella företag. Riksbanken bör däremot inte överta bankernas uppgift och t.ex. ge krediter direkt till hushåll och företag. Det är det finansiella systemets uppgift att se till att hushåll och företag har tillgång till betalningsmedel, krediter och andra viktiga finansiella tjänster, även om Riksbanken via utformningen av villkoren för krediter etc. indirekt kan bidra till det.

Med den utgångspunkten står valet mellan att göra det möjligt för Riksbanken att rikta åtgärderna till alla finansiella företag eller bara vissa i förväg identifierade företagstyper, t.ex. banker och andra kreditinstitut, som typiskt sett är mest utsatta för likviditetsrisker. Stöd enligt lagen om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut får, som namnet anger, bara ges till kreditinstitut.

Som konstateras ovan är det dock svårt att förutse hur nästa kris kommer att se ut. Strukturförändringar på finansmarknaderna kan leda till nya risker och sätta andra aktörer i fokus. Kommittén bedömer därför att det är mindre lämpligt att i lag allt för snävt avgränsa kretsen som kan låna av Riksbanken. I stället föreslår kommittén samma motpartskrets som beträffande nödkrediter, nämligen svenska företag som står under tillsyn av Finansinspektionen, motsvarande utländska företag som bedriver verksamhet i Sverige genom filial och centrala motparter. Den omständigheten att en kredit ska vara ägnad att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige, kommer att innebära en naturlig begränsning av vilka företag som får vara motparter till Riksbanken i nu aktuellt avseende. I praktiken förutser kommittén att krediter framför allt kommer att ges till banker och andra kreditinstitut (t.ex. bolåneinstitut), vissa värdepappersbolag (t.ex. sådana som agerar marknadsgaranter) och centrala motparter. Den underliggande osäkerheten om ifall den som behöver likviditetsstöd utanför det penningpolitiska ramverket är finansiellt sund och därför kan få stöd är i allmänhet mindre vid generellt likviditetsstöd än vid en nödkredit. För att markera att metoden för att bedöma ett företags finansiella ställning skiljer sig åt mellan generellt likviditetsstöd och nödkrediter föreslår kommittén inte något uttryckligt krav på livskraft såvitt gäller generellt likviditetsstöd. Det överensstämmer med det som gäller för penningpolitiska motparter.

Riksbanken måste dock ta hänsyn till statsstödsreglerna och förbudet mot monetär finansiering.²⁹

22.7.2 Kredit i utländsk valuta mot betryggande säkerhet

Kommitténs förslag: Riksbanken får ge kredit i utländsk valuta mot betryggande säkerhet, om det behövs för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige.

Svenska banker har inte bara inhemsk utan även internationell verksamhet och finansiering. De lånar också i viss utsträckning i utländsk valuta för att finansiera den svenska verksamheten. De kan därför få likviditetsproblem även i utländsk valuta. I normala tider kan bankerna själva få tag på den utländska valuta de behöver. Men i kriser kan finansiering på de internationella marknaderna bli både dyr och svårtillgänglig. Att tillhandahålla likviditet i utländsk valuta är inte en grundläggande uppgift för centralbanker såsom likviditetsstöd i egen valuta, men i praktiken tilldelas ofta centralbanker även denna uppgift.

Under den globala finanskrisen uppstod en brist på utländsk valuta, varpå Riksbankens primära penningpolitiska motparter fick låna dollar från Riksbanken. Även andra centralbanker lånade ut utländsk valuta (främst dollar). Även Riksgäldskontorets garantiprogram innefattade stöd till finansiering i utländsk valuta. Vissa svenska banker deltog också i program som erbjöds av utländska centralbanker. Exempelvis lånade svenska banker euro i de penningpolitiska faciliteter som tillhandahölls av ECB. Ytterst är det dock en fråga för de svenska myndigheterna att säkerställa stabiliteten i det svenska finansiella systemet.

Kommittén anser därför att Riksbanken, precis som den gjorde under den globala finanskrisen, behöver ha möjlighet att ge kredit i utländsk valuta för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige. En fördel med att Riksbanken har möjlighet att ge kredit både i svensk och utländsk valuta, är att det ger *en* myndighet en samlad överblick över behovet av likviditetsstöd och de berörda företagen *en* myndighet att vända sig till. Enligt kommitténs

²⁹ Se avsnitt 23.7.6 beträffande nödkrediter.

bedömning bör det överlämnas till Riksbanken att ta ställning till i vilken valuta stöd behöver ges.

Riksbankens valutareserv kan användas för att ge likviditetsstöd. Kommitténs förslag innebär att lagstödet för detta tydliggörs (se avsnitten 29.8 och 30.7). Riksbanken kan dock inte själv skapa utländsk valuta, till skillnad från svenska kronor. Se kapitel 30 för en analys av behovet av en valutareserv och under vilka förutsättningar den ska kunna förstärkas genom lån i Riksgäldskontoret.

Centralbanker kan också byta valuta med varandra genom att ingå s.k. valutaåterköpsavtal. Riksbanken ska enligt kommitténs förslag få ingå återköpsavtal i syfte att finansiera likviditetsstöd i utländsk valuta, se avsnitt 31.8. Där behandlas också frågan om riksdagens godkännande för ingående av vissa valutaåterköpsavtal. Det bör särskilt noteras att det normalt måste ligga i båda centralbankernas intresse att ingå ett valutaåterköpsavtal för att ett sådant avtal ska komma till stånd.

Sammanfattningsvis anser kommittén att Riksbanken ska ha befogenheten att ge kredit i utländsk valuta. Det som sägs om principer för säkerheter, prissättning och motparter i avsnitt 22.7.1 gäller även här.

Det bör dock nämnas att räntesättningen påverkas av i vilken valuta ett lån ges. I de auktioner som genomfördes i dollar under den globala finanskrisen satte Riksbanken en minimiränta som motsvarade förväntad amerikansk penningpolitisk styrränta plus minst 50 räntepunkter. Precis som för stödet i kronor användes alltså en styrränta som referensränta. Förutom att detta följer av principen att Riksbankens utlåning inte ska tränga undan en normal marknadsmässig finansiering, styrdes nivån på minimiräntan också av räntan i valutaåterköpsavtalen med Federal Reserve. De nordiska centralbankerna hade dessutom beslutat om en harmoniserad prissättning.

22.7.3 Återköpsavtal i svenska kronor eller utländsk valuta

Kommitténs förslag: Riksbanken får ingå återköpsavtal som inkluderar å ena sidan svenska kronor eller utländsk valuta och å andra sidan finansiella instrument, om det behövs för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige.

Motparts-kretsen ska vara densamma som för krediter.

I föregående avsnitt föreslås att Riksbanken ska kunna ge kredit i finansiellt stabilitetssyfte, både i svenska kronor och i utländsk valuta. Riksbanken kan emellertid tillföra betalningsmedel på annat sätt än genom en kredit, bl.a. genom ett s.k. återköpsavtal (repa), se avsnitt 18.11.1 beträffande definitionen av återköpsavtal i den nya riksbankslagen.

Den typ av återköpsavtal som avses här skulle exempelvis kunna innebära att Riksbanken förvärvar ett värdepapper av en affärsbank. I utbyte får affärsbanken centralbankspengar. Samtidigt förbinder sig affärsbanken att köpa tillbaka värdepapperet vid en viss tidpunkt till ett visst pris. Ett sådant återköpsavtal liknar ur ett ekonomiskt perspektiv kreditgivning mot säkerhet.

I en kris skulle återköpsavtal kunna användas som ett alternativ till en kredit för avtal med lägre belopp eller med kortare löptider, t.ex. vid störningar i likviditetstillförseln som bedöms kunna leda till en kris. Bank of Englands Long Term Repo Facility är exempel på ett återköpsavtal. Återköpsavtal användes av vissa centralbanker under krisen, exempelvis av centralbankerna i England och Kanada.³⁰

Det skulle kunna hävdas att eftersom Riksbanken får tillföra centralbankspengar via krediter mot säkerhet är det inte nödvändigt att Riksbanken också får ingå återköpsavtal som har samma effekt. Kommittén menar dock att Riksbanken bör kunna tillföra likviditet även via återköpsavtal om den anser att det är mer ändamålsenligt än att t.ex. ge en kredit. Det ger Riksbanken flexibilitet att välja det instrument som är lämpligast i det enskilda fallet utan att begränsas av transaktionens juridiska beteckning. Den kreditrisk som är förenad med en kredit och ett återköpsavtal är i allt väsentligt densamma. Motparts-kretsen ska vara densamma som för en kredit.

Av samma skäl som Riksbanken bör kunna ge kredit i utländsk valuta bör Riksbanken kunna ingå återköpsavtal även avseende utländsk valuta.

Riksbanken bör även beträffande återköpsavtal sträva efter att begränsa sina risker i enlighet med vad som är lämpligt i den aktuella situationen. Riksbanken bör kunna acceptera alla slags finansiella instrument så länge som dessa, efter eventuella värderingsavdrag, motsvarar en betryggande säkerhet på samma sätt som vid kreditgivning.

³⁰ Vilka verktyg centralbankerna använder sig av kan bero på nationella skillnader, såsom tillgängliga verktyg, civilrättslig reglering etc. En beskrivning av åtgärder som vidtogs av andra centralbanker finns bl.a. i SOU 2013:6, kapitel 4. Se även appendixet till detta kapitel.

Det är samma bedömning som görs beträffande återköpsavtal som ingås i penningpolitiskt syfte, se avsnitt 18.11.1.

Ett återköpsavtal innebär att säljaren av ett värdepapper (den som mottar pengar) lovar att återköpa värdepappret vid ett bestämt datum för – vanligtvis – en något större summa pengar än vad den har erhållit. Prisskillnaden mellan försäljningen och återköpet motsvarar en låneränta. Kommittén föreslår i det föregående (avsnitt 22.7.1) att prissättningen av en kredit – räntesättningen – ska överlämnas till Riksbanken och inte regleras i lag. Enligt kommitténs bedömning finns det inte heller några skäl att i riksbankslagen ta in en bestämmelse om prissättningen av återköpsavtal. Skälen för detta är desamma som de som har anförts för att avstå från att reglera räntesättningen av en kredit.

Kommittén bedömer att det inte strider mot unionsrätten att Riksbanken – utanför det penningpolitiska ramverket – får ingå återköpsavtal för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige. Det kan vara ett alternativt sätt att tillföra centralbankspengar. Uppgiften som sådan bedöms exempelvis inte strida mot artikel 14.4 i ESBS-stadgan.³¹

22.7.4 Återköpsavtal avseende värdepapper och liknande

Kommitténs förslag: Riksbanken får ingå återköpsavtal som innebär ett byte av finansiella instrument med en samtidig överenskommelse om att sådana instrument av samma mängd och slag ska återlämnas vid en senare tidpunkt, om det behövs för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige.

Motparts-kretsen ska vara densamma som för krediter.

Att Riksbanken tillför centralbankspengar, antingen via krediter eller via återköpsavtal torde vara det allra mest effektiva och direkta sättet att tillgodose behovet av säkra tillgångar och undanröja en systemomfattande likviditetsstörning. Ett finansiellt företags efterfrågan på säkra tillgångar skulle emellertid också kunna tillgodoses genom att

³¹ Se definitionen av "Emergency liquidity assistance" i ELA-överenskommelsen (appendixet till kapitel 23). Inte heller statsstödsreglerna förutsätter att krediter är den enda möjliga stödformen. Till detta kommer att återköpsavtal användes av flera centralbanker under den globala finanskrisen.

t.ex. en bank får möjlighet att byta sina mindre likvida tillgångar (t.ex. företagscertifikat) mot mer likvida tillgångar (t.ex. statspapper) genom ett återköpsavtal. Effekterna av ett sådant återköpsavtal liknar dem som uppnås genom förändrade säkerhetskrav för centralbanksutlåning, eftersom värdepapperen förknippas med mindre risk och ger det finansiella företaget möjlighet att använda de tillgångar som frigörs på annat sätt. Detta skulle kunna vara en åtgärd som används när mer kraftfulla åtgärder, t.ex. krediter, inte är nödvändiga.

Att sådana återköpsavtal kan underlätta bankernas finansiering visade sig under den globala finanskrisen. I Sverige vidtogs dock inte sådana åtgärder av Riksbanken men åtgärder med liknande effekt vidtogs av Riksgäldskontoret (se avsnitt 22.3).³² Vid den tidpunkten hade inte Riksbanken några statspapper att repa ut. Detta förhållande ändrades när Riksbanken köpte statspapper på andrahandsmarknaden med början 2015. Hur Riksbankens innehav av statspapper kommer att se ut i framtiden går inte att säga. Statspapper är heller inte de enda finansiella instrument som kan ingå i ett återköpsavtal som innebär byte av finansiella instrument.

Återköpsavtal via byte av finansiella instrument var också ett verktyg som användes i andra länder under den globala finanskrisen, bl.a. av centralbanker. Som exempel på en centralbank som använde sig av återköpsavtal kan nämnas Bank of England. I den nya norska centralbankslagen får även Norges Bank denna möjlighet.³³

Enligt kommitténs bedömning är det tänkbart att återköpsavtal avseende byte av finansiella instrument i svensk eller utländsk valuta skulle kunna vara ett verkningsfullt verktyg för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet. Värderingsavdrag kan användas även i dessa fall för att hantera risker förenade med sådana avtal. Även om liknande resultat kan uppnås med hjälp av kreditgivning i kombination med ändrade säkerhetskrav är det rimligt att Riksbanken ges utrymme att bedöma vilket verktyg som är lämpligast i ett enskilt fall. Kommittén föreslår därför att Riksbanken ska ha befogenheten att i en kris ingå sådana återköpsavtal, beträffande både statspapper och andra finansiella instrument.

³² Riksgäldskontoret gjorde under krisen extra emissioner av statspapper, varefter Riksgäldskontoret lånade ut de pengar som den fick in från de extra emissionerna via s.k. omvända repor i säkerställda bostadsobligationer. I praktiken innebar det att bankerna fick byta statsskuldsväxlar mot säkerställda obligationer men att transaktionen genomfördes i flera led. Det var dock bara det sista ledet som inkluderade ett återköpsavtal.

³³ Se appendixet till detta kapitel beträffande Norges Bank.

Beträffande bedömningen av vilka tillgångar som ett sådant återköpsavtal får avse, prissättningen av ett återköpsavtal och motparts-kretsen, gör kommittén samma bedömning som beträffande återköpsavtal som inkluderar svenska kronor eller utländsk valuta (se avsnitt 22.7.3). Motparts-kretsen ska alltså vara densamma som beträffande krediter m.m., och lagen ska inte innehålla några detaljerade bestämmelser om vare sig vilka tillgångar som får avses eller rörande prissättningen.

Återköpsavtal avseende finansiella instrument ger, som beskrivs ovan, Riksbanken ett alternativt sätt att tillföra likviditet även i fall som ligger utanför det penningpolitiska ramverket. Uppgiften som sådan bedöms inte strida mot artikel 14.4 i ECBS-stadgan. Självfallet måste Riksbanken beakta unionsrätten vid utformningen av åtgärden.

22.7.5 Andra värdepapperstransaktioner

Kommitténs förslag: Riksbanken får likt en marknadsgarant köpa och sälja finansiella instrument till förutbestämda priser i syfte att tillfälligt stödja systemviktiga finansiella marknaders funktions-sätt, om

1. det behövs för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige, och
2. det finns synnerliga skäl.

Den globala finanskrisen visade att marknadsfinansiering spelar en viktig roll för kreditförsörjningen till ekonomin och att företag är beroende av att finansiella marknader fungerar väl. När marknadslikviditeten kraftigt försämras, eller försvinner, kan det ha långtgående konsekvenser för det finansiella systemet och för realekonomin i stort. S.k. marknadsgaranter (eng. *market-makers*) spelar en central roll för att upprätthålla en god likviditet på värdepappersmarknaden, exempelvis i statspapper och bostadsobligationer. En marknadsgarant erbjuder sig att ställa priser i något finansiellt instrument, så att det hela tiden kan köpas och säljas till bestämda kurser. Denna

funktion är mycket betydelsefull för att säkerställa likviditeten på värdepappersmarknaden.³⁴

När en centralbank agerar marknadsgarant i sista instans innebär det att den köper och säljer värdepapper till angivna priser. Begreppet ”sista instans” har samma innebörd som för den grundläggande uppgiften att vara ”sista låneinstans”, dvs. att en centralbank agerar när det föreligger ett marknadsmisslyckande. Under en finansiell kris kan dock centralbanken antas initialt agera som ”köpare i sista instans”.³⁵ Det beror på att vid allvarliga marknadsstörningar är det sannolikt fler som vill sälja än som vill köpa.

En tillgångs likviditet beror dels på förtroendet för det företag som har emitterat en obligation, dels på och hur väl marknaden där den handlas fungerar. En marknad baserad på marknadsgaranter är beroende av att dessa snabbt och billigt kan minska innehav av tillgångar som de har köpt. Sådana transaktioner sker vanligen genom att marknadsgaranter handlar med varandra. Om möjligheten till snabb och billig avveckling av positioner försvåras så minskar marknadsgaranternas intresse av att ställa priser i marknaden, eftersom de vill undvika att sitta fast med stora och oönskade innehav. I ett läge där handel med värdepapper inte längre fungerar eller är mycket dyr kan en statlig aktör, t.ex. centralbanken, gå in och agera som marknadsgarant och på så sätt kan en likviditetskris undvikas eller avhjälpas.

I detta avsnitt analyseras om Riksbanken bör ha befogenhet att agera likt en marknadsgarant i värdepapper i syfte att få en dysfunktionell marknad att fungera bättre och därigenom motverka allvarliga störningar i det finansiella systemet.

Diskussioner beträffande centralbanker

Under den globala finanskrisen agerade Bank of England marknadsgarant i sista instans. Centralbanken köpte då bl.a. företagscertifikat på primärmarknaden och på andrahandsmarknaden inom prisintervall som var bredare än normalt men bättre än andra villkor som var

³⁴ I lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden definieras en marknadsgarant som en aktör som på fortlöpande basis åtagit sig att på finansiella marknader handla för egen räkning genom att köpa och sälja finansiella instrument med utnyttjande av egna tillgångar till priser som fastställts av denne.

³⁵ Se t.ex. King m.fl. (2017).

tillgängliga vid tillfället. Dessutom hölls s.k. tvåvägsauktioner avseende företagsobligationer för att underlätta marknadsprissättningen. Banken undersökte också möjligheten att verka på andra finansiella marknader.³⁶ Enligt den nya norska centralbankslagen får Norges Bank förvärva finansiella instrument både i penningpolitiskt syfte och i syfte att värna finansiell stabilitet. Centralbankerna i England och Kanada har också konkretiserat vilka principer som ska gälla om de agerar marknadsgarant i sista instans.

I samband med den utvärdering IMF 2018 gjorde av det finansiella systemet inom euroområdet (eng. *Financial Sector Assessment Program, FSAP*), konstateras bl.a. att ECB/Eurosystemet kan behöva intervensera på systemviktiga marknader för att upprätthålla likviditeten och prisbilden och att detta kan behöva göras på annat sätt än genom storskaliga köp eller utlåning (se den internationella utblicken i appendixet).³⁷

Diskussion i litteraturen

Det råder inte någon enhetlig uppfattning om huruvida en centralbank bör kunna agera marknadsgarant i sista instans. I det följande behandlas dock några referenser där författarna har argumenterat för att en centralbank bör kunna ha möjlighet att på sådant sätt stödja dysfunktionella marknaders funktionssätt.³⁸

Paul Tucker konstaterar att i grunden sunda marknader kan bli illikvida dels om marknadsgaranternas kapital begränsar dem, dels på grund av bristande förtroende för det underliggande instrumentet. Det kan vara ett hot mot den finansiella stabiliteten och kan därför motivera att t.ex. en centralbank går in som marknadsgarant i sista instans.³⁹ Denna möjlighet bör dock enligt Tucker bara utnyttjas i undantagsfall. Det är inte tillräckligt att en marknad inte fungerar utan myndigheterna måste också vara övertygade om att en plötslig stängning av marknaden allvarligt skulle försvåra möjligheten att uppnå det penningpolitiska målet eller att upprätthålla det finansiella systemets motståndskraft i dess helhet samt att det inte finns någon bättre lösning, såsom att bredda motpartskretsen.

³⁶ IMF (2016a), s. 18.

³⁷ IMF (2018b). Se även den internationella utblicken i appendixet till detta kapitel.

³⁸ Se Kearns och Lowe (2008).

³⁹ Se Tucker (2009, 2014, 2018).

Enligt Tucker ska, när inga andra alternativ är tillgängliga, alla interventioner som en centralbank genomför i egenskap av marknadsgarant i sista instans vara begränsade till systemviktiga marknader och ägnade att vara kortvariga.

I ett arbetspapper från IMF anføres att centralbanker på olika sätt bör stödja marknader eftersom de därigenom kan hjälpa dem att möta sina mandat beträffande finansiell stabilitet och prisstabilitet.⁴⁰ Där identifieras följande tre intermediära syften: att säkerställa flödet av krediter, avvärja effekten av s.k. *fire sales* och stödja den penningpolitiska transmissionen.

Risker förenade med värdepappersköp

Som har nämnts ovan finns det vissa risker med att köpa tillgångar. Det beror bl.a. på att centralbanken köper värdepapperen vid ett tillfälle och inte kan justera sin risk genom att begära säkerheter. Den huvudsakliga risken med att en centralbank köper privata värdepapper är att centralbanken gör förluster på tillgångsköpen.

Skälen för kommitténs förslag

Som nämns i inledningen till detta kapitel behöver Riksbanken ha verktyg som gör det möjligt att anpassa åtgärderna till de problem som föreligger. Centralbankspengar kan exempelvis behöva tillföras när livskraftiga finansiella företag får likviditetsproblem till följd av att de inte har möjlighet att låna på marknaden. Det kan många gånger vara tillräckligt för att återställa likviditeten även för olika instrument på de finansiella marknaderna. Valet av verktyg – eller kombination av verktyg – beror dock ytterst på vilket problem som behöver lösas. Eftersom det finns nära samband mellan t.ex. en banks möjlighet att finansiera sig på en marknad (bankens finansieringslikviditet) och marknadslikviditet behövs en samlad bedömning av vilka åtgärder som behöver vidtas.

Som har berörts i det föregående kan det även finnas fall då direkta värdepappersköp kan visa sig nödvändiga för att återställa förtroendet för marknaden och de värdepapper som handlas där, för att därigenom motverka hot mot den finansiella stabiliteten. Enligt

⁴⁰ King (2017).

kommitténs bedömning behöver därför Riksbankens befogenhet att vara sista låneinstans kompletteras med befogenheten att vara marknadsgarant i sista instans om vissa kriterier, som behandlas i det följande, är uppfyllda. Begreppet marknadsgarant ger Riksbanken möjlighet att, under vissa förutsättningar agera marknadsgarant genom att ställa, köp- och säljkurser. Det innebär dock inte någon garanti för marknaden i någon annan bemärkelse.

I Sverige kan Riksgäldskontoret besluta om garantiprogram kopplade till vissa nyemitterade värdepapper som ges ut av ett kreditinstitut vilket kan ha samma syfte som centralbankens köp och försäljning av tillgångar. Genom en sådan garanti minskar investerarens risk, vilket ökar tillgångarnas likviditet. Garantier stödjer på så sätt både finansierings- och marknadslikviditeten. Det torde leda till att handeln i instrumenten fungerar bättre. Precis som Riksbanken tar Riksgäldskontoret över kreditrisken, vilket i Riksgäldskontorets fall innebär risken för att kreditinstitutet inte kan fullgöra sina förpliktelser och att garantin måste infrias. Riksgäldskontoret får bara garantera värdepapper emitterade av kreditinstitut.

Enligt kommitténs bedömning kan Riksgäldskontorets garanti-befogenhet vara både ett substitut och ett komplement till att Riksbanken träder in som marknadsgarant i sista instans. Som framgår av avsnitt 22.4 finns det nämligen en fördel med att Riksbanken har en tillräckligt omfattande verktygslåda. Frågan om vilka åtgärder som vidtas när och av vem bör vara föremål för samråd mellan Riksbanken och Riksgäldskontoret. Det är dock i första hand Riksgäldskontoret som ansvarar för att statspappersmarknaden fungerar.

För Riksbankens möjlighet att köpa och sälja värdepapper likt en marknadsgarant behöver det dock finnas vissa begränsningar. Den första begränsningen är att åtgärden bara får vidtas när det behövs för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige. Det är samma kriterium som gäller för krediter och återköpsavtal. Det handlar om att förbättra likviditeten på en systemviktig marknad vars illikviditet utgör ett hot mot den finansiella stabiliteten. För att marknaden ska vara systemviktig bör dess funktionssätt vara viktigt för att det finansiella systemet ska kunna upprätthålla sina grundläggande funktioner, t.ex. kreditförsörjningen. Hur viktig en marknad är beror bl.a. på dess storlek och utbytbarhet liksom dess kopplingar till andra marknader.

Åtgärderna ska vidare bedömas kunna leda till att marknadsfunktionssätt återställs. När Riksbanken agerar likt en marknadsgarant ska dess åtgärder ha en katalytisk funktion. Riksbanken ska så snart som möjligt få marknaden att fungera igen och Riksbankens innehav ska vara tillfälligt. Syftet är alltså inte att Riksbanken med hjälp av detta innehav ska eftersträva ett långvarigt innehav av stora volymer värdepapper.

Givet de risker som är förenade med köp och försäljning av värdepapper på marknaden bör inte Riksbanken vidta sådana åtgärder om något av Riksbankens övriga mindre riskfyllda verktyg – eller Riksgäldskontorets garantiprogram – bedöms kunna uppnå syftet att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet. Enligt kommitténs bedömning bör det komma till uttryck genom att det anges att Riksbanken bara får agera likt en marknadsgarant om det finns synnerliga skäl.

Parallellt med de begränsningar som angetts ovan gäller proportionalitetsprincipen. Av den bestämmelsen följer bl.a. att åtgärden ska vara ägnad att uppnå det avsedda målet och att resultatet ska vara rimligt i förhållande till de kostnader och risker som åtgärden medför för Riksbankens och statens finanser, se avsnitten 13.5 och 22.5.

Syftet är att Riksbanken genom värdepappersköp ska stötta systemviktiga marknadens funktionssätt, inte individuella företag. Riksbanken behöver därför utforma åtgärderna så att de träffar en så bred krets finansiella instrument inom det aktuella marknadssegmentet som möjligt. Riksbanken kan också behöva ställa upp villkor som innebär att myndigheten inte kommer att äga en alltför stor andel i ett visst företag eller på en viss marknad.

När Riksbanken agerar likt en marknadsgarant har den inte samma möjligheter som vid krediter och återköpsavtal att göra värderingsavdrag. Riksbanken behöver därför utveckla andra metoder för att hantera de risker som följer med sådana transaktioner, t.ex. genom de köp och säljkurser den ställer. Hur prissättningen mer i detalj ska gå till bör dock inte regleras. Riksbanken förväntas dock inte agera likt en marknadsgarant förrän den har gjort noggranna förberedelser (se avsnitt 24.3). Dessa förberedelser ska bl.a. inkludera en noggrann analys av och process för hur riskerna ska hanteras.

Sammanfattningsvis föreslår därför kommittén att Riksbanken får likt en marknadsgarant köpa och sälja finansiella instrument till förutbestämda priser i syfte att tillfälligt stödja systemviktiga finansiella marknaders funktionssätt, om

1. det behövs för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige, och
2. det finns synnerliga skäl.

Möjligheten att vara marknadsgarant i sista instans bedöms vara en sådan uppgift som kan få utföras med stöd av artikel 14.4 i ECBS-stadgan.

22.8 Särskilda likviditetsfaciliteter som får räknas in i likviditetsbufferten

Kommitténs förslag: Riksbanken får erbjuda sådana särskilda likviditetsfaciliteter som följer av artiklarna 12.1 (d) och 14 respektive artikel 19.1 (b) i kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61. Riksbanken får ta ut avgifter för sådana likviditetsfaciliteter. Riksbanken får meddela föreskrifter om avgifter och villkor för dessa likviditetsfaciliteter.

Riksbanken ska ge Finansinspektionen tillfälle att yttra sig innan den beslutar att erbjuda en särskild likviditetsfacilitet.

Som behandlas översiktligt i avsnitt 7.4.4 ska kreditinstituten uppfylla ett särskilt likviditetstäckningskrav. Av kravet följer att instituten måste hålla en tillräckligt stor likviditetsbuffert. De närmare bestämmelserna om hur likviditetskravet ska beräknas finns i tillsynsförordningen⁴¹ och i kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61.⁴²

Jämfört med de regler som gällde före den globala finanskrisen behöver bankerna numera inneha en större volym likvida tillgångar. Kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61 tillåter dock

⁴¹ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013 av den 26 juni 2013 om tillsynskrav för kreditinstitut och värdepappersföretag och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012.

⁴² Kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61 av den 10 oktober 2014 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013 när det gäller likviditetstäckningskravet för kreditinstitut.

att företagen i viss begränsad omfattning räknar med vissa försäkringsliknande likviditetsfaciliteter som tillhandahålls av en centralbank vid beräkningen av likviditetsbufferten. Anledningen till att möjligheten att åberopa sådana likviditetsfaciliteter har begränsats är att man har velat upprätthålla principen att företagen ska självförsäkra sig.⁴³

Det har i litteraturen argumenterats för att en likviditetsfacilitet av detta slag kan minska risken för finansiell instabilitet. Ett skäl för detta är att en centralbank kan tillhandahålla säkra tillgångar när dessa är en bristvara. Det noteras att likviditetstäckningskravet har inneburit att bankernas efterfrågan på säkra tillgångar, inte minst statspapper, har ökat mer än tillgången på säkra värdepapper. Om inte staterna möter denna efterfrågan kan den privata sektorn börja emittera kvasisäkra tillgångar (dvs. tillgångar som betraktas som säkra i normala tider men inte vid marknadsvid stress). Det skulle inte främja den finansiella stabiliteten. Om en centralbank tillhandahåller en likviditetsfacilitet, blir det mindre attraktivt för den privata sektorn att skapa sådana kvasisäkra tillgångar.⁴⁴ Det gör också att kreditinstitutet kan möta likviditetspåfrestningar utan att i samma utsträckning vara tvungna att sälja (eller belåna) tillgångar i den reguljära marknaden, vilket kan minska risken för att likviditetsproblem ska sprida sig och orsaka prisfall eller på annat sätt sprida sig till andra institut och tillgångsmarknader.

I det följande behandlar kommittén om Riksbanken ska ha befogenhet att tillhandahålla sådana försäkringsliknande likviditetsfaciliteter som avses i kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61. Innan kommittén tar ställning till frågan beskrivs de två likviditetsfaciliteterna.

En likviditetsfacilitet med begränsad användning som tillgång i likviditetsbufferten enligt artiklarna 12.1 (d) och 14 i kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61

Enligt den nämnda EU-förordningen får s.k. likviditetsfaciliteter med begränsad användning som tillhandahålls av en centralbank, under vissa förutsättningar räknas in i likviditetsbufferten till en mindre del. Kreditinstitutet måste även om det finns en sådan facilitet allt-

⁴³ BIS (2014).

⁴⁴ Cecchetti och Schoenholtz (2017).

jämt ha skuldfria tillgångar av den typ som specificeras av centralbanken. Vilka specifika kriterier som en likviditetsfacilitet med begränsad användning ska uppfylla för att få räknas in i likviditetsbufferten anges i artikel 12.1 (d) i kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61 som hänvisar till artikel 14 där kraven specificeras. Där anges bl.a. att faciliteten ska tillhandahållas mot säkerhet och backas upp av obelånade tillgångar som inte ska räknas in i likviditetsbufferten. Om ett kreditinstitut utsätts för likviditetspåverkande stress kan likviditetsfaciliteten tas i anspråk under den tid och på de villkor som gäller för den.

Denna typ av facilitet skulle kunna bidra till att kreditinstitut kan uppfylla likviditetstäckningskravet. Det är dock inte någon lösning för ett institut som saknar tillgång till högljudda tillgångar, eftersom en likviditetsfacilitet med begränsad användning bara får inräknas i likviditetsbufferten till en mindre del (15 procent av total likviditetsbuffert).

En kreditfacilitet som får ersätta andra tillgångar i likviditetsbufferten enligt artikel 19 i kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61

Vid sidan om den facilitet som beskrivs ovan är det också möjligt att under vissa förutsättningar låta en kreditfacilitet som tillhandahålls av en centralbank ersätta andra tillgångar i likviditetsbufferten. Bestämmelser om detta finns i artikel 19 i kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61. För att det ska vara möjligt för ett kreditinstitut att utnyttja ett sådant undantag, måste dock kommissionen först i ett beslut konstatera att det finns otillräckligt med tillgångar i den aktuella valutan, t.ex. svenska kronor. Kreditfaciliteten bidrar i en sådan situation till att kreditinstitutet kan uppfylla likviditetstäckningskravet i den aktuella valutan. Faciliteten gör det vidare möjligt för det berörda kreditinstitutet att få tillgång till likviditet under 30 kalenderdagar i en stressad situation. Eftersom kommissionen inte har fattat något beslut om svenska kronor är det inte för närvarande möjligt för ett svenskt kreditinstitut att utnyttja denna facilitet. Riksbanken skulle dock kunna behöva erbjuda sådana faciliteter i framtiden om behovet skulle uppkomma (dvs. om det uppkommer en brist på svenska statspapper).

Bestämmelsen i artikel 19.1 (b) i kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61 behandlar bl.a. den avgift som ska tas ut för kreditfaciliteten. Utförligare villkor för när undantaget får tillämpas finns i artikel 19.2 i kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61 och i kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/709.⁴⁵ Av den sistnämnda förordningen framgår bl.a. att ett kreditinstitut som vill utnyttja detta undantag ska anmäla det skriftligen till tillsynsmyndigheten och vilka krav som ska vara uppfyllda för att det ska få utnyttjas. Det föreligger inte någon ovillkorlig rätt för kreditinstitutet att använda sig av en kreditfacilitet som tillhandahålls av en centralbank.⁴⁶

Skälen för kommitténs förslag

De faciliteter som beskrivs i det föregående kan närmast uppfattas som faciliteter både för det individuella institutet och för det finansiella systemet. Facilitetslösningen har fördelen att den gör det tydligt på vilka villkor ett institut kan få stöd. Samtidigt kan centralbanken ta ut en avgift för faciliteten vilket undviker en subvention av likviditetsrisker och minskar den moraliska risken. Ytterligare en fördel är att instituten i ett krisläge inte behöver avyttra tillgångar för att få tag på likviditet utan kan vända sig direkt till centralbanken. Det minskar risken för att prisfall på tillgångar som finns i likviditetsbuffertarna leder till utförsäljningar till underpris (eng. *fire sales*) vilket skulle kunna förvärra krisen.⁴⁷ En facilitet ökar alltså på ett förutsägbart sätt utbudet av säkra tillgångar just i ett läge när efterfrågan på sådana har ökat. Att aktörerna vet att så kan ske är i sig stabilitetsfrämjande. Den kreditfacilitet som efter beslut av kommissionen får ersätta andra tillgångar i likviditetsbufferten skulle också kunna minska efterfrågan på extraordinär centralbanksfinansiering. Som beskrivs i det föregående får dock sådana kreditfaciliteter bara utnyttjas under vissa förutsättningar. Det hindrar dock inte att det

⁴⁵ Kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/709 av den 26 januari 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013 med avseende på tekniska standarder för tillsyn för att specificera villkoren för tillämpning av undantagen för valutor med begränsningar för de likvida tillgångarnas tillgänglighet.

⁴⁶ BIS (2013).

⁴⁷ Se Diamond och Rajan (2011).

kan visa sig vara värdefullt att Riksbanken kan tillhandahålla dem. Sådana lösningar finns i dag i t.ex. Australien och Sydafrika.⁴⁸

Kommittén anser att Riksbanken, under de förutsättningar som anges i kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61, ska ha möjlighet att tillhandahålla sådana särskilda likviditetsfaciliteter som direktivet beskriver och att detta ska framgå uttryckligen av riksbankslagen. Huruvida Riksbanken faktiskt ska tillhandahålla denna typ av likviditetsfaciliteter bör dock avgöras av Riksbanken, efter att Finansinspektionen fått tillfälle att yttra sig. Mot denna bakgrund föreslår kommittén att det i riksbankslagen tas in en uttrycklig bestämmelse om att Riksbanken får erbjuda sådana särskilda likviditetsfaciliteter som följer av artiklarna 12.1 (d) och 14 respektive artikel 19.1 (b) i kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61. Riksbanken får ta ut avgifter för sådana faciliteter. Riksbanken ska också ges möjlighet att meddela föreskrifter om avgifter och villkoren för dessa likviditetsfaciliteter. De närmare villkoren för sådana faciliteter kan även komma att framgå av avtalsvillkor som Riksbanken beslutar om, jfr Riksbankens villkor för RIX och penningpolitiska instrument. Riksbanken ska ge Finansinspektionen tillfälle att yttra sig innan den beslutar att erbjuda en särskild likviditetsfacilitet.

**Artiklarna 12.1 (d) och 14 samt artikel 19.1 (b)
i kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61**

Artiklarna 12 och 14

Enligt artiklarna 12.1 (d) och 14 i kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61 anges att följande kriterier gäller för att en likviditetsfacilitet ska kunna medräknas som en nivå 2B-tillgång:

a) Under en period utan stress omfattas faciliteten av en åtagandeavgift för den totalt beviljade summan som åtminstone är den större av följande:

i) 75 räntepunkter per år.

ii) Minst 25 räntepunkter per år över skillnaden i avkastning för de tillgångar som används för att backa upp faciliteten och avkastningen för en representativ portfölj med likvida tillgångar, efter anpassning till eventuella viktiga skillnader i fråga om kreditrisk.

⁴⁸ Dessa faciliteter beskrivs på respektive centralbanks webbplats (Reserve Bank of Australia respektive South African Reserve Bank).

Under en stressperiod kan en centralbank sänka den åtagandavgift som anges ovan, under förutsättning att de minimikrav som är tillämpliga för likviditetsfaciliteter enligt den alternativa likviditetsmetoden i enlighet med artikel 19 (se nedan) är uppfyllda.

b) Faciliteten backas upp av obelånade tillgångar⁴⁹ av en typ som specificeras av centralbanken. De tillgångar som tillhandahålls som säkerhet ska uppfylla samtliga följande kriterier:

i) De innehas i en form som underlättar en snabb överföring av dessa till centralbanken i händelse av att faciliteten begärs.

ii) Deras värde efter värderingsavdrag⁵⁰ av centralbanken är tillräckligt för att täcka facilitetens totala belopp.

iii) De ska inte räknas som likvida tillgångar för ett kreditinstituts likviditetsbuffert.

c) Faciliteten är kompatibel med centralbankens motpartsreferensram.

d) Facilitetens åtagandeperiod överskrider en stressperiod på 30 kalenderdagar.

e) Faciliteten återkallas inte av centralbanken innan dess avtalsenliga löptid och inga vidare kreditbeslut fattas så länge som det berörda kreditinstitutet fortsätter att anses vara solvent.

f) Centralbanken har offentliggjort en formell policy som fastställer dess beslut om att bevilja likviditetsfaciliteter med begränsad användning, de villkor som reglerar faciliteten och de typer av kreditinstitut som kan ansöka om faciliteterna.

Artikel 19

Enligt artikel 19.1 (b) i kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61 ska kreditfaciliteten uppfylla följande kriterier.

a) Den är avtalsenligt och oåterkalleligt beviljad under de nästkommande 30 kalenderdagarna.

b) Den är prissatt med en avgift som ska betalas oavsett det belopp, om något, som utnyttjats mot den faciliteten.

c) Avgiften fastställs till ett sådant belopp så att nettoavkastningen för de tillgångar som används för att säkra faciliteten inte

⁴⁹ I den svenska språkversionen har "unencumbered assets" inte översatts med skuldfria tillgångar.

⁵⁰ I den svenska språkversionen har "haircuts" inte översatts med värderingsavdrag utan med nedsättning.

får vara högre än nettoavkastningen för en representativ portfölj med likvida tillgångar, efter anpassning till eventuella viktiga skillnader i kreditrisk.

Appendix: Internationell utblick

Kommittén har gjort en internationell utblick för att få en uppfattning om vilka typer av verktyg som andra centralbanker erbjuder som svar på systemomfattande likviditetskriser. Den internationella utblicken omfattar sex centralbanker, nämligen ECB och centralbankerna i England, Kanada, USA, Norge och Nya Zeeland.

Det bör noteras att det finns betydande svårigheter i att genomlys och jämföra de olika nationella regelverken då centralbankernas beskrivning vad gäller innehåll och detaljeringsgrad skiljer sig åt. Av den orsaken varierar beskrivningarna av centralbankernas verksamhet. Ett antal sammanfattande intryck av beskrivningarna som följer är att alla de berörda centralbankerna kan ge likviditetsstöd för att motverka en systemomfattande kris. Beträffande operationer som innefattar tillgångar kan samtliga centralbanker tillgodose efterfrågan på centralbankspengar i utbyte mot tillgångar. Därutöver tillhandahålls likvida värdepapper i utbyte mot mindre likvida värdepapper. Vissa centralbanker skulle också kunna köpa och sälja värdepapper på marknaden.

För en mer utförlig beskrivning av centralbankers verksamhet inom finansiell stabilitet hänvisas till avsnitt 20.7.

ECB

ECB/Eurosystemets huvudmål är prisstabilitet. ECB/Eurosystemet ska också bidra till att behöriga myndigheter kan utöva tillsyn över kreditinstitut och övervaka det finansiella systemets stabilitet.⁵¹ För att förverkliga målen för ECBS och utföra dess uppgifter får ECB och de nationella centralbankerna:

- verka på de finansiella marknaderna genom att köpa och sälja fordringar och lätt omsättningsbara värdepapper med leverans (omgående eller på termin) eller enligt återköpsavtal och genom att ge och ta upp lån i sådana fordringar och värdepapper, såväl i euro som i andra valutor, samt genom transaktioner med ädelmetaller,
- utföra lånetransaktioner med kreditinstitut och andra marknadsaktörer, varvid lån ska lämnas mot tillfredsställande säkerheter.

⁵¹ ECB:s verksamhet beskrivs närmare i kapitel 9 och i avsnitt 20.7. Se även Mersch (2018).

Under 2018 har IMF genomfört en översyn (FSAP)⁵² av ECB och Eurosystemet. I den rekommenderas ECB bl.a. följande

1. Att artikulera ett uttryckligt finansiellt stabilitetsmandat för ECB/Eurosystemet.
2. Ytterligare harmonisera ELA (nödkrediter) och ytterst överväga att centralisera ELA-arrangemangen till ECB.

Till själva huvuddokumentet fogas ett antal s.k. tekniska noter. I den tekniska noten om ”Systemic Liquidity Management”⁵³ anförs att de stödåtgärder som ECB/Eurosystemet fram till i dag har vidtagit har kopplats till transmissionen av penningpolitiken. Åtgärderna var enligt noten effektiva men valmöjligheterna skulle ha varit vidare och de operativa valen tydligare om ECB/Eurosystemets finansiella stabilitetsmandat hade varit tydligare. Beträffande köp och försäljning av tillgångar konstateras att småskaliga köp- och försäljningsoperationer i vissa fall kan vara lika stöttande men utan att ha motsvarande effekt på den penningpolitiska expansionen som de storskaliga tillgångsköp som ECB genomfört. ECB/Eurosystemet rekommenderas därför i den tekniska noten att ta fram principer för när sådana åtgärder kan vidtas för att hantera potentiell dysfunktion i systemviktiga värdepappersmarknader.

Någon motsvarande rekommendation avseende tillgångsköp finns inte i huvuddokumentet. I stället finns det en rekommendation om att ECB bör hantera övergången från krisrelaterad policy och utveckla den framtida operativa ramen för att reflektera lagstiftnings- och marknadsutvecklingen. I löptexten anför sedan IMF att ECB/Eurosystemet kan behöva intervensera på systemviktiga marknader för att upprätthålla likviditeten och prisbilden och att detta kan behöva göras på annat sätt än genom storskaliga köp eller utlåning.⁵⁴

Eftersom ECB:s ramverk avser penningpolitik och betalningssystem, behandlas de inte närmare här.⁵⁵ Beträffande stöd som faller utanför ECB:s ramverk hänvisas till den internationella utblicken i appendixet till kapitel 23.

⁵² Financial Sector Assessment Program, se IMF (2018a).

⁵³ IMF (2018b).

⁵⁴ IMF (2018a), s. 8 samt 30 och 31.

⁵⁵ Beskrivningar av ECB:s åtgärder under krisen finns exempelvis i IMF (2018b), appendix II, Praet (2016) och SOU 2013:6.

Bank of England

Uppdraget

Bank of Englands uppdrag är att ”promote the good of the people of United Kingdom by maintaining monetary and price stability”.⁵⁶

Bank of Englands interna ramverk

Bank of England har efter den globala finanskrisen antagit ett nytt ”Sterling Monetary Framework” (SMF). Förutom åtgärder för att uppnå inflationsmålet, innehåller ramverket tre likviditetsförsäkrande faciliteter. Dessa bidrar till finansiell stabilitet, men kan också minska förekomsten av stora oförutsägbara förändringar i efterfrågan på centralbankspengar och därigenom förebygga komplikationer vid implementeringen av penningpolitiken. Enligt SMF är den monetära politiken och det finansiella stabilitetssyftet därför nära sammankopplat.

I det följande beskrivs Bank of Englands likviditetsförsäkrande faciliteter med utgångspunkt från deras syften.⁵⁷ Det bör dock noteras att Storbritannien har undantag från EUF-fördraget på flera områden, bl.a. avseende kravet på centralbankens oberoende.

Tillförsel av centralbankspengar

Två av Bank of Englands likviditetsförsäkrande åtgärder kan användas för att tillföra centralbankspengar.

- Indexed Long-Term Repo (ILTR) operations: Målgruppen är institut som har ett förutsebart behov av likvida tillgångar. Faciliteten har normalt sex månaders löptid och erbjuds varje månad. Centralbankspengar tillhandahålls och ett auktionsförfarande används för tilldelningen.
- Contingent Term Repo Facility (CTRF): Faciliteten gör det möjligt för Bank of England att tillhandahålla centralbankspengar mot säkerheter, vid vilken tidpunkt som helst och till det pris och med den löptid som Bank of England bestämmer, som svar på en

⁵⁶ Bank of England Act.

⁵⁷ Beskrivningen av faciliteter, säkerheter och motparter utgår från Bank of England (2015).

faktisk eller förväntad marknadsvid stress av exceptionell natur. Villkoren bestäms av banken vid varje tillfälle och beror på rådande marknadsförhållanden. Auktionsförfarande används.

Säkerheter

Bank of England delar in de säkerheter den accepterar i tre grupper.

- Nivå A: Exempelvis höglikvida och högkvalitativa statspapper.
- Nivå B: Bl.a. likvida och högkvalitativa statspapper (andra än under nivå A) samt bostads- och företagsobligationer.
- Nivå C: Bl.a. mindre likvida värdepapperiseringar, egna värdepapper och låneportföljer.

För intradagskrediter och kortfristiga penningpolitiska operationer accepterar Bank of England bara nivå A-tillgångar. För ILTR och CTRF accepterar banken säkerheter ur alla grupper. Priset reflekterar likviditetsuppraderingen, dvs. beror på vilken typ av säkerhet som motparten tillhandahåller.

Motparter

De som kan vara motparter till Bank of England beträffande ILTR och CTRF är banker, hypotekskassor (eng. *building societies*) och vissa värdepappersbolag (broker dealers).

Beslutsfattande

Bank of England har en kommitté som behandlar frågor om finansiell stabilitet (Financial Policy Committee, FPC) och en kommitté som behandlar frågor om penningpolitik (Monetary Policy Committee, MPC).

FPC ska bidra till Bank of Englands finansiella stabilitetsmål, dvs. att skydda och förbättra (eng. *protect and enhance*) stabiliteten i det brittiska finansiella systemet. Till FPC:s uppdrag hör att identifiera, övervaka och vidta åtgärder för att undanröja eller minska systemrisk. FPC får utfärda bindande instruktioner (eng. *power of direc-*

tion) till bl.a. PRA (Prudential Regulation Authority) och utfärda rekommendationer. Till FPC:s uppgifter hör bl.a. att bestämma nivå på den kontracykliska kapitalbufferten.⁵⁸

Eftersom utformningen av Bank of Englands likviditetsförsäkringar kan påverka det finansiella systemets stabilitet, ska FPC även godkänna tillämpningsområdet för och de principer som bestämmer utformningen av ILTR och CTRF. Ansvaret för den detaljerade utformningen och tillhandahållandet av faciliteterna ligger dock på bankens verkställande ledning (centralbankschefen och vice centralbankschefer) som ansvarar inför the Court (styrelsen) för hur bankens balansräkning används. FPC kommer att konsulteras om ledningen avser att göra ändringar i likviditetsfaciliteterna. Enligt den brittiska centralbankslagen får FPC utfärda rekommendationer till Bank of England om bankens tillhandahållande av finansiellt stöd till finansiella institut i allmänhet. FPC får dock inte utfärda rekommendationer beträffande ett specifikt institut. FPC kommer ändå, med beaktande av omständigheterna vid tidpunkten, hållas informerad om åtgärder beträffande enskilda institut som är relevanta för FPC:s funktion.⁵⁹

Byte av mindre likvida tillgångar mot mer likvida tillgångar

Bank of England erbjuder också en bilateral diskonteringsfacilitet, Discount Window Facility (DWF).⁶⁰ Den tillhandahålls på begäran. Målgruppen är ett institut som upplever en företagsspecifik eller marknadsvid chock. Den gör det möjligt för en deltagare att låna höglikvida tillgångar, normalt statspapper, i utbyte mot mindre likvida tillgångar med varierande löptider. Motparten kan sedan få tillgång till betalningsmedel, t.ex. genom att låna ut dem på marknaden eller använda dem som säkerheter i ILTR. Bank of England kan dock låna ut centralbankspengar om det visar sig nödvändigt, t.ex. om marknaden för statspapper eller repor inte fungerar som man kan förvänta sig.

⁵⁸ Bank of England (2016). Se även följande hemsidor hos Bank of England: www.bankofengland.co.uk/financial-stability och www.bankofengland.co.uk/faq#anchor_1521814815561

⁵⁹ Bank of England (2018). Se även avsnitt 20.7.

⁶⁰ Discount Window Facilities som tillhandahålls av Bank of England skiljer sig från den facilitet med samma namn som tillhandahålls av Federal Reserve.

Säkerheter

Bank of England accepterar samma säkerheter som beträffande ILTR och CTRF, dvs. tillgångar i grupp A–C (se ovan).

Motparter

Som motparter i DWF accepterar Bank of England banker, hypotekskassor (eng. *building societies*), vissa värdepappersbolag (broker dealers) och centrala motparter.

Beslutsfattande

FPC:s godkänner tillämpningsområdet för och de principer som bestämmer utformningen, men ansvaret för den detaljerade utformningen och tillhandahållandet av faciliteterna ligger på bankens verkställande ledning (se ovan).

Marknadsgarant i sista instans

Av SMF framgår under rubriken likviditetsfaciliteter att Bank of England i exceptionella fall kan komma att agera som marknadsgarant i sista instans, dvs. köpa och sälja värdepapper till i förväg bestämda priser. Varje sådan åtgärd ska syfta till att förbättra likviditeten på en eller flera marknader vars illikviditet utgör ett hot mot den finansiella stabiliteten eller bedöms vara viktigt för transmissionen av penningpolitiken. Hur viktig en marknad är beror enligt ramverket sannolikt på dess storlek och utbytbarhet samt dess kopplingar till andra marknader. En intervention från Bank of England ska vara tillfällig och katalytisk och bara stödja de marknader som banken bedömer vara livskraftiga på lång sikt och utformad på ett sätt som gör det möjligt för Bank of England att avveckla sin position när marknaden normaliseras.

Det pris som erbjuds beror på omständigheterna vid tidpunkten i fråga. Prissättningen kommer dock att vara oattraktiv jämfört med normala förhållanden. Interventionen kommer att utformas för att säkerställa att Bank of England inte i slutändan äger en stor andel

värdepapper på en viss marknad och så att den risk den tar står i proportion till dess kapital.

Möjligheten att vara marknadsgarant beskrivs av Bank of England som en åtgärd som är möjlig att vidta men inte som en åtgärd som är aktiv just nu.

Godkännande av Finansdepartementet

Bank of England har huvudansvaret för krishantering och har vida befogenheter att hantera banker som får finansiella problem. Bank of England och Treasury (det brittiska finansdepartementet) har träffat en överenskommelse om den närmare ansvarsfördelningen inom området finansiell stabilitet.⁶¹

Som beskrivs i avsnitt 20.7 måste Treasury godkänna vissa av centralbankens beslut för att de ska bli gällande. Dit hör likviditetsstöd till ett eller flera individuella företag i fråga om åtgärden inte ryms inom centralbankens offentliggjorda ramverk (SMF). Något godkännande krävs alltså inte beträffande åtgärder som ryms inom SMF. I vissa speciella situationer får finansministern dock instruera centralbanken att ge likviditetsstöd till det finansiella systemet som helhet eller att ge nödkrediter. Befogenheten att instruera Bank of England får dock inte användas beträffande policybeslut som fattas av MPC eller FPC eller för ändringar av det av Bank of England offentliggjorda ramverket för att stödja det finansiella systemet.

Bank of Canada

Uppdraget

Av preambeln till den kanadensiska centralbankslagen (Bank of Canada Act) framgår att centralbanken ska reglera kredit och valuta för att stärka landets ekonomi, för att kontrollera och skydda det externa värdet av landets valuta och begränsa förändringarna av den allmänna nivån på produktion, handel, priser och sysselsättning, så långt det kan vara möjligt inom ramen för monetära åtgärder, och

⁶¹ Deras överenskommelse (eng. *Memorandum of Understanding*) finns tillgänglig på följande webbplats: www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/memoranda-of-understanding/mou%20between%20the%20bank%20including%20the%20pra%20and%20hm%20treasury%20re%20financial%20crisis%20management.

för att i allmänhet att främja Kanadas ekonomiska och finansiella välfärd.

I artikel 18 (g) i den kanadensiska centralbankslagen (Bank of Canada Act), beskrivs vilka befogenheter Bank of Canada har. Av paragrafen framgår bl.a. att Bank of Canada i syfte att bedriva penningpolitik eller främja stabiliteten i det kanadensiska finansiella systemet får i) köpa och sälja värdepapper och andra finansiella instrument – dock inte aktier och liknande – som är förenliga med den policy som beslutats av centralbankschefen, och ii) om centralbankschefen anser att det är en allvarlig och ovanligt stress på en finansiell marknad eller i det finansiella systemet, köpa eller sälja värdepapper och andra finansiella instrument i den omfattning som centralbankschefen beslutar. Om Bank of Canada vidtar åtgärder med stöd av den sistnämnda bestämmelsen ska det offentliggöras att centralbankschefen anser att det är en allvarlig och ovanligt stress på en finansiell marknad eller i det finansiella systemet.

I centralbankslagen tilldelas Bank of Canada även andra befogenheter men dessa är inte på motsvarande sätt specifikt knutna till finansiell stabilitet eller penningpolitik. Till dessa befogenheter hör bl.a. köp och försäljning av valutor, kreditgivning och mottagande av inlåning från banker. För lånen ska Bank of Canada ta säkerheter.

Bank of Canadas interna ramverk

Bank of Canada har tagit fram ett ramverk för marknadsoperationer och likviditetstillförsel.⁶² Enligt ramverket vidtar Bank of Canada, för att uppfylla sitt ansvar för penningpolitik och finansiell stabilitet, ett antal finansiella marknadsoperationer inom ramen för sitt penningpolitiska ramverk och tillhandahåller likviditet till det kanadensiska finansiella systemet vid behov. Bank of Canada är också sista låneinstans. De åtgärder som Bank of Canada vidtar är utformade för att uppnå ett eller flera av följande syften:

1. Förstärka räntan för intradagskrediter (eng. *Reinforcing Target for the Overnight Rate*).
2. Stödja den kanadensiska finansmarknadens effektiva funktions sätt.
3. Tillhandahålla likviditet under extraordinära omständigheter.

⁶² Se även Bank of Canada (2018).

I det följande beskrivs översiktligt Bank of Canadas åtgärder för att uppnå det sistnämnda syftet (punkten 3).

Bank of Canada kan enligt sitt ramverk reagera på en systemomfattande likviditetsstress genom att expandera sin befintliga verktyglåda och genom att göra exempelvis något av följande.⁶³

- Genomföra exceptionella återköpstransaktioner med maximal löptid om 380 dagar, genom att använda ett utökat antal värdepapper och instrument, under förutsättning att visa kriterier är uppfyllda (se nedan).
- Låna ut till en bredare krets finansiella institut än de som är deltagare i centralbankens centrala betalningssystem och på längre löptider än över natten.
- Genomföra direkta köp av ett utökat antal värdepapper och instrument, under förutsättning att visa kriterier är uppfyllda och att ändring görs i Bank of Canadas policy för köp och försäljning av värdepapper (se nedan).
- Aktivera Contingent Term Repo Facility (CTRF, se nedan).

Faciliteter

Bank of Canada hade under krisen likviditetsfaciliteter som gjorde det möjligt för motparterna att få centralbankspengar i utbyte emot olika typer av säkerheter i statspapper och värdepapper emitterade av privata företag (bl.a. företagscertifikat och tillgångsbaserade företagscertifikat (eng. Asset Backed Commercial Papers) samt vissa låneportföljer). Ingen av dessa likviditetsfaciliteter är aktiva i dag. Bank of Canada erbjöd vidare deltagarna i det centrala betalningssystemet att tillfälligt byta ut sina befintliga säkerheter mot vissa låneportföljer.

Contingent Term Repo Facility

Bank of Canada har i dag en för närvarande inaktiv facilitet, Contingent Term Repo Facility (CTRF), som aktiveras när Bank of Canada bestämmer det. Syftet med faciliteten är att motverka en allvarlig

⁶³ För en beskrivning av bankens ramverk, se även Guzman (2016).

marknadsvid stress (inte att hantera idiosynkratiska likviditetschocker i individuella institut). När CTRF aktiveras erbjuds godtagbara motparter likviditet bilateralt.

Motparter i CTRF får vara primary dealers och dotterbolag till dem. Även andra företag får vara motparter till Bank of Canada om de kan visa att de har en väsentlig aktivitet på den kanadensiska penning- eller obligationsmarknaden. Villkoren för CTRF publiceras när faciliteten aktiveras. Vilka säkerheter som accepteras är därför inte känt.

Återköpsavtal

Bank of Canada har också tagit fram en policy för köp och försäljning av värdepapper (artikel 18 [g] i centralbankslagen, se ovan under beskrivningen av Bank of Canadas uppdrag). Av den framgår att banken köper och säljer värdepapper och instrument genom återköpsavtal för att bedriva penningpolitik och främja stabiliteten i det finansiella systemet. Banken bestämmer själv när åtgärderna ska vidtas och vilka värdepapper och instrument som den kommer att använda. Policyn innehåller tre olika typer av transaktioner:

1. Återköpsavtal i normala fall med marknadsgaranter i penningpolitiskt syfte avseende statspapper.
2. Återköpsavtal i normala fall med marknadsgaranter för att främja stabiliteten i det finansiella systemet avseende värdepapper emitterade av den kanadensiska staten eller delstatsregeringarna.
3. Återköpsavtal i exceptionella fall i syfte att adressera en stress i det finansiella systemet som kan ha väsentliga makroekonomiska konsekvenser eller i syfte att implementera penningpolitiken. Sådana återköpsavtal kan avse fler instrument än de under 1 och 2 (bl.a. vissa säkerställda obligationer). Sådana transaktioner får ha en löptid på högst 380 dagar. Motparter och villkor för sådana transaktioner annonseras när Bank of Canada avser att tillhandahålla transaktionerna.

Åtgärderna gäller vid sidan om Bank of Canadas befogenheter enligt artikel 18(g) ii (se ovan) att köpa och sälja värdepapper och andra finansiella instrument när centralbankschefen anser att det föreligger

en allvarlig och ovanlig finansiell stress på en finansiell marknad eller i det finansiella systemet.

Marknadsgarant i sista instans

Bank of Canada har inte uteslutit att det i framtiden kan bli nödvändigt för centralbanken att agera inte bara sista låneinstans utan också marknadsgarant i sista instans för att stödja störningsutsatta kärnfinansieringsmarknader. Centralbanken har dock ännu inte gjort det.⁶⁴

Federal Reserve (Fed)

Uppdraget

Enligt Federal Reserve Act ska de åtgärder som Federal Reserve (Fed) vidtar i penningpolitiskt syfte uppnå tre mål: maximal sysselsättning, stabila priser och måttliga långa räntor.⁶⁵ Till Feds övriga ansvarsområden hör bl.a. att främja det finansiella systemets stabilitet, utöva tillsyn över och reglera finansiella institut och att främja säkra och effektiva betalnings- och avvecklingssystem.

Feds arbete med finansiell stabilitet är integrerad med dess mandatmål om prisstabilitet och full sysselsättning.⁶⁶

Feds beskrivning av sin verksamhet

På sin webbplats beskriver Fed syftet med sin verksamhet och sina funktioner. Där framgår att Fed har tilldelats befogenheten att agera sista låneinstans till en bred krets företag men stödet får inte utformas så att det stödjer ett individuellt institut.

⁶⁴ Se Johnson och Santor (2013). Där beskrivs också vilka kriterier som Bank of Canada använder för att identifiera en kärnfinansieringsmarknad och vilka kärnfinansieringsmarknader banken har identifierat.

⁶⁵ Avsnitt 2A (Målet för penningpolitiken) i Federal Reserve Act.

⁶⁶ Brainard (2018).

Fed har befogenhet att tillhandahålla likviditet till institut som tar emot insättningar (eng. *depository institutions*) genom att använda vanliga, traditionella verktyg såsom öppna marknadsoperationer⁶⁷ och diskonteringsfaciliteten (Discount Window Facility) som är en utlåningsfacilitet⁶⁸. De öppna marknadsoperationerna styrs av syftet att stödja handel och näringsliv och med hänsyn till hur de påverkar den allmänna kreditsituationen i landet.⁶⁹

Fed får också tillhandahålla likviditet till institut som inte tar emot inlåning (eng. *non depository institutions*) när det föreligger ovanliga och krävande situationer.⁷⁰

Kongressen kräver att Fed säkerställer att skattebetalarna är skyddade mot förluster.

De åtgärder som Fed vidtog under den globala finanskrisen, beskrivs av Fed på dess webbplats som en del av penningpolitiken. Dit hörde exempelvis att Fed lånade ut större belopp och på andra villkor än normalt och utvidgade motparts-kretsen. Fed köpte också statspapper och andra värdepapper.⁷¹

Beslutsordning

Federal Open Market Committee (FOMC) beslutar om vilka öppna marknadsoperationer som Fed vid varje tidpunkt ska vidta.⁷²

Norges Bank

I Norge har en utredning (centralbanksutredningen) nyligen gjort en översyn av den norska riksbankslagen (NOU 2017:13). I april 2019 lade den norska regeringen fram en proposition (prop. 97 L, 2018–2019) till Stortinget (den norska riksdagen). Lagen träder i kraft den 1 januari 2020.

⁶⁷ Köp och försäljning av värdepapper på den öppna marknaden.

⁶⁸ Fed tillhandahåller tre olika diskonteringsfacilitetsprogram. Räntan – diskonteringsräntan – sätts över den normala kortfristiga marknadsräntan.

⁶⁹ Avsnitten 12A och 14 i Federal Reserve Act.

⁷⁰ "Unusual and exigent circumstances".

⁷¹ Under den globala finanskrisen etablerade Fed också nödfaciliteter för att tillföra likviditet till marknaden för återköpsavtal, företagscertifikat och värdepapper med bakomliggande tillgångar som säkerhet (eng. *asset backed securities*).

⁷² Avsnitt 12A i Federal Reserve Act.

Enligt lagen är Norges Bank ett eget rättssubjekt som ägs av staten (1 kap. 1 §).

Kungen i statsråd (dvs. regeringen) kan besluta om målen för centralbanksverksamheten (se nedan). Norges Bank ska ges möjlighet att uttala sig innan beslutet fattas. Stortinget ska underrättas om sådana beslut. Av denna bestämmelse följer exempelvis att Kungen i statsråd kan bestämma vilket mandatet för penningpolitiken eller vilket målet för finansiell stabilitet ska vara (1 kap. 4 §).

I den nya lagen förtydligas vilka *ändamål* som Norges Bank har. Till de ändamål som räknas upp i lagen hör bl.a. att upprätthålla ett fast penningvärde och att främja stabiliteten i det finansiella systemet och ett effektivt och säkert betalningssystem (1 kap. 1 §).

För att Norges Bank ska uppnå dessa ändamål identifieras i lagen följande centrala uppgifter (*centralbanksuppgifter*, 1 kap. 2 §).

1. Att vara den utövande och rådgivande myndigheten i penningpolitiken.
2. Att vara en utövande och rådgivande myndighet i arbetet för finansiell stabilitet.
3. Ställa ut sedlar och mynt, underlätta för det centrala avvecklingsystemet och övervaka betalningssystemet.
4. Ta emot inlåning från och ge kredit till banker och andra företag i den finansiella sektorn samt handla i finansmarknaderna och utföra alla former av finansiella tjänster.
5. Äga landets valutareserv och säkerställa en effektiv och ansvarsfull (norska *forsvarlig*) förvaltning av den.
6. Vidta andra åtgärder som är vanliga eller naturliga för en centralbank.

Beträffande Norges Banks instrument anges bl.a. följande (3 kap. 1 §):

1. Norges Bank får för att främja sina ändamål (se ovan)
 - a) ta emot inlåning och ge kredit till banker och andra företag i den finansiella sektorn,
 - b) köpa, sälja och förmedla valuta och finansiella instrument,
 - c) ställa ut och omsätta egna finansiella instrument, och

- d) ställa minimikrav på inlåning från företag som har konton i Norges Bank (kassakrav).
2. Norges bank får ge kredit på särskilda villkor, när det finns särskilda förhållanden.
3. Norges Bank ska kräva betryggande säkerheter för kredit.

Av lagen framgår att de som kan få kredit från eller sätta in medel hos Norges Bank är banker och andra företag i finansiell sektor. Det är en vidare krets än enligt gällande rätt.

Bestämmelsen om att Norges Bank ska kräva betryggande säkerhet för sina lån är enligt propositionen ny men ligger i linje med den praxis som har tillämpats.

Bestämmelsen om kassakrav är också ny.

Bestämmelsen om köp och försäljning av finansiella instrument och valuta öppnar, enligt propositionen, för användning av en bredare uppsättning finansiella instrument och möjlighet att handla med värdepapper också i utländsk valuta.

Bestämmelsen om att Norges Bank får omsätta egna finansiella instrument har vidareförts från den nuvarande centralbankslagen. Men enligt propositionen har begreppet skuldebrev ersatts med finansiella instrument som exempelvis kan omfatta derivat.

I överväganden beträffande Norges Banks köp och försäljning av finansiella instrument m.m. hänvisas i propositionen till att centralbanker i de stora avancerade ekonomierna har infört olika program för uppköp av värdepapper. Centralbankerna i USA, Euroområdet, Storbritannien och Japan har alla infört olika former av kvantitativa lättnader. Syftet har varit att tillföra likviditet och att reducera de långsiktiga marknadsräntorna och därmed bidra till ökade investeringar och ökad konsumtion bland hushåll och företag. Det konstateras vidare att det kan uppstå situationer då det av hänsyn till finansiell stabilitet anses som ändamålsenligt att öka mängden tillgängliga likvida värdepapper på marknaden och att detta bäst kan göras genom att ställa ut centralbanksobligationer.

Enligt propositionen kan det inte uteslutas att sådana åtgärder också kan bli nödvändiga i Norge. Lagen bör inte utgöra hinder mot att Norges Bank kan vidta sådana åtgärder inom ramarna för lagens ändamål. Departementet förutsätter att om Norges Bank kommer att använda detta verktyg, kommer det att anses vara sådana viktiga

frågor (norska *saker av viktighet*) och att det är naturligt att banken informerar departementet innan det används.⁷³

Den nyzeeländska centralbanken

Enligt sektion 1A i den nyzeeländska centralbankslagen är den nyzeeländska centralbanken ansvarig för att formulera och implementera penningpolitiken, främja upprätthållandet av ett sunt och effektivt finansiellt system och fullgöra andra funktioner och utöva de befogenheter som anges i lagen.

Enligt sektion 31 i den nyzeeländska centralbankslagen ska centralbanken agera sista läninstans för det finansiella systemet om den anser att det är nödvändigt för att upprätthålla ett sunt finansiellt system.

Hur den nyzeeländska centralbanken agerar sista låneinstans beskrivs av IMF i dess utvärdering (FSAP) av Nya Zeeland 2017.⁷⁴ Enligt den har den nyzeeländska centralbanken stående faciliteter som den kan använda för att ge godtagbara motparter möjlighet att låna pengar eller obligationer om de inte kan få tillgång till dessa tillgångar via en marknadsplats.

I normala tider används bara dessa faciliteter. För att hantera finansiella störningar får centralbanken använda sina diskretionära befogenheter att ändra villkoren för sina befintliga faciliteter eller tillhandahålla nya faciliteter.

Den nyzeeländska centralbanken har behållit de verktyg den använde under den globala finanskrisen i sin verktygslåda och de kan återintroduceras snabbt om det krävs. Dit hörde bl.a. en auktionsfacilitet (Term Auction Facility, TAF), som erbjöd lån på 3, 6 och 12 månader, veckovisa öppna marknadsoperationer som innebar att den nyzeeländska centralbanken var villig att acceptera företags-

⁷³ Enligt propositionen ska Norges Bank informera departementet om viktiga frågor (saker av viktighet, 1 kap. 6 §). Den bestämmelsen ersätter en bestämmelse i gällande rätt om att Norges Bank innan den beslutar i ärenden av särskild vikt ska lägga fram saken för departementet. Eftersom informationsplikten avser viktiga frågor – inte särskilt viktiga frågor – blir dock informationsplikten vidare än i den befintliga framläggandebestämmelsen. Bestämmelsen innehåller inte något krav på att departementet får information innan Norges Bank fattar beslut eller liknande. Enligt propositionen kommer det likväl att vara viktigt att departementet i enskilda fall eller på särskilda områden informeras innan banken fattar beslut eller offentliggör en omständighet. Enligt propositionen gäller det bl.a. om det finns behov av att koordinera svar eller liknande.

⁷⁴ IMF (2017), stycke 49–53.

papper och värdepapper med bakomliggande tillgångar som säkerheter (eng. *Asset Backed Securities*).

Den nyzeeländska centralbanken är ensam beslutsfattare i normala tider.

22.9 Referenser

- Bank of Canada (2018), *Statement of policy governing the acquisition and management of financial assets for the Bank of Canada's balance sheet*, november.
- Bank of England (2015), *The Bank of England's Sterling Monetary Framework*, juni.
- Bank of England (2016), *The Financial Policy Committee's approach to setting the countercyclical capital buffer*, april.
- Bank of England (2018), *The FPC and the bank's liquidity insurance operations*, juni.
- Bertsch, C. och J. Molin (2016), "Revisiting the role of central banks as liquidity providers – old and new challenges", *Penning- och valutapolitik* 2016:2, s. 89–158. Riksbanken.
- Bindseil, U., M. Corsi, B. Sahel och A. Visser (2017), "The Euro-system collateral framework explained", *ECB Occasional Paper Series*, nr 189, maj. Europeiska centralbanken.
- BIS (2013), *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools*, januari.
- BIS (2014), "Work on the Liquidity Coverage Ratio finalized by the Basel Committee", *Pressmeddelande*, 12 januari.
- Brainard, L. (2018), *An update on the Federal Reserve's financial stability agenda*, tal, 3 april, Federal Reserve.
- Cecchetti, S. och K. L. Schoenholtz (2017), "How to ensure the provision of safe assets", blogginlägg på *Money and Banking*, tillgänglig på följande webbplats:
<https://www.moneyandbanking.com/commentary/2017/6/24/how-to-ensure-the-crisis-provision-of-safe-assets>.
- Diamond, D. W. och R. G. Rajan (2011), "Fear of fire sales, illiquidity seeking, and credit freezes", *Quarterly Journal of Economics*, vol 126, nr 2, s. 557–591.
- Guzman de, M. (2016), "Market operations and liquidity provision at the Bank of Canada", *Bank of Canada Review*, våren 2016.
- IMF (2016a), "United Kingdom: Financial Sector Assessment Program – review of the Bank of England's liquidity framework – technical note", *IMF Country Report* nr 16/159 juni, Internationella valutafonden.

- IMF (2016b), "Sweden: Financial System Stability Assessment", *IMF Country Report* nr 16/355, november, Internationella valutafonden.
- IMF (2017), "New Zealand, Financial Sector Assessment Program, technical note – Contingency planning and crisis management framework", *IMF Country Report* nr 17/116, maj.
- IMF (2018a), "Euro area policies: Financial System Stability Assessment", *IMF Country Report* nr 18/226, juli, Internationella valutafonden.
- IMF (2018b), "Euro area policies: Financial System Stability Assessment, technical note – Systemic liquidity management", *IMF Country Report* nr 18/229, juli, Internationella valutafonden.
- Johnson G. och E. Santor (2013), *Central bank liquidity provision and core funding markets*, Conference Volume, Reserve Bank of Australia.
- Kearns, J. och P. Lowe (2008), "Promoting liquidity: Why and how?", *Research Discussion Paper* nr 2008-06, oktober, Reserve Bank of Australia.
- King, D., L. Brandao-Marques, K. Eckhold, P. Lindner och D. Murphy (2017), "Central bank emergency support to securities markets" *IMF Working paper*, nr 152, Internationella valutafonden.
- Lavoie, S., A. Sebastian och V. Tralet (2011), "Lessons from the use of extraordinary central bank liquidity facilities", *Bank of Canada Review*, våren 2011.
- Mersch, Y. (2018), *Financial stability and the ECB*, tal, 6 september, Europeiska centralbanken.
- Praet, P. (2016), *The ECB and its role as lender of last resort during the crisis*, tal, 10 februari, Europeiska centralbanken.
- SOU 2013:6, *Att förebygga och hantera finansiella kriser*.
- Tucker, P. (2009), *The repertoire of official sector interventions in the financial system – last resort lending, market-making, and capital*, tal, 28 maj, Bank of England.
- Tucker, P. (2014), "The lender of last resort and modern central banking: principles and reconstruction", s. 10–42 i Bank for International Settlements (red.), *Re-thinking the lender of last resort*, Bank for International Settlements.

Tucker, P. (2018), *Unelected power, the quest for legitimacy in central banking and the regulatory state*, Princeton: Princeton University Press.

23 Nödkrediter

23.1 Inledning

23.1.1 Utgångspunkter

I kapitel 22 behandlas Riksbankens befogenheter att vidta åtgärder för att motverka en systemomfattande likviditetskris som drabbar flera företag samtidigt till följd av marknadsstörningar. Sådana marknadsstörningar kan Riksbanken möta genom att ge generellt likviditetsstöd, vilket innebär att stöd erbjuds en bredare krets företag på samma villkor (i fråga om valuta, säkerheter, ränta m.m.).

I detta kapitel ligger fokus på likviditetsproblem till följd av specifika problem som drabbar enskilda företag. Ett sådant likviditetsstöd tar ofta formen av en kredit och villkoren för stödet utformas för att möta det individuella företagets problem (belopp, löptid etc.) och förutsättningar (t.ex. säkerheter). Det kan också komma att ställas upp särskilda villkor för ett sådant stöd.

Kommittén har tidigare slagit fast att en centralbank har en unik möjlighet att tillföra likviditet i form av centralbankspengar till enskilda aktörer, vilket brukar benämnas nödkrediter, se avsnitt 4.6. Riksbankens möjlighet att ge nödkrediter ska med den utgångspunkten föras över till den nya riksbankslagen och möjligheten omprövas inte. I det följande behandlas de närmare förutsättningarna för en sådan kredit.

23.1.2 Kommitténs uppdrag

Enligt kommittédirektiven ska kommittén överväga

- om Riksbankens möjligheter att ge krediter till enskilda företag bör utvidgas,
- om eventuella förluster som dessa krediter ger upphov till ska garanteras av staten,
- hur det nya krishanteringsramverket påverkar Riksbankens möjligheter att ge krediter till enskilda finansiella företag, och
- hur likviditetsstöd till enskilda finansiella företag ska samordnas mellan Riksgäldskontoret och Riksbanken så att Riksgäldskontorets uppdrag som resolutionsmyndighet kan utföras på ett ändamålsenligt sätt.

23.1.3 Disposition

Både Riksbanken och Riksgäldskontoret får ge likviditetsstöd för att hantera individuella företags problem, se avsnitt 8.2. Detta kapitel inleds med en jämförelse mellan Riksbankens och Riksgäldskontorets åtgärder för stöd riktade till individuella företag. Därefter kommer ett avsnitt som beskriver när det kan bli aktuellt att ge en nödkredit och ett annat avsnitt som jämför nödkrediter med generellt likviditetsstöd. Det följs av ett avsnitt rubricerat internationell utblick och unionsrätten samt ett avsnitt om Bagehots regel (avsnitten 23.2–23.6).

Efter dessa bakgrundsbetonade avsnitt behandlar kommittén hur Riksbankens befogenhet att ge nödkredit bör utformas (avsnitt 23.7).

Avslutningsvis (avsnitt 23.8) behandlar kommittén de särskilda frågeställningar som uppkommer när ett företag i resolution behöver en nödkredit.

Frågan om det ska finnas en stående garanti för eventuella förluster som Riksbankens nödkrediter ger upphov till, behandlas närmare i avsnitt 24.5. I samma kapitel behandlas Riksbankens samverkan med andra myndigheter. Gränsdragningen mot penningpolitiken behandlas i kapitel 25.

23.2 Riksbankens och Riksgäldskontorets åtgärder för stöd till individuella företag

I gällande rätt finns Riksbankens befogenhet att ge en s.k. nödkredit i 6 kap. 8 § riksbankslagen. Enligt den bestämmelsen får Riksbanken, om det finns synnerliga skäl, i likviditetsstödjande syfte på särskilda villkor ge kredit eller lämna garanti till sådana bankinstitut och svenska företag som står under tillsyn av Finansinspektionen. Det är emellertid inte bara Riksbanken som har befogenheten att ge likviditetsstöd till ett enskilt företag. Även Riksgäldskontoret har verktyg som kan användas för att hantera enskilda företags likviditetsproblem. Riksgäldskontoret får – under vissa förutsättningar – ge förebyggande statligt stöd i form av garantier till ett kreditinstitut, se lagen (2015:1017) om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut. Om företaget är försatt i resolution får Riksgäldskontoret stödja företaget, exempelvis genom att ge krediter eller ställa ut garantier, se lagen (2015:1016) om resolution.¹

Den skillnad som föreligger mellan Riksbankens och Riksgäldskontorets förmåga att hantera individuella företags problem, är i huvudsak densamma som den skillnad som föreligger beträffande myndigheternas förmåga att hantera en systemomfattande likviditetskris (se avsnitt 22.3). Eftersom Riksbanken har en unik förmåga att skapa likviditet ska Riksbanken enligt kommitténs uppfattning ha ett särskilt ansvar för likviditetsstöd vid en kris både till det finansiella systemet som helhet och till individuella företag. Riksbanken behöver därför också ha de befogenheter som behövs för att utföra denna uppgift (jfr avsnitt 22.4). De förslag som redovisas i detta kapitel preciserar Riksbankens befogenheter vad gäller stöd till enskilda företag.

Jämfört med privata aktörer – och i likhet med Riksgäldskontoret – torde Riksbanken också under en förhållandevis kort tidsrymd kunna få en bättre bild av det berörda företags finansiella ställning än vad marknaden kan få. Det beror på att Riksbanken och Riksgäldskontoret har, eller i vart fall bör kunna få, tillgång till information från exempelvis Finansinspektionen eller det berörda företaget som behövs för att bedöma det berörda företags finansiella ställning och värdet på de tillgångar som det kan ställa som säkerhet.

¹ Riksbankens och Riksgäldskontorets befogenheter beskrivs mer ingående i avsnitt 8.2.

23.3 När kan det bli aktuellt att ge en nödkredit?

Ett företags betalningsproblem kan bero på en grundad eller ogrundad misstro mot företagets finansiella ställning eller att företaget inte kan ställa säkerheter som accepteras av marknaden. När sådana problem drabbar ett eller ett fåtal företag samtidigt kan det bero på företagsspecifika omständigheter. Problemen kan uppkomma mycket plötsligt eller utvecklas under längre tid. Det som börjar som ett företagsspecifikt problem kan utvecklas till en fullskalig finanskris som involverar flera företag. Genom att hantera individuella företagsproblem kan värre kriser undvikas. Det som ser ut att vara ett företagsspecifikt problem kan också vara det första tecknet på en systemomfattande finanskris.

Det motsatta kan också hända. Under en systemomfattande likviditetskris kan företag få problem som inte kan hanteras genom generellt likviditetsstöd från Riksbanken.

Om ett enskilt företag har likviditetsproblem som beror på en ogrundad misstro om företagets finansiella ställning, kan det vara tillräckligt med en nödkredit från Riksbanken eller andra likviditetsstödande åtgärder. Dessa kan eventuellt kombineras med kommunikation och andra förtroendeskapande åtgärder från myndigheternas sida som signalerar att företaget är sunt. Företaget själv måste också vidta åtgärder för att undanröja orsaken till misstron. Här kan företagets likviditetsbuffert vara till nytta eftersom det ger företaget och myndigheterna tid att vidta åtgärder. Det är dock viktigt att både företaget och myndigheterna agerar snabbt innan företagets problem utvecklats till något värre, såsom exempelvis soliditetsproblem.

Företagets likviditetsproblem kan också bero på att företaget har andra allvarliga problem i sin verksamhet. Företaget kan exempelvis ha kapitalunderskott till följd av gjorda förluster. Ett annat exempel är bristande styrning och riskkontroll, t.ex. i form av bristande likviditetshantering. I vissa fall kan företaget själv, eller dess ägare, lösa dessa problem, t.ex. genom en nyemission eller omstrukturering och förändringar av verksamheten. Sådana åtgärder kan ha föregåtts av ett föreläggande från Finansinspektionen och kommer i vart fall att behöva godkännas och övervakas av Finansinspektionen. Företaget kan också vara föremål för tidiga ingripanden eller kan ha aktiverat sin återhämtningsplan (se avsnitt 8.2.1). I denna situation står företaget alltjämt under Finansinspektionens tillsyn men före-

taget kan trots detta (på grund av finansiärernas misstro mot det) ha svårt att få privat finansiering i tillräcklig omfattning innan det löst sina problem. För externa aktörer kan det nämligen vara svårt att bedöma om företagets åtgärdsprogram kommer att ge avsett resultat. Det kan leda till att företaget efterfrågar en nödkredit från Riksbanken eller andra tillgängliga statliga likviditetsstödjande åtgärder. Om företaget i en sådan situation inte får statligt likviditetsstöd kan dess återhämtning komma att misslyckas.

Om Finansinspektionen bedömer att företagets egna åtgärder inte har utsikter att lyckas, behöver myndigheten överväga andra åtgärder. Dit hör tillståndsåterkallelse eller nedskrivning och konvertering utanför resolution. Tillståndsåterkallelse är dock inte något alternativ för ett systemviktigt företag. Systemviktiga banker, kreditmarknadsföretag och vissa värdepappersbolag (*institut*) kan i stället komma att försättas i resolution. Vidare kan solida, livskraftiga banker och kreditmarknadsföretag under vissa förutsättningar få förebyggande statligt stöd.² Även i dessa fall kan frågan om en nödkredit eller andra statliga likviditetsstödjande åtgärder aktualiseras.

23.4 En jämförelse mellan nödkrediter och generellt likviditetsstöd från Riksbanken

Liksom generellt likviditetsstöd, tillgodoser en nödkredit ett tillfälligt behov av finansiering och stabiliserar temporärt skuldsidan i stödmottagarens balansräkning. Den mest verkningsfulla stödformen för att snabbt hantera både företagsspecifika likviditetsproblem och marknadsvid likviditetsstress är ofta krediter från Riksbanken. I båda dessa fall behöver Riksbanken kräva säkerheter för att skydda sig mot förluster och ta ut en högre ränta än vid penningpolitiska transaktioner. Vid generellt likviditetsstöd ska dock säkerhetskraven också utformas så att de bidrar till att återställa förtroendet för tillgångar (värdepapper) som accepteras som säkerhet. Det minskar i nästa led behovet av åtgärder från centralbanken. Det syftet finns inte på samma sätt vid en nödkredit.

När Riksbanken ger generellt likviditetsstöd är avsikten att motverka en marknadsstörning. I ett sådant fall erbjuds flera företag att låna på samma villkor. Riksbanken gör således inte någon individuell

² Dessa åtgärder beskrivs i kapitel 8.

kreditriskbedömning utan säkerhetskrav och förutsättningarna för att bjuda i en eventuell auktion är desamma för flera aktörer. När Riksbanken ger en nödkredit beror i stället villkoren på motparten i transaktionen och dess finansiella ställning, orsaken till företagets problem och andra individuella faktorer. Det betyder att exempelvis säkerhetskrav och pris kan variera mellan stödmottagare. Riksbanken, kan också begränsa hur stödet får användas och ställa andra särskilda villkor, t.ex. rapporteringskrav. Att nödkrediter utformas individuellt förhindrar dock inte att Riksbanken i förväg publicerar de närmare förutsättningarna för att stöd kan komma att ges.

När ett företag begär att få en nödkredit är sannolikheten större för att företaget har bristande soliditet än när det drabbats av marknadsvid stress. Problemen kan exempelvis uppstå på en i övrigt väl fungerande marknad och misstron kan därför i mindre grad antas hänga samman med stress och kortsiktighet från finansiärerna sida. Behov av en nödkredit kan dock uppkomma även vid marknadsvid stress. En anledning till att ett företag begär en nödkredit kan nämligen vara att företaget inte tillhör den krets som Riksbanken erbjuder generellt likviditetsstöd eller att företaget inte kan ställa de säkerheter som Riksbanken eller marknaden kräver. Samtidigt kan ett företag som fått generellt likviditetsstöd av Riksbanken få företagsspecifika problem, om det inte redan har det. Den underliggande osäkerheten om i fall den som begär att få en nödkredit är finansiellt sund är i allmänhet större än när Riksbanken tillhandahåller generellt likviditetsstöd. Det motiverar att företagets finansiella ställning – och värdet på de säkerheter som företaget kan ställa – granskas mer ingående vid nödkredit än vid generellt likviditetsstöd. Samtidigt kan behovet av stöd vara mer akut vid nödkredit än vid generellt likviditetsstöd, eftersom framförhållningen ofta är längre i det senare fallet.

Både när ett företag får företagsspecifika problem och vid marknadsstörningar är det viktigt att myndigheterna agerar tidigt för att ett företag som är livskraftigt inte ska falla, t.ex. på grund av ogrundad misstro mot det.

23.5 Internationell utblick och unionsrätten

23.5.1 Internationell utblick

I appendixet till detta kapitel finns en beskrivning av under vilka förutsättningar fem olika centralbanker får ge likviditetsstöd motsvarande en nödkredit. Appendixet innehåller också beskrivningar av Eurosystemet och en nordisk-baltisk överenskommelse liksom av Financial Stability Boards (FSB:s) globala riktlinjer om finansiering av systemviktiga banker i resolution. Kommittén återkommer till den internationella utblicken i samband med sina överväganden.

23.5.2 Unionsrätten

Bestämmelsen för nödkrediter behöver utformas så att den är förenlig med EUF-fördragets bestämmelser om statsstöd (se nedan). Hän-syn behöver också tas till unionsrättens bestämmelser om förbud mot monetär finansiering och centralbankers oberoende. Dessa bestämmelser beskrivs mer ingående i kapitel 9. De viktigaste slutsatserna därifrån sammanfattas i det följande.

Statligt stöd

Enligt EUF-fördraget är stöd med statliga medel som snedvrider eller hotar att snedvrیدا konkurrensen genom att gynna vissa företag eller viss produktion, oförenligt med reglerna om den inre marknaden i den utsträckning det påverkar handeln mellan medlemsstaterna. Ett sådant stöd kallas för statligt stöd (artikel 107.1 i EUF-fördraget).

Det första man måste bestämma är om en åtgärd är att betrakta som statligt stöd. Om åtgärden är att betrakta som statligt stöd är den som huvudregel förbjuden. Statligt stöd *kan* dock vara förenligt med reglerna om den inre marknaden och därmed tillåtet i vissa fall som räknas upp i artikel 107.3 i EUF-fördraget, exempelvis om dess syfte är att avhjälpa en allvarlig störning i en medlemsstats ekonomi. Beträffande det och andra undantag enligt artikel 107.3 i EUF-fördraget har kommissionen ett omfattande utrymme för sköns-mässig bedömning av om undantag kan medges. Den bedömningen omfattas av kommissionens exklusiva befogenhet. Kommissionens

utövande av denna befogenhet kan bli föremål för EU-domstolens prövning.

För utövande av sin skönsmässiga bedömning har kommissionen antagit en rad meddelanden och riktlinjer om vad den fäster vikt vid i bedömningen av om ett stöd är förenligt med reglerna om den inre marknaden. Genom antagande av sådana riktlinjer inskränker kommissionen själv utövandet av sitt utrymme för skönsmässig bedömning, i den meningen att om en medlemsstat anmäler ett planerat statligt stöd till kommissionen som uppfyller kraven i dessa regler, är kommissionen i princip skyldig att godkänna det planerade stödet. Vidare behåller medlemsstaterna möjligheten att till kommissionen anmäla planerat statligt stöd som inte uppfyller kriterierna i meddelanden antagna av kommissionen. Kommissionen kan under exceptionella omständigheter godkänna ett sådant planerat stöd.³

För bedömningen av frågor som rör statligt stöd till bl.a. kreditinstitut har kommissionen antagit det s.k. bankmeddelandet⁴. I bankmeddelandet nämner kommissionen två fall då centralbanker får ge stöd utan att det betraktas som statligt stöd enligt statsstödsreglerna i unionsrätten.⁵ Det ena är centralbankers penningpolitiska verksamhet. Det andra är enligt bankmeddelandet ”riktat stöd till ett visst kreditinstitut (vanligen kallat likviditetsstöd i nödlägen⁶)”.⁷ Likviditetsstöd i nödlägen kan utgöra statligt stöd om inte samtliga följande villkor är uppfyllda.

1. Kreditinstitutet i fråga är tillfälligt illikvitt men solitt (eng. *solvent*) vid den tidpunkt då likviditetsfaciliteten ställs till förfogande och denna facilitet är en undantagsåtgärd och inte en del av ett större stödpaket.⁸

³ Se EU-domstolens dom den 19 juli 2016 i mål C 526/14.

⁴ Bankmeddelandet (2013).

⁵ Stycke 62 i Bankmeddelandet (2013).

⁶ Eng. *Emergency liquidity assistance*.

⁷ Kommissionen uttalar sig alltså inte direkt om sådant generellt likviditetsstöd som behandlas i kapitel 22. De uttalanden som kommissionen gör om centralbankslikviditet torde dock ge vägledning även för generellt likviditetsstöd. En omständighet som talar för det är att liknande stöd bör kunna ges på samma villkor i olika medlemsstater (konkurrensaspekten). Se Vestager (2019).

⁸ Den svenska språkversionen har korrigerats något. Den svenska lydelsen av meddelandet lyder ”Finansinstitutet i fråga är tillfälligt illikvitt men solvent vid den tidpunkt då likviditetsfaciliteten ställs till förfogande och denna facilitet inte är en undantagsåtgärd och en del av ett större stödpaket”. Som jämförelse återges här den engelska lydelsen: *“the credit institution is temporarily illiquid but solvent at the moment of the liquidity provision which occurs in exceptional circumstances and is not part of a larger aid package”*.

2. Faciliteten är fullständigt garanterad av säkerheter med värderingsavdrag (eng. *haircuts*) i förhållande till säkerhetens kvalitet och marknadsvärde.⁹
3. Centralbanken tar ut en straffränta av stödmottagaren.
4. Åtgärden vidtas på centralbankens eget initiativ, och backas framför allt inte upp av någon motgaranti från staten.

Av bankmeddelandet följer att nödkredit, trots att det är att betrakta som en selektiv åtgärd, inte är att betrakta som statsstöd om den uppfyller samtliga kriterier som räknas upp i bankmeddelandet.

Ett av de kriterier som uppställs är att företaget ska vara solitt. Med det avses enligt EU-kommissionen att företaget uppfyller minimikapitalkraven.¹⁰ Ett annat kriterium är att en nödkredit inte får vara uppbackad av någon statlig garanti. För att Riksgäldskontoret, efter regeringens godkännande, ska kunna besluta om en garanti för Riksbankens nödkrediter, krävs kommissionens godkännande enligt statsstödsreglerna.

Även om ett likviditetsstöd till en bank anses vara statsstöd för att något av kriterierna i bankmeddelandet inte är uppfyllda får det ändå ges om kommissionen anser att stödet är förenligt med reglerna om den inre marknaden. Den situationen förelåg exempelvis när Riksbanken gav nödkredit till Carnegie.¹¹

I artikel 108.3 i EUF-fördraget föreskrivs att medlemsstater som vill lämna stöd i fördragets mening måste anmäla planerna på sådant stöd i förväg till kommissionen så att kommissionen kan ta ställning till om stödet är förenligt med reglerna om den inre marknaden eller inte. Medlemsstaten får inte genomföra stödåtgärden förrän kommissionen har uttalat sig om stödets förenlighet med reglerna om den inre marknaden (genomförandeförbudet).¹²

⁹ Den svenska språkversionen har korrigerats något. Den svenska lydelsen av meddelandet lyder "Faciliteten är [...] i förhållande till *facilitetens* kvalitet och marknadsvärde". Ordet "*facilitetens*" har alltså bytts ut mot "*säkerhetens*". Den engelska språkversionen lyder "*the facility is fully secured by collateral to which appropriate haircuts are applied, in function of its quality and market value*";

¹⁰ Kommissionens beslut den 12 april 2017 i ärende SA 4747940(2017/N) angående ytterligare likviditetsstöd till Banca Popolare di Vicenza.

¹¹ Ärende NN 64/2008. Räddningsstöd till Carnegie Bank.

¹² En beskrivning av statsstödsregelverket finns också i SOU 2013:6.

Nödkrediter och förbudet mot monetär finansiering

Att ge nödkredit till ett enskilt företag är en s.k. 14.4-uppgift, dvs. en uppgift som inte anges i ECBS-stadgan men som ändå får utföras av en nationell centralbank om inte ECB-rådet med två tredjedelar av de avgivna rösterna finner att uppgiften strider mot ECBS mål och funktioner. En sådan uppgift utförs på centralbankernas eget ansvar och egen risk och ska inte betraktas som en del av ECBS funktioner. När Riksbanken ger likviditetsstöd måste den också beakta förbudet mot monetär finansiering.

EU-kommissionen

Beträffande Sverige har EU-kommissionen i sin konvergensrapport för 2018 (och i tidigare konvergensrapporter) anfört att bestämmelsen i 6 kap. 8 § riksbankslagen inte är förenlig med förbudet mot monetär finansiering. För att säkerställa att bestämmelsen är förenlig med förbudet mot monetär finansiering, ska det – enligt kommissionen – anges tydligt att lånet ges mot tillfredsställande säkerhet (eng. *adequate collateral*). ECB har inte gjort något motsvarande påpekande i sin konvergensrapport för 2018.

ECB

I sin konvergensrapport från 2018 beskriver ECB på följande sätt vad som enligt dess uppfattning kan utgöra monetär finansiering:

Nationell lagstiftning som föreskriver att en centralbank enligt eget gottfinnande får finansiera kreditinstitut, förutom i samband med utförande av centralbanksuppgifter (såsom penningpolitik, betalningssystem eller tillfälligt likviditetsstödjande åtgärder), särskilt (eng. *in particular*) stöd till insolventa (eng. *insolvent*) kredit- och/eller andra finansinstitut är inte förenlig med förbudet mot monetär finansiering. Detta gäller i synnerhet (eng. *in particular*) stöd till insolventa kreditinstitut. Anledningen är att den nationella centralbanken, om den finansierar ett insolvent kreditinstitut, åtar sig en statlig uppgift.

I samma konvergensrapport behandlar ECB frågan om när en nödkredit mot en statlig garanti strider mot förbudet mot monetär finansiering. Enligt ECB ska en nödkredit som en centralbank oberoende och enligt egen bestämmanderätt beviljar ett solvent (eng.

solvent) kreditinstitut mot säkerhet i form av en statlig garanti uppfylla följande kriterier.

- Den kredit som den nationella centralbanken beviljar ska vara så kort som möjligt.
- Situationen måste röra en systemviktig aspekt.
- Det får inte finnas några tvivel om huruvida den statliga garantin är giltig och kan genomdrivas enligt tillämplig nationell rätt.
- Det får inte finnas några tvivel om huruvida den statliga garantin är ekonomiskt adekvat.

Beträffande ECB:s definition av ”solvent” (eng. *solvent*) hänvisas till den s.k. ELA-överenskommelsen, se appendixet till detta kapitel. Där framgår något förenklat att institut betraktas som ”solventa” (solida) om de uppfyller minimikapitalkraven eller om det finns trovärdiga utsikter för rekapitalisering som återställer minimikapitalkravet.¹³

23.6 Bagehots regel

Den klassiska regeln för hur en centralbank ska uppträda som sista låneinstans kallas för Bagehots regel.¹⁴ Den har legat till grund för utformningen av centralbanksstöd i många länder.¹⁵ Regeln, som är från 1800-talet, lyder ”*that in times of financial crisis central banks should lend freely to solvent depository institutions, yet only against sound collateral and at interest rates high enough to dissuade those borrowers that are not genuinely in need.*”

Av den regeln kan man utläsa att vid en finansiell kris och om kravet på soliditet och säkerhet är uppfyllda ska en bank kunna låna obegränsade belopp av centralbanken. Kraven på soliditet och säkerhet betyder att centralbanken löper liten förlustrisk och gränsdrag-

¹³ ELA-överenskommelsen gäller inte för en nödkredit som ges av Riksbanken eller av centralbanker i andra medlemsstater som inte har euron som valuta. Definitionen är ändå av intresse eftersom det kan antas att ECB kommer att använda denna definition vid bedömningen av om stöd som ges av medlemsstater utanför euroområdet är förenligt med förbudet mot monetär finansiering. Bedömningen av det konkreta stödet torde dock i ett sådant fall ske i efterhand.

¹⁴ Bagehot (1873).

¹⁵ Den har också under årens lopp mött kritik, se t.ex. Tucker (2014) för en redogörelse av olika synsätt.

ningen mot finanspolitiken och statens ansvar kan därigenom anses tillvaratagen. Kravet på en högre ränta ska säkerställa att bankerna inte spekulerar om att få billigare finansiering från centralbanken än vad de normalt kan få på marknaden.¹⁶

Tucker formulerar Bagehots regel, anpassad till en värld av fiat-pengar, på följande sätt: ”*Lend freely and early to sound firms against good collateral at a premium to the risk free rate of interest*”.¹⁷

23.7 Vilka kriterier ska vara uppfyllda för att Riksbanken ska få ge en nödkredit?

I detta avsnitt behandlas vilka kriterier som ska vara uppfyllda för att Riksbanken ska få ge likviditetsstöd i form av en nödkredit till individuella företag.

Bestämmelsen i den nuvarande riksbankslagen är generell. Bestämmelsen är tillämplig både på företag som är i resolution och de som inte är det. Detsamma gäller den bestämmelse som föreslås i det följande. När ett företag i resolution ansöker om en nödkredit uppkommer dock vissa särskilda frågeställningar. Dessa behandlas i avsnitt 23.8.

23.7.1 Riksbanken får besluta om nödkredit

Kommitténs förslag: Riksbanken får besluta att ge en nödkredit när kriterierna i riksbankslagen är uppfyllda.

Enligt gällande rätt *får* Riksbanken ge en nödkredit när förutsättningarna i riksbankslagen är uppfyllda men Riksbanken behöver inte göra det i varje enskilt fall. Detsamma ska enligt kommittén gälla enligt den nya riksbankslagen. Kommittén har vid den bedömningen vägt in följande.

Eftersom en nödkredit bygger på avtal mellan Riksbanken och stödmottagaren behöver det finnas flexibilitet att förhandla fram villkoren (se avsnitt 23.7.2). Vid sidan om de kriterier som föreslås tas in i riksbankslagen, kommer det att finnas ytterligare omstän-

¹⁶ NOU 2017:13 s. 162.

¹⁷ Tucker (2014).

digheter som Riksbanken behöver beakta, inte minst statsstödsreglerna, det finansiella oberoendet och förbudet mot monetär finansiering. Kriterierna i riksbankslagen kan också behöva konkretiseras av Riksbanken. Till detta kommer att Riksbanken behöver beakta proportionalitetsprincipen i riksbankslagen, vilket innebär att olika motstående intressen kan behöva vägas mot varandra. Kommittén har också noterat att den föreslagna lösningen är densamma som för beslut om förebyggande statligt stöd, som anger att stödmyndigheten får ge stöd.

I förslaget till ny riksbankslag kommer Riksbankens befogenhet att ge nödkredit att placeras i kapitlet om det finansiella systemet. I det föregående har kommittén föreslagit att målet för Riksbankens verksamhet enligt det kapitlet, ska vara att bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt. Detta mål ska också vägleda Riksbankens beslut om en nödkredit, när förutsättningarna för att ge nödkredit enligt riksbankslagen och andra författningar är uppfyllda.

De närmare förutsättningarna för när Riksbanken enligt riksbankslagen får ge stöd behandlas i det följande.

23.7.2 En nödkredit bör bygga på frivillighet

Kommitténs bedömning: En nödkredit får lämnas efter det att avtal som rör krediten har ingåtts mellan Riksbanken och stödmottagaren.

Av den nuvarande riksbankslagen framgår det inte hur en fråga om nödkredit initieras. Som regel är det dock inte Riksbanken som tar upp frågan. I stället vänder sig det stödbehövande företaget till Riksbanken och begär stöd. De närmare villkoren för stödet framgår av Riksbankens beslut om att ge stöd och tas sedan in i ett avtal med stödmottagaren. Riksbanken torde därför inte ensidigt kunna påtvinga ett företag en nödkredit. På samma sätt är en nödkredit inte en rättighet för ett företag. Detta ligger i linje med det som gäller för stöd enligt lagen om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut. Även förebyggande statligt stöd bygger nämligen på frivillighet. Enligt 2 § förordningen (2015:1035) om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut görs en ansökan om statligt stöd, t.ex. en garanti,

hos Riksgäldskontoret men Riksgäldskontoret får också ta upp ett ärende om stöd utan någon ansökan.

Kommittén ser inte någon anledning till att förändra det förhållande att en nödkredit från Riksbanken ska bygga på frivillighet från mottagarens sida och att de närmare villkoren för stödet ska framgå av ett avtal mellan Riksbanken och mottagaren. Detta behöver dock inte framgå uttryckligen av lag. Att stödet baserar sig på frivillighet följer av att lagen inte föreslås tilldela Riksbanken befogenheten att tvinga mottagaren att ta emot stödet. Av detta följer vidare att Riksbanken och motparten måste vara överens om de särskilda villkor som gäller för stödet, t.ex. ränta, säkerheter och rapporteringsvillkor. Det överensstämmer med det som tidigare i detta betänkande föreslås gälla för Riksbankens normala faciliteter.

Kommittén förutser att stödet som regel kommer att föregås av en begäran från det likviditetsbehövande företaget. Det finns dock inte anledning att förhindra Riksbanken att ta kontakt med ett företag som enligt dess bedömning är i behov av stöd. Det kan exempelvis bli aktuellt om Riksbanken märker att stigmaproblematiken innebär att ett företag avstår från att vända sig till Riksbanken trots att det finns omständigheter som talar för att det kan vara i behov av stöd. Att Riksbanken får inleda en dialog med ett företag behöver dock inte framgå av lag.

23.7.3 Syftet med Riksbankens nödkrediter

Kommitténs förslag: Riksbanken får i likviditetsstödande syfte ge en nödkredit om det behövs för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige eller om det finns andra synnerliga skäl.

Gällande rätt m.m.

Enligt gällande rätt får Riksbanken bara ge en nödkredit i undantagsfall. Det kommer till uttryck genom att en förutsättning för att Riksbanken ska få ge en nödkredit är att det finns synnerliga skäl (se 6 kap. 8 § riksbankslagen). Av den nuvarande riksbankslagen framgår dock inte uttryckligen vad som avses med synnerliga skäl. När

möjligheten för Riksbanken att ge en nödkredit infördes i riksbankslagen nämnde förarbetena som exempel på synnerliga skäl att konkurs hotar ett bankinstitut eller ett annat finansiellt företag och att en sådan utveckling enligt Riksbankens bedömning medför att förtroendet för landets kredit- och betalningssystem riskerar att allvarligt undergrävas (prop. 1986/87:143 s. 69; se även prop. 1990/91:154 s. 42 och 109). Riksbankens möjlighet att ge nödkredit har också i allmänna ordalag beskrivits som ”Riksbankens möjlighet att tillhandahålla likviditet när stabiliteten i det finansiella systemet är hotad” (prop. 1997/98:164 s. 24). Även andra synnerliga skäl ryms dock inom bestämmelsens ordalydelse. Regeringen har exempelvis i förarbetena till lagen om resolution uttalat att eftersom ett företag enbart försätts i resolution om det finns ett tillräckligt vägande allmänintresse framstår det som sannolikt att synnerliga skäl kan vara för handen såvitt avser ett företag som försätts i resolution (prop. 2015/16:5 s. 658).

Ytterst styrs dock Riksbankens möjlighet att ge en nödkredit av dess uppdrag att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende som Riksbanken har tolkat som ett uppdrag avseende ett säkert och effektivt finansiellt system. Exempelvis angavs syftet med de nödkrediter som Riksbanken 2008 gav till Kaupthing Bank AB Sverige (Kaupthing) vara ”att värna den svenska finansiella stabiliteten och säkerställa de finansiella marknadernas funktionssätt”.¹⁸ När Riksbanken senare samma år beslutade att ge Carnegie Investment Bank (Carnegie) en nödkredit, var det ”för att minska risken för en allvarlig störning i det finansiella systemet”.¹⁹

Internationell utblick

Vissa centralbanker kan låna ut till banker oavsett om de är systemviktiga eller inte. Dit hör t.ex. Bank of England, se appendixet. Ett antal centralbanker inom Eurosystemet, såsom centralbankerna på Irland och i Finland, hänvisar uttryckligen till upprätthållande av finansiell stabilitet. Även Bank of Canada, Norges Bank och den schweiziska centralbanken ställer upp liknande krav på systemviktighet.

¹⁸ Riksbanken (2008a).

¹⁹ Riksbanken (2008b).

Skälen för kommitténs förslag

Stöd för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet

Den betydelse ett finansiellt företag har för att den finansiella stabiliteten ska kunna upprätthållas kan uttryckas i termer av systemviktighet. Ett företag kan vara systemviktigt för att det tillhandahåller tjänster som är kritiska för att det finansiella systemet ska kunna upprätthålla sina grundläggande funktioner. Ett företag kan också vara systemviktigt om det finns en spridningsrisk, dvs. om företagets problem riskerar att sprida sig till andra delar av det finansiella systemet.

Huruvida ett finansiellt företag är systemviktigt kan variera över tiden. Ett företag som inte bedöms vara systemviktigt i normala tider kan bedömas vara systemviktigt i en kris. Det visar exempelvis fallen med Kaupthing och Carnegie som fick nödkredit av Riksbanken under den globala finanskrisen, trots att de var små och inte i sig viktiga för det finansiella systemets funktionsduglighet.

I det föregående har kommittén konstaterat att Riksbankens möjlighet att ge kredit i svenska kronor kan vara avgörande för en effektiv krishantering. Av det följer att Riksbanken, precis som enligt gällande rätt, måste kunna ge en nödkredit när det behövs för att det finansiella systemet ska vara stabilt. Det bör framgå av lag. Kommittén föreslår att befogenheten formuleras på samma sätt som beträffande generellt likviditetsstöd, dvs. som en befogenhet att ge stöd om det behövs för att motverka (dvs. undvika eller avhjälpa) en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige (se avsnitt 22.6). Det överensstämmer också med vad som gäller enligt lagen om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut. Bedömningen av om ett visst företag är viktigt för den finansiella stabiliteten kommer att vara situationsberoende.

Riksbanken ska dock bara ge stöd när privata lösningar är uttömda eller otillräckliga. I andra fall behövs inte stödet. Stödet ska också begränsas till vad som är nödvändigt i den aktuella situationen och vara tillfälligt.

Ett företag som begär stöd kan ingå i en större koncern, t.ex. vara moderföretag i den. I ett sådant fall kan koncernens betydelse för den finansiella stabiliteten behöva beaktas.

Andra skäl för en nödkredit?

Enligt kommitténs bedömning får Riksbanken ge en nödkredit för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige. Det kan dock finnas även andra ovanliga eller extraordinära situationer som utgör synnerliga skäl och därmed motiverar att Riksbanken lämnar kredit för att stötta individuella företag.

Synnerliga skäl kan exempelvis föreligga om stöd är motiverat för att skydda andra samhällsintressen som ryms inom Riksbankens uppdrag att bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt. Det kommittén har i åtanke är de olika skyddsintressen (s.k. resolutionsändamål) som kan leda till att ett företag försätts i resolution. Dit hör – förutom ett företags systemviktighet – bl.a. skyddet för insättare och investerare (se avsnitt 8.2.3).²⁰ I många fall förväntas dock förekomsten av ett eller flera resolutionsändamål, eventuellt i kombination med läget på de finansiella marknaderna, leda till att stödet kan motiveras med att det behövs för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige.

Huruvida det föreligger synnerliga skäl behöver bedömas från fall till fall. Även när det föreligger synnerliga skäl ska dock de övriga kriterierna i riksbankslagen vara uppfyllda. Begreppet synnerliga skäl syftar alltså inte till att göra det möjligt för Riksbanken att bortse från något av de övriga av kriterierna i riksbankslagen.

23.7.4 Nödkredit i svenska kronor eller utländsk valuta mot säkerhet

Kommitténs förslag: Riksbanken får ge kredit i svenska kronor och utländsk valuta mot säkerhet.

²⁰ Enligt 1 kap. 6 § lagen om resolution är resolutionsändmålen att

- a) säkerställa att kritiska verksamheter upprätthålls,
- b) undvika betydande negativa effekter på den finansiella stabiliteten,
- c) skydda offentliga medel,
- d) skydda insättare enligt lagen (1995:1571) om insättningsgaranti och investerare enligt lagen (1999:158) om investerarskydd, och
- e) skydda kundmedel och kundtillgångar.

Gällande rätt

Enligt gällande rätt får Riksbanken ge en nödkredit i form av krediter eller garantier. Dessa får tillhandahållas på särskilda villkor. Bestämmelsen i riksbankslagen anger inte i vilken valuta en nödkredit får ges. I uttalanden i förarbetena till vissa bestämmelser i riksbankslagen och till lagen om resolution har dock utgångspunkten varit att nödkrediter får ges i både svensk och utländsk valuta (prop. 1992/93:135 s. 18 och prop. 2015/16:5 s. 657).

Kredit i svenska kronor och garantier

Eftersom Riksbanken ska vara sista låneinstans och har en unik kapacitet att skapa svenska kronor, ska Riksbankens befogenhet att ge en nödkredit i form av kredit i svenska kronor vidareföras till den nya riksbankslagen.

Enligt gällande rätt får Riksbanken ställa ut garantier. Den möjligheten har aldrig utnyttjats av Riksbanken. Att ställa ut garantier har inte heller identifierats som en grundläggande uppgift för Riksbanken. Riksbanken har inte heller i egenskap av centralbank någon unik fördel när det gäller att ställa ut garantier (se kapitel 4). Uppgiften att ställa ut garantier vilar, exempelvis enligt lagen om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut, på Riksgäldskontoret. Riksbanken får visserligen ge stöd till en vidare krets än kreditinstitut, som är den företagstyp som kan få stöd enligt lagen om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut, men det är enligt kommitténs bedömning inte tillräckliga skäl för att behålla möjligheten för Riksbanken att utfärda en garanti. Om garantier bedöms behöva ges till fler företagskategorier än kreditinstitut bör i stället Riksgäldskontorets befogenheter utökas.

Kredit i utländsk valuta

Som beskrivs i avsnitt 22.7.2 visade den globala finanskrisen att företag kan få problem med att hitta finansiering i utländsk valuta. För att säkerställa att Riksbanken kan hantera de likviditetsproblem som kan uppkomma, ska Riksbankens ha befogenhet att ge stöd inte bara i svenska kronor utan även i utländsk valuta

Säkerheter

Gällande rätt

En nödkredit får enligt gällande rätt ges på särskilda villkor. Det innebär att det för ett sådant stöd kan komma att gälla helt andra villkor än de som sätts upp för de krediter som ges i penningpolitiskt syfte, exempelvis i fråga om fullgoda säkerheter (prop. 1997/98:164 s. 24). I den nuvarande riksbankslagen anges inte uttryckligen att det krävs att Riksbanken tar säkerheter.

För de krediter som Riksbanken gav till Kaupthing och Carnegie under den globala finanskrisen ställde Riksbanken krav på säkerheter. Kommissionen ansåg dock att de säkerheter som Carnegie ställde var otillräckliga (bl.a. aktier i holdingbolagets dotterbolag och aktier i Carnegie själv). Riksbankens kredit till Carnegie ansågs därför vara statsstöd men bedömdes vara ett tillåtet statsstöd eftersom ett fallissemang för Carnegie skulle ha inneburit en allvarlig störning i Sveriges ekonomi.²¹

Enligt EU-kommissionen bör det av riksbankslagen framgå att en nödkredit bara får ges mot tillfredsställande säkerhet (eng. *adequate collateral*). Syftet är att säkerställa att Riksbanken inte förväntas göra någon förlust om låntagaren fallerar och att bestämmelsen är förenlig med förbudet mot monetär finansiering. För att en nödkredit inte ska utgöra statsstöd, ska det också finnas tillräckliga säkerheter.²²

Skälen för kommitténs förslag

Kommittén föreslår i avsnitten 18.11.1, 21.2 och 22.7.1 att Riksbanken får ge kredit i sin normala verksamhet bara om motparten kan ställa betryggande säkerheter. Med det avses att den säkerhet som ställs ska anses ha ett värde motsvarande kreditbeloppet. Det handlar då ofta om tillgångar vars marknadsvärde kan förutses med rimlig grad av säkerhet och för vilka förlustrisken – med hänsyn taget till gjorda värderingsavdrag – bedöms vara liten. Säkerhetskraven är också lika för alla aktörer.

²¹ Ärende NN 64/2008. Räddningsstöd till Carnegie Bank.

²² Se avsnitt 23.5.2.

Som EU-kommissionen har påtalat bör det framgå uttryckligen av riksbankslagen att det även för nödkrediter finns ett krav på säkerheter. När ett företag vänder sig till Riksbanken för att få en nödkredit torde det dock redan ha använt sina högkvalitativa tillgångar för att låna. I en sådan situation är det inte möjligt för företaget att som säkerheter använda samma typ av tillgångar som krävs för att få låna i Riksbankens normala faciliteter. Detta utesluter dock inte att Riksbanken begär säkerheter för att minska sin, och statens, förlustrisk. Att Riksbanken begär säkerheter som motprestation för ett lån kan dessutom minska det stigma som ändå finns med nödkredit liksom den moraliska risken.

När ett företag begär en nödkredit kommer Riksbanken att behöva anpassa säkerhetskraven till de företagsspecifika förhållandena. Tillgångarna kan vara svåra att värdera, samtidigt som värderingen måste göras under en förhållandevis kort tid och under osäkra förhållanden. Det kommer sannolikt att finnas en skillnad mellan den typ av säkerheter som Riksbanken förväntas kunna ta och de säkerheter som accepteras inom ramen för penningpolitiken eller som säkerhet för ett generellt likviditetsstöd. Samtidigt som Riksbanken förväntas ta säkerheter när de lämnar nödkredit får det därför accepteras att risken kan vara något större jämfört med den risk som kan accepteras under begreppet betryggande säkerheter.

Kommittén föreslår därför att det i lag anges att Riksbanken får ge en nödkredit mot säkerhet. För de krediter som Riksbanken lämnar gäller proportionalitetsprincipen, vilket innebär att det avsedda resultatet ska stå i rimlig proportion till de kostnader och risker som åtgärden medför för Riksbanken och statens finanser. Dessutom ska Riksbanken hushålla väl med statens medel. Riksbanken behöver dessutom ta hänsyn till de bestämmelser som förbjuder monetär finansiering, liksom till statsstödsreglerna.²³

I överensstämmelse med vad som gäller för andra krediter som Riksbanken ger är det inte möjligt eller lämpligt att i riksbankslagen precisera vilken typ av säkerhet som Riksbanken får acceptera. Det kan exempelvis handla om värdepapper med sämre kreditvärdering än sådana värdepapper som accepteras i de normala faciliteterna eller för generellt likviditetsstöd. Det kan därmed även vara lämpligt att göra större värderingsavdrag vid nödkrediter.

²³ Se avsnitt 23.5.2. En bedömning torde behöva göras från fall till fall inom de ramar som anges där.

Prissättningen

När Riksbanken ger en nödkredit bör den ta ut en straffränta. Det är en allmänt accepterad princip som tillämpas av flertalet centralbanker. Det är också utgångspunkten enligt EU:s statsstödsregler.²⁴

Hur hög straffräntan ska vara eller hur den ska beräknas bör inte preciseras i riksbankslagen. Räntan bör dock som regel vara framåtblickande och överstiga Riksbankens aktuella styrränta. Vid lån i utländsk valuta bör den utländska styrräntan beaktas.

Nödkrediten ska inte tränga undan privat finansiering utan ge låntagaren incitament att återbetala centralbankskrediterna och finansiera sig på marknaden så snart som förhållandena medger det. Det överensstämmer med riktlinjer från FSB om prissättningen av en kredit som ges till ett företag i resolution.²⁵ Enligt riktlinjerna bör dock inte heller priset vara så högt att det hindrar företaget från att fortsätta att bedriva kritisk verksamhet.

Även andra omständigheter kan behöva vägas in när räntan bestäms. Exempelvis bör räntan också kompensera Riksbanken för dess merkostnader. Det kan t.ex. handla om kostnader för att hålla vissa typer av säkerheter. Riksbanken bör däremot inte genom prissättningen ställa krav som innebär en dubbelreglering i förhållande till Finansinspektionens uppgifter, se avsnitt 20.8.2.

Kreditens löptid

Utgångspunkten är att det likviditetsstöd som ges av Riksbanken ska vara tillfälligt. Om ett företag förlitar sig på centralbanksstöd under en längre period, indikerar det att företaget har allvarigare problem som döljs av stödet. Löptiden torde bero på omständigheterna, men lånet bör som huvudregel vara kortfristigt. Som jämförelse kan nämnas att enligt den s.k. ELA-överenskommelsen får en nödkredit (ELA) som ges av en centralbank inom Eurosystemet överstiga tolv månaders löptid endast om ECB-rådet godkänner det (se appendixet till detta kapitel). ELA-överenskommelsen gäller inte för Riksbanken.

²⁴ Även enligt ELA-överenskommelsen ska en nationell centralbank inom Eurosystemet ta ut en straffränta av ett företag som tar emot en nödkredit (ELA), se appendixet till detta kapitel. För eurodenominerade återköpsavtal eller krediter mot säkerhet (eng. *reverse transactions*) ska medlemsstaterna tillämpa en minimiränta som motsvarar räntan på Eurosystemets ”Marginal Lending Facility” plus 100 baspunkter.

²⁵ FSB (2016a).

Kommittén bedömer dock att löptiden inte ska regleras i riksbankslagen utan får bedömas i varje enskilt fall. Att slå fast en viss löptid i lag kan skapa onödiga låsningar om krediten behöver förlängas i omgångar.

23.7.5 Motparts-kretsen

Kommitténs förslag: Riksbanken får, om de övriga kriterierna i riksbankslagen är uppfyllda, ge nödkredit till svenska företag som står under tillsyn av Finansinspektionen, motsvarande utländska företag som driver verksamhet i Sverige genom filial och centrala motparter.

Gällande rätt m.m.

Enligt den nuvarande riksbankslagen får en nödkredit ges till sådana bankinstitut och svenska företag som står under tillsyn av Finansinspektionen. Begreppet bankinstitut inkluderar utländska bankfilialer. Eftersom Riksgäldskontoret bara får ge förebyggande statligt stöd till svenska kreditinstitut, är den krets företag som kan få stöd av Riksbanken vidare än den som kan få stöd av Riksgäldskontoret.

Företag under Finansinspektionens tillsyn

Av Finansinspektionens företagsregister framgår vilka företag som i dag står under tillsyn av Finansinspektionen och som därför skulle kunna komma i fråga för nödkredit enligt gällande rätt. Företagsregistret innehåller följande företagskategorier:

- banker
- betaltjänstföretag, exempelvis betalningsinstitut
- börs- och clearingföretag, exempelvis Bankgirocentralen BGC AB, börser, centrala värdepappersförvarare, clearingorganisationer
- fondbolag och AIF-förvaltare
- fonder

- försäkringsbolag
- försäkringsförmedlare
- hypoteksinstitut
- konsumentkreditinstitut
- kreditmarknadsföretag
- utgivare av elektroniska pengar
- värdepappersbolag.

När EU:s bankpaket har införlivats med svensk rätt kommer även vissa holdingbolag att stå under tillsyn av Finansinspektionen.

Skälen för kommitténs förslag

I det följande tar kommittén ställning till vilka företagskategorier som ska kunna få stöd av Riksbanken. Analysen delas upp i två delar. Först analyseras vilka svenska finansiella företag som ska kunna komma i fråga. Därefter behandlar kommittén Riksbankens möjlighet att ge stöd till utländska företag.

Kretsen svenska företag

Den krets av svenska företag som enligt den nuvarande riksbankslagen kan få en nödkredit – nämligen svenska företag som står under tillsyn av Finansinspektionen – är tämligen vid i ett internationellt perspektiv. Det har dock inte varit något problem i praktiken. Bestämmelsens dynamiska utformning innebär att kretsen förändras i takt med utvecklingen, vilket är värdefullt. Kommittén anser att det inte finns skäl att ändra denna krets. Kommittén föreslår därför att Riksbanken i överensstämmelse med gällande rätt ska få ge nödkredit till svenska företag som står under Finansinspektionens tillsyn.

Kommittén förutser att frågan om nödkredit kommer att uppkomma endast i undantagsfall och att stöd framför allt kommer att avse banker och andra kreditinstitut. Det mesta som finns skrivet i litteraturen om nödkrediter och förutsättningarna för att en nödkredit ska få ges rör också sådana företag. Med kommitténs förslag

kommer Riksbanken att kunna ge en nödkredit till företagstyper som myndigheten normalt inte har kontakt med i sin verksamhet och vars finansiella sundhet Riksbanken normalt inte har anledning att följa närmare. I detta avseende skiljer sig dock inte förslaget från den befintliga riksbankslagen.

Kommittén har övervägt om Riksbanken ska kunna ge likviditetsstöd även till företag som inte står under tillsyn, t.ex. ett teknikföretag som tillhandahåller it-tjänster som är centrala för det finansiella företagets verksamhet.²⁶ Kommittén lägger dock inte något sådant förslag. Förutom att sådana företag inte tar samma likviditetsrisker som exempelvis banker, bör företagens likviditetsproblem kunna hanteras av marknaden. Om så inte är fallet har företaget sannolikt soliditetsproblem. För övrigt bör finansiella företags starka beroende av externa företag behandlas inom ramen för tillsynen och som ett led i resolutionsbarhetsbedömningen. Om det finns andra aktörer än de finansiella företagen som bedöms kunna vara systemviktiga, bör det i stället övervägas att bredda den krets av företag som står under Finansinspektionens tillsyn.

Den föreslagna bestämmelsen är inte heller tillämplig på sådana icke tillståndspliktiga företag som avses i 1 kap. 8 § lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse, dvs. vissa företag som ingår i samma koncern som ett kreditinstitut och står under viss indirekt tillsyn av Finansinspektionen.

Utländska banker som driver verksamhet genom filial i Sverige

Enligt gällande rätt kan Riksbanken även ge nödkredit till banker som driver verksamhet i Sverige genom filialer. Dessa banker kan vara hemmahörande både innanför och utanför EES (Europeiska ekonomiska samarbetsområdet). Det har motiverats med att utländska bankfilialer deltar i det svenska betalningssystemet och att det därför under vissa omständigheter kan finnas skäl för Riksbanken att ge krediter också till dessa företag i syfte att undvika störningar i betalningssystemet (prop. 1997/98:164 s. 28). Såvitt kommittén känner

²⁶ Finansinspektionen får exempelvis besluta att ett institut ska upprätta register över sina finansiella avtal och andra avtal av väsentlig betydelse för kreditinstitutets verksamhet, se 13 kap. 8 a lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse. Se även 5 kap. 5 § lagen om resolution och 23 kap. 3 d § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

till har Riksbanken aldrig gett en nödkredit till en bank som driver verksamhet i Sverige genom filial.

Utländska banker kan bedriva systemviktig verksamhet i Sverige genom filialer, vilket exemplen Nordea och Danske Bank visar. En filial är dock inte en egen juridisk person utan ett driftsställe med särskild förvaltning i ett annat land. Det är banken som ansvarar för filialens likviditetsförsörjning. Eftersom filialen är en del av en större enhet påverkar likviditetsproblem (och andra problem) i filialen den större enheten och vice versa. Filialen omfattas av den tillsyn som bedrivs i hemlandet och hemlandets tillsynsmyndighet kan ingripa mot åtgärder som banken gör sig skyldig till oavsett i vilket land överträdelsen sker. Ansvar för tillsyn och resolution ligger på hemlandets tillsyns- och resolutionsmyndighet, även om värdlandets tillsynsmyndighet (i Sverige Finansinspektionen) också får vidta vissa tillsynsåtgärder.

Frågan om vilken centralbank som ska ansvara för nödkredit behandlas i den nordisk-baltiska centralbanksöverenskommelsen om samarbete kring gränsöverskridande banker (se appendixet till detta kapitel). Där är utgångspunkten att det är hemlandets centralbank som ska hantera en banks begäran om stöd, men om banken har en filial i något av de andra länderna ska det landets centralbank sträva efter att hjälpa till. Hur centralbanken ska sträva efter att hjälpa till framgår inte av överenskommelsen, men det skulle exempelvis kunna ske genom ett valutaåterköpsavtal med den utländska centralbanken eller genom en nödkredit direkt till en utländsk bank.

Enligt kommitténs bedömning bör utgångspunkten vara att det är hemlandets centralbank som vid en kris ansvarar för att tillgodose det likviditetsbehov som uppkommer för en bank, inklusive dess filialer eftersom det är hemlandets myndigheter som ansvarar för tillsynen. Om det är svenska kronor som efterfrågas bör ett valutaåterköpsavtal med hemlandets centralbank vara att föredra framför en nödkredit till den utländska banken, eftersom det underlättar en samordning av stödet. Det torde även innebära en mindre kreditrisk för Riksbanken. Framför allt sammanfaller den principen med det huvudsakliga tillsynsansvarets placering.

Det kan dock inte helt uteslutas att det uppkommer en situation då det är nödvändigt att Riksbanken tillhandahåller stöd till en utländsk bank som driver verksamhet genom filial här för att undanröja hot mot den finansiella stabiliteten. Det skulle exempelvis

kunna uppkomma situationer då en utländsk bank som har akuta likviditetsproblem bedöms vara systemviktig i Sverige men inte i hemlandet, samtidigt som den utländska centralbanken behöver prioritera andra problem framför ett valutaåterköpsavtal med Riksbanken. Vissa utländska företag, däribland banker, får också vara deltagare i Riksbankens betalningssystem RIX och vara penningpolitiska motparter till Riksbanken. Mot denna bakgrund anser kommittén att Riksbanken även i framtiden bör ha möjlighet att ge en nödkredit till utländska banker som driver verksamhet i Sverige genom filialer.

En förutsättning för att en utländsk bank som driver verksamhet genom filial i Sverige ska kunna få en nödkredit är dock att Riksbanken kan bedöma att banken uppfyller samtliga de kriterier som finns i riksbankslagen och kan följa upp stödet. Ett sådant stöd kommer därför att bli aktuellt enbart om Riksbanken får tillgång till relevant information om företaget från hemlandets centralbank och tillsynsmyndighet. Riksbanken kan också behöva ställa upp villkor för hur stödet får användas.

Andra utländska finansiella företag än banker

Enligt kommitténs bedömning bör även andra kreditinstitut än banker som driver verksamhet genom filial i Sverige kunna få nödkredit av Riksbanken. Det kan exempelvis handla om utländska kreditinstitut som driver bolåneverksamhet här i Sverige. Precis som för utländska banker som driver verksamhet i Sverige genom filial bör dock Riksbanken vara restriktiv med sådant stöd. Utländska kreditinstitut föreslås också få vara motpart i Riksbankens penningpolitiska åtgärder. I linje med vad som gäller för penningpolitiken bör även andra utländska finansiella företag som driver verksamhet i Sverige genom filial, kunna vara motpart till Riksbanken och kunna få en nödkredit.

Kommittén har dock inte – med undantag för centrala motparter som behandlas i nästa stycke – identifierat några skäl som motiverar att Riksbanken ska kunna ge nödkredit till utländska finansiella företag som driver verksamhet i Sverige men utan att ha filial här.

Centrala motparter får driva verksamhet i Sverige utan att etablera filial i Sverige.²⁷ Centrala motparter kan vara viktiga för avvecklingen av aktier och andra instrument i svenska kronor. De får också vara deltagare i RIX.²⁸ Det kan enligt kommittén inte uteslutas att en utländsk central motpart kommer att bedriva verksamhet som är kritisk för det svenska finansiella systemet. Riksbanken ska därför kunna ge nödkredit till en central motpart med verksamhet riktad till Sverige.

23.7.6 Stödmottagarens finansiella ställning

Kommitténs förslag: Riksbanken får ge nödkredit till företag som är livskraftiga men har tillfälliga likviditetsproblem.

Gällande rätt

Enligt den nuvarande riksbankslagen får Riksbanken ge kredit och ställa ut en garanti i likviditetsstödjande syfte. Det framgår dock inte uttryckligen av riksbankslagen vilken finansiell ställning mottagaren av stödet ska ha. Det följer i stället av förarbetsuttalanden.

Enligt förarbetsuttalanden till den nuvarande riksbankslagen innebar den omständigheten att Riksbankens mandat begränsas till likviditetsstödjande uppgifter att Riksbanken inte har möjlighet att bevilja krediter till ett institut som är insolvent. Regeringen konstaterade vidare att frågor om nödkredit oftast är av en sådan karaktär att beslut måste fattas med mycket kort varsel och med bristfälligt underlag och att det i sådana sammanhang kan vara svårt att bedöma institutets finansiella ställning. Regeringen menade att en kredit dock inte bör beviljas i det fall institutet vid en sådan bedömning uppenbarligen är insolvent (prop. 1997/98 :164 s. 28).

Begreppet insolvens (obestånd) används i konkurslagen (1987:672). Enligt 1 kap. 2 § konkurslagen avses med insolvens att en gäldenär ”inte kan rätteligen betala sina skulder och att denna oförmåga inte är endast tillfällig”. Bedömningen av om ifall en gäldenär är insolvent i konkurslagens betydelse baserar sig på prognoser.

²⁷ Det följer bl.a. av lagen (1999:1309) om system för avveckling av förpliktelse på finansmarknaden i kombination med Riksbankens villkor för RIX och penningpolitiska instrument.

²⁸ European Central Counterparty NV och LCH Limited är deltagare i RIX.

Huruvida det är konkurslagens insolvensbegrepp som regeringen avsåg i förarbetsuttalandet har dock diskuterats. Exempelvis ifrågasatte Banklagskommittén i sitt slutbetänkande Offentlig administration av banker i kris om det var konkurslagens insolvensbegrepp som regeringen syftade på och inte institutets kapitalstyrka (soliditet).²⁹ Som skäl anfördes bl.a. att förarbetsuttalandet kontrasterar Riksbankens ansvar för likviditetsstöd mot statens ansvar för att tillföra kapital till en bank i kris.

I förarbetena till lagen om resolution anförde regeringen att bedömningen av om ett institut i resolution är insolvent bygger på prognoser om den framtida utvecklingen (prop. 2015/16:5 s. 658), se även avsnitt 23.8.3.

Beträffande nödkrediten till Kaupthing anförde Riksbanken i ett pressmeddelande den 8 oktober 2008 att ”Riksbanken har gjort bedömningen att Kaupthing Bank Sverige AB är solid. Finansinspektionen har gjort samma bedömning. Riksbanken grundar således sitt beslut på en bedömning att banken har tillfälliga likviditetsproblem, men att dess solvens inte är hotad”.

När Riksbanken den 27 oktober 2008 första gången beslutade att ge Carnegie en nödkredit anförde Riksbanken i beslutet att ”Riksbanken har analyserat bankens tillgångar, återbetalningsförmåga och kapitalstruktur och kommit till slutsatsen att banken har förutsättningar att fullgöra sina förpliktelser förutsatt att den får likviditetsstöd från Riksbanken. Finansinspektionen har gjort bedömningen att banken och holdingbolaget är solida”.³⁰ När Riksbanken den 28 oktober 2008 utökade Carnegies kredit anförde Riksbanken i beslutet att ”Riksbanken och Finansinspektionen anser att Carnegie är solitt”.³¹

Internationell utblick

De flesta centralbanker som kommittén har granskat anger att stöd bara ges till solida företag (eng. *solvent*). Soliditetsbegreppet torde dock ha lite olika innebörd i olika länder. Med ”insolvent” på engelska avser Bank of England att en bank inte kan betala sina

²⁹ SOU 2000:66, 82–84.

³⁰ Riksbanken (2008c) Se även Riksbanken (2008b).

³¹ Riksbanken (2008d).

skulder när de förfaller till betalning eller att värdet på bankens tillgångar faller under värdet på dess skulder.³² Bank of Canada ställer inte i sina riktlinjer upp något soliditetskrav utan prövar om det finns ett trovärdigt ramverk för återhämtning och resolution. Norges Bank anger att om bilateralt stöd ges till banker som har eller löper risk för att få en svag kapitaltäckning, bör det föreligga en plan för kapitalisering av banken. Schweiziska centralbankens riktlinjer innehåller ett soliditetskrav.

Vid tillämpningen av EU:s regler om statligt stöd är ett av de fyra kriterier som ställs upp i bankmeddelandet för att stöd till ett individuellt kreditinstitut inte ska utgöra statsstöd, att företaget är illikvitt men solitt (eng. *solvent*), dvs. uppfyller minimikapitalkraven.

Som nämns i avsnitt 23.5.2 anser ECB att det strider mot förbudet mot monetär finansiering om en centralbank lämnar en nödkredit till en insolvent (eng. *insolvent*) bank. Det anses inte vara en centralbanksuppgift. Vid tillämpningen av förbudet mot monetär finansiering anses ett kreditinstitut vara solvent (eng. *solvent*) om det

1. uppfyller minimikapitalkraven, eller
2. inte uppfyller minimikapitalkraven, men det finns trovärdiga utsikter (eng. *credible prospect*) för rekapitalisering som återställer minimikapitalkravet inom viss tid.

Skälen för kommitténs förslag

Utgångspunkter

Att stöd bara bör ges till i grunden livskraftiga företag har varit grundprincipen sedan nödkrediter först började användas på 1800-talet. På så sätt undviks att företag med genuina ekonomiska problem hålls under armarna. Att ett företag har en sund finansiell ställning vid en framåtblickande bedömning, är en förutsättning för att det på sikt kommer att kunna finansiera sig själv på marknaden. Att ge stöd till företag som inte är livsdugliga kan också snedvrیدا konkurrensen och på sikt påverka det finansiella systemet negativt. Denna princip lever vidare både i gällande svensk rätt och t.ex. EU:s statsstödsregler. Följaktligen bör den föras vidare även i den nya riksbankslagen.

³² Bank of England (2017).

En annan anledning till att ställa krav på att mottagaren bedöms vara finansiellt sund är att det kan bidra till att minska risken för stigma och den moraliska risken. Om det redan från början står klart att en stödmottagare måste ha en sund finansiell ställning kan det minska stigma med att begära och motta stöd. Det kan också minska osunt risktagande, eftersom företagen vet att de inte kan räkna med stöd om deras finansiella ställning är alltför svag. Det kan också öka incitamentet att begära stöd i ett tidigare skede.

Ytterligare en anledning till att ställa upp krav på att en stödmottagare ska vara finansiellt sund är att stöd som Riksbanken ger till fallerande företag kan innebära en försämring för vissa av företagets övriga långgivare, särskilt om det sker mot säkerhet. De långgivare vars skulder är kortfristiga kommer visserligen bättre ut, eftersom Riksbankens likviditetsstöd gör det möjligt för dem att få betalt. Riksbanken ersätter nämligen deras utlåning med sina egna krediter. De långgivare som har lämnat icke säkerställda lån på något längre löptider kan dock komma sämre ut. Det kan nämligen inte få betalt ur sådana tillgångar som Riksbanken har tagit som säkerhet för sina lån (om inte säkerhetens värde överstiger lånebeloppet). Om Riksbanken kräver säkerhet för sina lån kommer de, om stödmottagaren fallerar, att få betalt ur en mindre tillgångsmassa än innan Riksbanken gav stöd (mot säkerhet).³³

Samtidigt är det viktigt att kraven på ett företags finansiella ställning inte ställs så högt att Riksbanken inte får ge stöd till företag som har rimliga utsikter att driva den tillståndspliktiga verksamheten vidare. Det skulle nämligen kunna leda till att Riksbanken inte har lagstöd för att stötta företag som Finansinspektionen bedömer har hanterbara problem, men som till dess problemen kan lösas har tillfälliga likviditetsproblem. Riksbanken bör dock inte ge nödkredit till ett företag som är eller förväntas bli försatt i konkurs eller gå i likvidation även om nödkredit ges.³⁴ Inte heller ett företag som har fått sitt tillstånd återkallat bör kunna få sådant stöd.

Kommittén anser att det av den nya riksbankslagen – och i överensstämmelse med gällande rätt – bör framgå att Riksbankens uppgift är att ge likviditetsstöd, inte soliditetsstöd. Av den nuvarande riksbankslagen framgår det dock inte vilka finansiella krav en stöd-

³³ Tucker (2014). Samma effekt uppnås om Riksbanken har en förmånsrätt som är bättre än de ”inte säkerställda” borgenärerna.

³⁴ Enligt ELA-överenskommelsen strider det också mot förbudet mot monetär finansiering.

mottagare ska uppfylla. I stället framgår det av förarbetsuttalanden som dock under årens lopp har varit föremål för tolkningsproblem (se ovan). Kommittén strävar därför efter att förtydliga den nuvarande riksbankslagen, med utgångspunkt från den prognosbaserade inriktning som regeringen har beskrivit i förarbetena till lagen om resolution och med beaktande av de svårigheter som kan finnas med att bedöma ett finansiellt företags finansiella ställning när beslut måste fattas med mycket kort varsel. En framåtblickande bedömning bedöms ligga i linje med hur bestämmelsen har tillämpats av Riksbanken (se ovan beträffande Kaupthing och Carnegie) och är för övrigt förenlig med ordvalet i förarbetena till bestämmelsen i gällande rätt.

Givet dessa övergripande utgångspunkter behöver Riksbanken kunna ge stöd till företag som har tillfälliga likviditetsproblem, men som under normala förhållanden (utan finansiell stress) sannolikt kan attrahera privat finansiering. Den bedömningen har i sin tur en naturlig koppling till ett företags utsikter att behålla sitt verksamhetstillstånd eller undvika konkurs eller likvidation och de kriterier som läggs till grund för beslut i sådana frågor.

Ett krav på livskraft

Kommittén anser att det krav som ställs på företagets finansiella ställning bör formuleras som ett krav på *livskraft*. Det är samma begrepp som används i lagen om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut. Vid Riksbankens bedömning av ett företags livskraft kommer företagets finansiella ställning (soliditet och betalningsförmåga) vid en viss tidpunkt att stå i fokus, men det blir även möjligt att beakta andra omständigheter som inom en rimlig framtid kan förändra företagets situation i positiv eller negativ riktning. Ytterst handlar det om en bedömning av om företaget har förutsättningar att fortleva. Ett företags livskraft förutsätter framtida soliditet, betalningsförmåga och regelefterlevnad och inte tillståndsåterkallelse, konkurs eller andra avvecklingsförfaranden såsom likvidation. Bedömningen behöver dock ske i varje enskilt fall och kan gå till på olika sätt beroende på vilken typ av företag det är fråga om. Det faktum att ett företag som har tillfälliga betalningsproblem ansöker om en nödkredit innebär inte i sig att företaget saknar livskraft.

För *institut* (dvs. kreditinstitut och värdepappersbolag) som kan bli föremål för resolution kan exempelvis livskraftsbedömningen utgå från de omständigheter som Finansinspektionen ska beakta när myndigheten bedömer om ett företag fallerar eller sannolikt kommer att falla. Enligt dessa bestämmelser anses ett företag falla eller sannolikt komma att falla, om någon av följande förutsättningar föreligger.

1. Företaget åsidosätter, eller sannolikt kommer att åsidosätta, sina skyldigheter på ett sätt som medför att dess tillstånd ska återkallas.
2. Värdet på företagets tillgångar understiger, eller sannolikt kommer att understiga, värdet på dess skulder.
3. Företaget inte kan, eller sannolikt inte kommer att kunna, betala sina skulder i takt med att de förfaller till betalning.³⁵

Dessa omständigheter syftar i huvudsak på institutets kapitalstyrka och betalningsförmåga men även andra regelöverträdelser får beaktas. Vid bedömningen av ett företags livskraft behöver emellertid hänsyn också tas till om det i det enskilda fallet finns alternativa åtgärder som kan förhindra att företaget fallerar.

De nämnda omständigheterna har kopplingar till resolutionsregelverket. En tanke med resolutionsregelverket är att ett institut ska försättas i resolution i tid, innan det ”inte längre är solitt” och innan hela kapitalbasen har förbrukats.³⁶ Resolution får beslutas när Finansinspektionen, efter samråd med Riksgäldskontoret och Riksbanken, finner att ett institut fallerar eller sannolikt kommer att falla och Riksgäldskontoret har bedömt att det inte finns några alternativa åtgärder som inom rimlig tid skulle avhjälpa eller förhindra fallissemang i institutet. Dessutom ska det föreligga ett all-

³⁵ Den omständigheten att ett företag behöver en nödkredit innebär dock inte i sig att företaget fallerar eller sannolikt kommer att falla. Se skäl 41 i krishanteringsdirektivet (Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/59/EU av den 15 maj 2014 om inrättande av en ram för återhämtning och resolution av kreditinstitut och värdepappersföretag och om ändring av rådets direktiv 82/891/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU och 2013/36/EU samt Europaparlamentets och rådets förordningar (EU) nr 1093/2010 och (EU) nr 648/2012).

³⁶ Se skäl 41 i krishanteringsdirektivet. Där har det engelska ordet ”solvent” översatts med solvent. Se även FSB (2016b), kommentaren beträffande KA 3: ”The legal framework includes clear criteria that provide for timely and early entry into resolution before a bank is balance sheet insolvent, when a bank is no longer viable or when it is likely to be no longer viable and, in either case, has no reasonable prospect of return to viability”.

mänintresse. Om det inte föreligger något allmänintresse – men de övriga förutsättningarna är uppfyllda – kommer företaget i stället sannolikt att försättas i konkurs eller likvidation eller få sitt tillstånd återkallat, vilket i sin tur torde leda till att det måste avvecklas. Frågan om nödkredit till ett företag i resolution behandlas i avsnitt 23.8.

Ett beslut om nödkredit måste ofta fattas med mycket kort varsel och med ett bristfälligt underlag. Det kan i sådana sammanhang vara svårt att bedöma institutets finansiella ställning. Exempelvis kan svårigheten att fastställa tillgångars värde vara extra stor när det handlar om de slags tillgångar som banker vanligen håller. För att värdera bankers tillgångar krävs en stor del information som inte är offentlig. Det gäller exempelvis banklån till små och medelstora företag eftersom dessa tillgångar inte handlas på marknader. Om en nödkredit måste ges vid tider av finansiell stress på de finansiella marknaderna kan även värderingen av tillgångar bestående av handlade värdepapper vara komplicerad. Oron bottenar ju i hur det bakomliggande krisförloppet ser ut och hur det kommer att utvecklas. En kredit får inte beviljas i det fall ett finansiellt företag vid en sådan bedömning uppenbarligen saknar livskraft. Kravet på livskraft innebär dock inte att Riksbanken måste kunna visa att företaget är livskraftigt, dvs. att det kommer att fortleva om det får likviditetsstöd. Däremot bör det finnas rimliga utsikter för att så är fallet.

Bedömningen av ett företags livskraft

Ett företag som anser sig behöva nödkredit från Riksbanken, kommer, sannolikt efter att först tagit kontakt med Riksbanken, att ge in en begäran om ett sådant stöd tillsammans med ett underlag för sin begäran.

Riksbanken ska därefter ta ställning till om förutsättningarna för att ge en nödkredit är uppfyllda. Riksbanken kan redan ha tillgång till finansiell information om företaget eftersom det kan vara deltagare i RIX-systemet och penningpolitisk motpart. Vidare kan Riksbanken ha information om företaget via sin övervakning och får begära att företaget lämnar information om sin finansiella ställning till Riksbanken (se avsnitt 36.1.2).

Inför ett beslut om nödkredit behöver emellertid Riksbanken också samråda med Finansinspektionen och som huvudregel även med Riksgäldskontoret³⁷. Inte minst Finansinspektionen bör ha god kännedom om företagets finansiella ställning och planerade insatser. Denna information kommer Finansinspektionen att delge Riksbanken. Riksbanken kan sedan använda sig av denna information som ett underlag för sin bedömning.

Riksbanken ska självständigt ta ställning till om företaget är livskraftigt och om förutsättningarna för att ge nödkredit är uppfyllda. Vid det ställningstagandet är Riksbanken inte bunden av Finansinspektionens slutsatser om företagets finansiella ställning och livskraft. Riksbanken kan exempelvis ha annan information än Finansinspektionen om företagets finansiella situation eller göra en annan bedömning av den tillgängliga informationen. Att Riksbanken ska göra en självständig bedömning ligger också i linje med hur Riksgäldskontoret gör sin livskraftsbedömning enligt lagen om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut. Den bedömning som Riksbanken gör ska baseras på de krav som följer av rörelsereglerna (t.ex. kapitalkrav), och reglerna om konkurs och likvidation.

Kommittén anser att det bör överlämnas till de berörda myndigheterna att komma överens om en process för samråd och informationsutbyte.

Sammanfattande slutsatser

Kommitténs förslag innebär ett förtydligande jämfört med gällande rätt, som varit föremål för olika tolkningar. Av den föreslagna bestämmelsen framgår att bedömningen av ett företags livskraft ska kopplas till företagets möjlighet att fortleva. För den bedömningen är liksom i dag företagets kapitalstyrka (soliditet) och framtidsutsikter viktiga. Riksbanken bör inte ge nödkredit till ett företag som är eller förväntas bli försatt i konkurs eller gå i likvidation även om nödkredit ges.³⁸ Inte heller ett företag som har fått sitt tillstånd återkallat bör kunna få sådant stöd.

³⁷ I fråga om stöd till en utländsk bank är den utländska tillsynsmyndighetens respektive resolutionsmyndighetens bedömningar av särskild betydelse. Beträffande samråd med svenska myndigheter, se avsnitt 24.4.

³⁸ Enligt ELA-överenskommelsen strider det också mot förbudet mot monetär finansiering.

Företaget ska vara livskraftigt men ha tillfälliga likviditetsproblem. Om exempelvis företaget är solitt och förväntas förbli solitt bör likviditetsproblem vara övergående och förutsättningarna finnas för att det inom rimlig tid ska kunna återgå till reguljär finansiering. Detsamma gäller om ett företag har soliditetsproblem som förväntas bli åtgärdade. Det faktum att ett företag som har tillfälliga likviditetsproblem ansöker om en nödkredit innebär inte att företaget saknar livskraft.

Kravet på livskraft innebär inte att Riksbanken måste kunna visa att företaget är livskraftigt, dvs. att det kommer att fortleva om det får likviditetsstöd. Däremot bör det finnas rimliga utsikter för att företaget är livskraftigt.

När fråga är om statligt stöd kommer Riksbankens åtgärder att behöva godkännas av EU-kommissionen enligt EU:s statsstödsregler. Kommittén bedömer att ett krav på livskraft i svensk rätt är förenligt med förbudet mot monetär finansiering, men det är förstås viktigt att följa rättsutvecklingen på det området. Riksbanken ska avslå en ansökan om en nödkredit om den strider mot förbudet mot monetär finansiering, se avsnitt 23.7.1.

För att bedöma om krediten utgör statligt stöd behöver Riksbanken kunna bedöma om en bank är solid, dvs. om den uppfyller minimikapitalkraven (enligt bankmeddelandet). Kommissionen har vid ett flertal tillfällen godkänt att en nödkredit (ELA) som utgjorde statligt stöd får ges.³⁹

23.7.7 Ska det finnas en övre beloppsgräns för Riksbankens nödkrediter?

Kommitténs bedömning: Det bör inte finnas någon beloppsgräns för hur stora nödkrediter Riksbanken får ge.

³⁹ Se t.ex. kommissionens beslut från den 16 april 2015 i ärende SA.47081 angående Panellinia Bank. Där konstaterade kommissionen att banken behövde en nödkredit (ELA) för att få tillgång till tillräckligt med likviditet för att förhindra att den fallerade. Kommissionen konstaterade att en statsgaranterad ELA (vilket det var fråga om i detta fall) var en lämplig mekanism för att motverka en allvarlig störning, som bankens fallissemang skulle ha orsakat. Ytterligare ett exempel är kommissionens beslut den 29 december 2016 i ärende SA.47081 angående MPS bank.

Gällande rätt

I den nuvarande riksbankslagen finns det inte någon begränsning av hur stora nödkrediter Riksbanken får ge. Frågan är om en beloppsbegränsning ska föras in i den nya riksbankslagen för att öka riksdagens kontroll över de risker Riksbanken får ta.

Bakgrund

Nödkrediter finansieras av Riksbanken. Riksbankens åtgärder påverkar därför inte statsbudgeten direkt, men eventuella vinster eller förluster påverkar storleken på den utdelning som Riksbanken gör till staten. Om Riksbanken gör en stor förlust kan staten dessutom behöva skjuta till kapital till Riksbanken. Indirekt kan Riksbankens åtgärder således påverka skattebetalarna. Motivet för ett tak skulle alltså vara att begränsa Riksbankens möjlighet att utan riksdagens godkännande öka de offentligfinansiella riskerna.

Här kan en jämförelse göras med åtgärder som vidtas enligt lagen om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut, för vilken det finns en stabilitetsfond och åtgärder som vidtas i resolution för vilka det finns en resolutionsreserv.⁴⁰ Om de medel som finns kontoförda på resolutionsreserven eller stabilitetsfonden inte är tillräckliga för de åtgärder som Riksgäldskontoret avser att vidta, får Riksgäldskontoret med högst det belopp som riksdagen har beslutat i ett särskilt bemyndigande ta upp lån för resolutionsreserven (27 kap. 6 § lagen om resolution). För resolutionsreserven gäller en kreditram på högst 100 miljarder kronor och en garantiram på högst 200 miljarder kronor. För stabilitetsfonden gäller en kreditram på högst 50 miljarder kronor och en garantiram på högst 750 miljarder kronor.⁴¹

Beloppsbegränsningen av Riksgäldskontorets upplåningsrätt har sin utgångspunkt i den konstitutionella principen att beslut om statens inkomster och utgifter som huvudregel ska fattas av riksdagen (finansmakten). Denna ram utgör ett tak för hur stora åtaganden resolutionsmyndigheten (eller regeringen) får fatta beslut om utan att inhämta ett nytt godkännande från riksdagen. I det fall det upp-

⁴⁰ Det bör samtidigt beaktas att dessa olika typer av stöd är förknippade med olika grader av risk för den offentliga sektorn. Riksbanken ger kredit mot säkerheter, medan Riksgäldskontoret får ge kapitalstöd och likviditetsstöd men utan att behöva ta några säkerheter.

⁴¹ Prop. 2018/19:1 utgiftsområde 2 och regleringsbrevet för budgetåret 2019 för Riksgäldskontoret.

kommer behov av att låna medel över ramen måste regeringen således begära att riksdagen fattar beslut om en utökad ram (prop. 2015/16:5 s. 668).

Under den globala finanskrisen gav Riksbanken Kaupthing en nödkredit på upp till fem miljarder kronor. Nödkrediten till Carnegie utformades som en låneram och den uppgick till fem miljarder kronor. Totalt utnyttjade Carnegie 2,4 miljarder kronor.

Skälen för kommitténs bedömning

Som nämns inledningsvis har Riksbankens utlåning inte någon direkt påverkan på statens budget. En sådan uppkommer först om Riksbanken gör en förlust. Ett alternativ skulle därför kunna vara att bestämma ett tak för hur stora förluster Riksbanken får göra.

Mot detta talar dock att kommittén i det föregående har föreslagit ett antal kriterier som bl.a. syftar till att begränsa risken för att Riksbanken ska göra några förluster på lämnade krediter. Riksbanken får bara ge krediter till företag som bedöms vara livskraftiga och mot säkerheter. Det finns inget tydligt samband mellan storleken på en kredit och risken för förlust. Men om stödmottagaren fallerar och Riksbankens säkerheter skulle visa sig vara otillräckliga, blir förlusten i kronor förstas större om kreditbeloppet är stort än om det är litet även om förlusten är lika stor i procent. Men det är inte tillräckligt för att motivera en beloppsgräns kopplad till lånets storlek.

Om Riksbanken bedömer att de säkerheter motparten kan ställa är otillräckliga eller om säkerheterna är svåra att värdera, kan Riksbanken behöva begära en statlig garanti. En sådan garanti beslutas av Riksgäldskontoret efter godkännande av regeringen. Det innebär alltså i praktiken en politisk prövning av om stödet får ges eller inte.

Mot denna bakgrund anser kommittén att det inte bör ställas upp något tak för hur stora Riksbankens likviditetsstödande åtgärder totalt får vara. Kommittén har också beaktat att Riksbanken i egenkap av sista låneinstans kan behöva besluta om krediter avseende stora belopp med kort varsel och att Riksbanken via samråd med andra myndigheter som arbetar med stabiliteten i det finansiella systemet behöver väga in dessa myndigheters syn på behovet av en nödkredit i ett enskilt fall.

23.7.8 Ska regeringen godkänna ett beslut om nödkredit innan det fattas?

Kommitténs förslag: Innan Riksbanken beslutar om en nödkredit ska Riksbanken informera det statsråd som regeringen utser.

Kommitténs bedömning: Riksbankens beslut om nödkredit behöver inte godkännas av regeringen eller riksdagen. Riksbankens åtgärder bör i stället granskas i efterhand.

Bakgrund

Enligt gällande rätt behöver Riksbanken inte något godkännande av regeringen eller riksdagen innan den fattar beslut om stöd. Såvitt kommittén känner till har inte Riksbanken heller lämnat någon nödkredit när Finansinspektionen eller någon annan myndighet har bedömt att det inte funnits behov av det.

Ett exempel på ett fall då regeringen har inflytande över statliga stödåtgärder finns i lagen om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut. Enligt den lagen fattas beslut om förebyggande statligt stöd av regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer (stödmyndigheten). Regeringen har utsett Riksgäldskontoret till stödmyndighet. För förebyggande statligt stöd framgår de övergripande förutsättningarna för stödet av den ovannämnda lagen och av förordningen om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut. Av förordningen framgår att avtal eller beslut som rör stöd ingås respektive fattas av Riksgäldskontoret. Riksgäldskontoret ska dock överlämna ett avtal som rör stöd till regeringen för godkännande.

I lagen om resolution finns det dessutom en bestämmelse som anger att om Riksgäldskontoret överväger en åtgärd som kan få direkta budget- eller systemeffekter, ska Riksgäldskontoret, med ett eget yttrande i saken, till regeringen överlämna frågan om huruvida åtgärden med hänsyn till risken för sådana effekter kan godtas.

Som beskrivs i det föregående anser kommittén att de grundläggande kriterierna för att en nödkredit ska få ges ska framgå av den nya riksbankslagen, men att det bör överlämnas till Riksbanken att, efter samråd med andra berörda myndigheter, bestämma om kriterierna är uppfyllda.

Ett argument för att regeringen ska kunna godkänna ett likviditetsstöd är att det behövs en politisk prövning av hur ett stöd påverkar statens finanser och andra statliga intressen. Regeringen skulle också kunna vara av en annan uppfattning än Riksbanken i fråga om en nödkredit bör ges för att Riksbanken ska uppfylla sitt uppdrag avseende finansiell stabilitet och villkoren för stödet. En sådan prövning skulle behöva göras inom en förhållandevis kort tidsrymd.

Riksbanken ska dock ha ett långtgående oberoende. Riksbanken ska också i enlighet med riksbankslagen, väga in motstående allmänintressen i sin proportionalitetsbedömning. Det torde för övrigt sällan finnas allmänintressen som väger tyngre än behovet att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet. Beslut om nödkrediter kommer dessutom ofta att behöva fattas med kort varsel. Sammantaget anser kommittén att det inte nu bör införas något krav på godkännande av varje enskilt beslut. Om Riksbanken behöver en statlig garanti, krävs dock, enligt gällande rätt, Riksgäldskontorets beslut efter regeringens godkännande. Dessutom blir det att betrakta som statsstöd.

Givet den betydelse som en nödkredit kan ha för den finansiella stabiliteten och andra motstående intressen, bör dock Riksbanken vara skyldig att informera regeringen innan beslut om en nödkredit fattas. Informationen bör om möjligt lämnas i så god tid att det finns utrymme att föra en dialog. Beträffande samråd och informationsutbyte med Finansinspektionen och Riksgäldskontoret hänvisas till avsnitt 24.4.

23.8 Nödkredit till ett företag i resolution

Den bestämmelse som kommittén föreslår i avsnitt 23.7 tillåter enligt sin ordalydelse att nödkredit ges till ett företag i resolution när kriterierna i riksbankslagen är uppfyllda. Även unionsrätten tillåter att en centralbank ger en nödkredit till ett företag i resolution. Frågan, som kommittén återkommer till i det följande är om det finns omständigheter när en nödkredit från Riksbanken till ett företag i resolution skulle kunna vara oförenlig med de föreslagna bestämmelserna i den nya riksbankslagen och unionsrätten.

Fokus i det följande ligger på Riksbankens uppgifter beträffande finansiering av företag i resolution. Finansiell verksamhet bedrivs ofta i gränsöverskridande företagsgrupper. Så är exempelvis fallet beträffande de tre svenska storbankerna (SEB, Handelsbanken och Swedbank). För sådana banker diskuteras åtgärder som rör resolution i de resolutionskollegier som finns för gränsöverskridande företagsgrupper och ska, om möjligt, beslutas av resolutionsmyndigheterna gemensamt.

Riksgäldskontoret kan vidare beträffande ett svenskt företags resolution behöva förlita sig på andra centralbanker än Riksbanken för tillgången till utländsk valuta, t.ex. euro eller pund. Det är dock bara Riksbankens likviditetshanterande roll som behandlas här. Dessutom skulle det kunna bli aktuellt för Riksbanken att ge stöd till ett utländskt företag som driver verksamhet genom filial här i Sverige (t.ex. Danske Bank eller Nordea) när ett sådant företag behöver svenska kronor. Riksbanken behöver i så fall samverka med utländska resolutionsmyndigheter. Som beskrivs närmare i avsnitt 23.7.5 kan dock valutaåterköpsavtal mellan centralbanker vara ett bättre alternativ i sådana fall.

23.8.1 En problembeskrivning

Kommittén bedömer att det är troligt att ett företag som försätts i resolution kan få problem med att klara av sin finansiering helt på egen hand, åtminstone i inledningen av resolutionsförfarandet.⁴² Det kan nämligen i direkt anslutning till resolutionsbeslutet vara svårt för det berörda företaget att tillgodose sitt finansieringsbehov genom att låna på marknaden. Det beror på att företaget kan ha haft likviditetsproblem redan innan det försattes i resolution och därför har belånat sina säkra och likvida tillgångar. Likviditetsbufferten är sannolikt också tagen i anspråk (likviditetstäckningskravet är således underskridet). Företagets behov av säkerheter kan också öka när det närmare sig resolution. Det är därför inte självklart att företaget kan fortsätta att låna i centralbankens normala faciliteter, t.ex. genom att ta intradagskrediter, eftersom det förutsätter att företaget kan ställa betryggande säkerheter.

⁴² Det visar exempelvis resolutionen av Banco Popular Español. I det fallet behövde dock inte den gemensamma resolutionsfonden (SRF) användas eftersom köparen av banken sköt till de medel som behövdes.

Vidare kan det, beroende på vad som kommunicerats, i inledningen av resolutionen vara osäkert hur resolutionsmyndigheten avser att hantera företagets problem. Till detta kommer att insättare kan vilja ta ut sina pengar, trots att de är skyddade i resolution, vilket ökar finansieringsbehovet. Dessutom behöver långivare som tidigare har lånat ut pengar till företaget och kreditvärderingsföretagen, utvärdera företagets nya situation, vilket lär försvåra finansieringen. Det kan också ta tid att utfärda en garanti om problemen uppkommer plötsligt.

Hur stort ett företags likviditetsbehov är och hur länge det dröjer innan det kan klara sin egen finansiering är svårt att förutse. Det kan sannolikt röra sig om allt från några dagar till åtminstone några veckor.

Det är för resolutionsprocessen avgörande att likviditetsförsörjningen fungerar omedelbart efter beslutet om resolution.⁴³ Det finns också en internationell samsyn om att det måste finnas arrangemang som på ett effektivt sätt förmår hantera de likviditetsproblem som ett företag i resolution får.⁴⁴ Ett av ändamålen med resolutionsregelverket är att användningen av statliga medel ska minimeras. Detta förutsätter bl.a. noggrann planering och att företagen har processer för att hantera den likviditetsstress som kan uppkomma i samband med resolution. Att det finansieringsarrangemang som finns, tillsammans med andra statliga lösningar, på ett trovärdigt sätt förmår hantera frågan om likviditet i resolution, är inte bara nödvändigt för att säkerställa att resolution kan genomföras på ett samhällseffektivt sätt. Det kan också öka privata aktörers förtroende för processen och därmed deras intresse av att bidra med privat finansiering. Därigenom kan behovet av att använda statliga medel minska.⁴⁵ En förutsättning för att de nationella lösningarna ska kunna uppfattas som trovärdiga är att det klart och tydligt framgår vad som gäller. I en värld med gränsöverskridande finansiella företag och internationella investerare är det också en fördel om de lösningar som finns i Sverige ligger i linje med omvärldens.

⁴³ FSB (2016a).

⁴⁴ FSB (2014), FSB (2016a) och FSB (2018). Se även de Lis och Garcia (2018).

⁴⁵ För liknande uppfattning, se FSB (2016a).

Enligt krishanteringsdirektivet⁴⁶ och den s.k. SRM-förordningen⁴⁷, som innehåller bestämmelser som gäller för Bankunionen, ska det för medlemsstaterna finnas finansieringsarrangemang som får användas för statliga finansieringsåtgärder, t.ex. krediter och garantier för att tillgodose likviditetsbehov som ett företag i resolution har. Dessa finansieringsarrangemang ska finnas ”oberoende av centralbankernas uppgift att tillhandahålla likvida medel till det finansiella systemet även i svåra tider” och för att undvika att de medel som krävs för åtgärder under resolution tas från de nationella budgetarna. Det bör enligt krishanteringsdirektivet vara finanssektorn som helhet som finansierar stabiliseringen av det finansiella systemet.⁴⁸

Inom EU har det konstaterats att det finansieringsarrangemang som Bankunionen förfogar över – den gemensamma resolutionsfonden (Single Resolution Fund, SRF) – inte är tillräckligt stor för att hantera de likviditetsproblem som kan uppkomma i samband med resolution.⁴⁹ Inom EU har det också diskuterats hur en reservplan (eng. *backstop*) till SRF bör utformas och vilken roll centralbankerna bör ha.⁵⁰ En viktig pusselbit för svensk del är därför att klargöra Riksbankens roll vid finansiering av ett företag i resolution. Kommittén återkommer till Riksbankens uppdrag i det följande.

⁴⁶ Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/59/EU av den 15 maj 2014 om inrättande av en ram för återhämtning och resolution av kreditinstitut och värdepappersföretag och om ändring av rådets direktiv 82/891/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU och 2013/36/EU samt Europaparlamentets och rådets förordningar (EU) nr 1093/2010 och (EU) nr 648/2012.

⁴⁷ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 806/2014 av den 15 juli 2014 om fastställande av enhetliga regler och ett enhetligt förfarande för resolution av kreditinstitut och vissa värdepappersföretag inom ramen för en gemensam resolutionsmekanism och en gemensam resolutionsfond och om ändring av förordning (EU) nr 1093/2010.

⁴⁸ Skäl 103 i krishanteringsdirektivet. Den svenska resolutionsreserven beskrivs i avsnitt 8.2.3.

⁴⁹ Se t.ex. Europeiska kommissionen (2019).

⁵⁰ ECON har ur ett bankunionsperspektiv låtit ta fram tre externa rapporter på ämnet ”The financing of bank resolution: who should provide the required liquidity?” I två av dessa rapporter rekommenderar författarna att ECB under vissa förutsättningar ska ansvara för att tillhandahålla ytterligare likviditet till ett företag i resolution. För en sådan facilitet ska det finnas en garanti utfärdad av SRF eller ESM (de Groen, 2018, och Demertzis m.fl., 2018). I den tredje rapporten anförts att ECB inte kan utgöra en reservplan för SRF, bl.a. på grund av förbudet mot monetär finansiering (Russo och Lastra, 2018). Se även de Lis och Garcia (2018), där det förespråkas att ELA centraliseras till ECB. Om en bank fallerar och uppfyller förutsättningarna för resolution (point-of-non viability, PONV) men kan ställa säkerheter och det finns förutsättningar för att banken rekapitaliseras (eng. *prospect of it being recapitalised*), ska ELA vara tillgänglig för banken. Eftersom företaget i fråga sannolikt inte kommer att kunna ställa säkerheter ska det finnas en tydlig finansieringsmekanism genom vilken SRF tar över risken genom att tillhandahålla en garanti antingen direkt till banken eller till ECB. ESM ska i sin tur vara en reservplan för SRF. Andra alternativ, såsom moratorium, ska undvikas.

23.8.2 Unionsrätten

De bestämmelser i unionsrätten som gäller för nödkrediter i allmänhet, och alltså även när nödkrediter ges till ett företag i resolution, behandlas i avsnitt 23.5. Dessa bestämmelser gäller oavsett när frågan om en nödkredit uppkommer. I detta avsnitt behandlar kommittén specifika uttalanden som har gjorts beträffande centralbanksstöd till ett företag som försatts i resolution.

ECB:s syn

Krishanteringsdirektivet innehåller inte några uttryckliga bestämmelser om en centralbanks möjlighet att finansiera ett företag i resolution.

Enligt ECB:s tolkning av unionsrätten är det dock möjligt för en centralbank att ge ELA (nödkredit) till ett företag i resolution. ECB har vid ett flertal tillfällen konstaterat att det av reglerna om resolution följer att en resolutionsmyndighets resolutionsplan inte får förutsätta något annat extraordinärt finansiellt stöd än användandet av resolutionsfonden. Resolutionsplanen kan därför inte förutsätta exempelvis nödkrediter. Enligt ECB påverkar dock inte dessa regler på något sätt centralbankens kompetens att besluta oberoende och med full diskretion om att tillhandahålla likviditet till solventa/solida (eng. *solvent*) institut, både genom standardiserade penningpolitiska faciliteter och ELA inom de gränser som följer av förbudet mot monetär finansiering.⁵¹

Förbudet mot monetär finansiering

ECB har i flera yttranden över nationell lagstiftning anfört att medan en centralbanks uppgift kan vara att administrera resolutionsåtgärder bör de inte finansiera dem.⁵² ECB har vidare anfört att en centralbank inte får finansiera resolutionsfonder eller andra finansieringsarrangemang för resolution, eftersom dessa är statliga uppgifter. Enligt ECB utesluter dock inte detta att en centralbank tillhandahåller

⁵¹ Se exempelvis CON/2015/22, CON/2015/33 och CON/2015/35.

⁵² Se exempelvis Mersch (2018).

kortfristig finansiering till insättningsgarantisystem under vissa förutsättningar eller att nationella centralbanker tillhandahåller ELA till solventa/solida (eng. *solvent*) kreditinstitut.⁵³

23.8.3 Riksgäldskontorets och Riksbankens roller enligt förarbetena till lagen om resolution

Frågan om likviditetsförsörjningen till ett företag i resolution analyserades av regeringen i den proposition som låg till grund för lagen om resolution (prop. 2015/16:5 s. 656–659). De uttalanden som gjordes avsåg den nödkreditbestämmelse som finns i gällande rätt (6 kap. 8 § riksbankslagen). Regeringens uttalanden återges i det följande, eftersom de är vägledande för hur regeringen menat att gällande rätt avseende resolution bör tolkas. Kommittén återkommer till sin egen bedömning i avsnitten 23.8.5 och 23.8.6.

Regeringen anförde i propositionen att resolutionsmyndigheten kan använda resolutionsreserven till att utfärda garantier för, eller bevilja krediter till, ett företag i resolution eller ett broinstitut. Regeringen konstaterade vidare att garantier har flera fördelar jämfört med lån. Den främsta är att marknadskanalerna upprätthålls, vilket förenklar övergången till ett läge där företaget ska klara sig på egen hand. Garantier innebär vidare att staten inte behöver låna upp medel i eget namn och statens behov av upplåning påverkas inte förrän garantin eventuellt behöver infrias. Om företaget drivs vidare inom ramen för resolution och så småningom (i någon form) återgår till reguljär verksamhet, kan staten helt undvika att behöva låna upp medel. En nackdel med garantier är att det kan ta en tid innan tillräckligt mycket ny garanterad marknadsfinansiering kan uppbringas. Därför kan det enligt regeringen vara nödvändigt att med ett lån snabbt ge företaget tillräckligt med likvida medel för att företaget ska kunna fortsätta att bedriva den kritiska verksamhet som utgör själva grunden för att det försatts i resolution.

Regeringen konstaterade att det dock också kan bli aktuellt med finansiering genom krediter, särskilt om företaget i resolution har akut brist på likvida medel och ny (garanterad) finansiering inte tillräckligt snabbt kan uppbringas. Avsikten torde i dessa fall vara att krediterna så snabbt som möjligt ska ersättas med garanterad mark-

⁵³ Se exempelvis CON/2015/22, CON/2015/33 och CON/2015/35. Se även ECB (2018).

nadsfinansiering. Krediter i detta sammanhang utgör främst ett tillfälligt likviditetsstöd i avvaktan på att tillräcklig marknadsfinansiering kan erhållas.

Även om Riksgäldskontoret kan använda resolutionsreserven för att bevilja krediter kan en, enligt regeringen, samhällsekonomiskt effektivare lösning vara att Sveriges riksbank ansvarar för denna typ av likviditetsstöd. En centralbank har en unik förmåga att skapa pengar i den inhemska valutan och kan på så sätt snabbt ge krediter av i princip obegränsad storlek. Det är därför ändamålsenligt om Riksbanken inom ramen för de regler som styr dess verksamhet har möjlighet att ge tillfälligt likviditetsstöd i den egna valutan till företag i resolution. Detta är enligt regeringen även i linje med Riksbankens likviditetsstödjande roll generellt. När det gäller likviditetsstöd i utländsk valuta har centralbanker ingen naturlig fördel jämfört med exempelvis skuldförvaltningsmyndigheter. Däremot har Riksbanken en valutareserv och vissa möjligheter att låna av andra centralbanker, vilket enligt regeringen innebär att Riksbanken även bör kunna bistå med likviditetsstöd i utländsk valuta.

Regeringen anförde vidare att en kredit från Riksbanken till ett företag i resolution bör kunna vara föremål för en garanti. Sätillvida är det ingen skillnad mot när resolutionsmyndigheten garanterar privat finansiering. Lån från Riksbanken bör bli aktuella först när ny (garanterad) marknadsfinansiering inte kan erhållas tillräckligt snabbt och det förefaller rimligt att centralbankskrediter ska ges på samma villkor, dvs. mot garanti. Enligt regeringen bör Riksbanken i en sådan här situation betraktas som att den tillfälligt ersätter andra marknadsaktörer snarare än att den träder in i stället för Riksgäldskontoret. Att på detta sätt tillfälligt ersätta marknadsaktörer som av något skäl inte finansierar ett företag motsvarar Riksbankens roll vid reguljärt tillfälligt likviditetsstöd till solida företag som inte är försatta i resolution. I detta sammanhang bör det enligt regeringen noteras att Riksbankens kredit inte får strida mot det unionsrättsliga förbudet mot monetär finansiering.

Regeringen pekade på att det i detta fall finns ett i grunden viktigare skäl för garantin och det är att se till att kostnaderna inte överförs på staten genom att Riksbanken gör förluster som överförs till staten via minskad vinstutdelning från (eller behov av kapitaltillskott till) Riksbanken. En bärande tanke i krishanteringsdirektivet och i konstruktionen av resolutionsreserven är att kostnader för resolution

i slutändan ska bäras av den finansiella sektorn. Om någon annan statlig aktör än resolutionsmyndigheten ger ett lån till ett företag i resolution, blir garantier från resolutionsreserven av vikt för att kreditrisk inte ska överföras från den privata sektorn till staten. Syftet med en garanti till förmån för centralbanken är således, påpekade regeringen, i detta fall att säkerställa att eventuella kostnader bärs av den finansiella sektorn via resolutionsreserven och det krav på nya avgifter som uppstår om reserven tas i anspråk.

Regeringen bedömde vidare att en tillfällig kredit till ett företag i resolution eller ett broinstitut många gånger kan rymmas inom såväl Riksbankens uppdrag om att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende som inom nödkreditbestämmelsen i 6 kap. 8 § riksbankslagen. Nödkrediter enligt 6 kap. 8 § riksbankslagen får bara ges om det finns synnerliga skäl. Förutsatt att ett företag enbart försätts i resolution om det finns ett tillräckligt vägande allmänintresse framstår det i och för sig som sannolikt att synnerliga skäl kan vara för handen såvitt avser ett företag som försätts i resolution.

Regeringen anförde att en nödkredit inte får ges till företag som av Riksbanken bedöms vara uppenbarligen insolvent. Motsvarande krav ställs även inom unionsrätten som en del av förbudet mot monetär finansiering och kraven på centralbankens oberoende. Bakgrunden till bestämmelser om att centralbanker inte ska ge stöd till företag som inte är livskraftiga, och således riskerar att falla, är att centralbanksfinansiering inte ska kunna användas till att hålla fallerande företag i fortsatt drift. Stöd till insolventa företag är inte en uppgift för centralbanken, som enligt förbudet mot monetär finansiering inte får ge sådant stöd. I och med att företaget är försatt i resolution har dessa invändningar inte någon bäring. Företaget är under statlig kontroll och själva syftet med resolutionen är, enligt regeringen, att återge företaget dess livskraft.

Ett företag som uppfyller förutsättningarna för att försättas i resolution kan sannolikt inte vid det tillfället betraktas som solvent. Regeringen menade dock att situationen förändras i och med resolutionsbeslutet. Beslutet att försätta ett företag i resolution fattas för att kunna fortsätta att bedriva åtminstone delar av verksamheten eller avveckla den under ordnade former. För att verksamhet ska drivas vidare så måste företaget förr eller senare bli livskraftigt. Även om den verksamhet som resolutionsåtgärderna avser tillfälligt be-

drivs i ett insolvent företag kommer detta tillstånd inte att bli bestående.

Eftersom insolvensbegreppet bygger på prognoser om den framtida utvecklingen, och förutsättningarna förändras i grunden när företaget i fråga försätts i resolution, bör det enligt regeringen vara möjligt för Riksbanken att bevilja en tillfällig kredit till ett företag i resolution. När Riksgäldskontoret har försatt företaget i resolution torde avsikten typiskt sett vara att företaget ska rekonstrueras, till större eller mindre del. Det kan förutsättas att resolutionsåtgärderna kommer att få avsedd effekt, dvs. att företaget kan lösa sina betalningsproblem. Företaget är då inte att betrakta som insolvent. Regeringen anförde vidare att även broinstitut upprättas i syfte att driva verksamhet vidare och av detta skäl torde även prognosen för ett broinstitut vara att det kommer att vara livskraftigt och därmed inte är insolvent.

Mot denna bakgrund bedömde regeringen att en konflikt med solvenskravet inte bör uppstå i den utsträckning som en resolution syftar till rekonstruktion av den berörda verksamheten. Ett företag i resolution som Riksgäldskontoret har aviserat ska rekonstrueras (eller fortleva), eller ett broinstitut, är närmast definitionsmässigt att betrakta som solventa företag.

Regeringen konstaterade vidare att det även finns bestämmelser inom unionsrätten om förbud mot monetär finansiering. För att stödet inte ska stå i strid med det förbudet måste det vara systemstabilitetsaspekter på spel och Riksbanken ska kunna fatta ett självständigt beslut om att bevilja stödet. Beslut enligt 6 kap. 8 § riksbankslagen är föremål för Riksbankens självständiga beslut, och resolution ska endast inledas om det föreligger ett systemhot. Inte heller ur dessa aspekter ser regeringen några hinder för Riksbanken att bistå med krediter i resolution.

23.8.4 IMF:s synpunkter på det svenska regelverket

IMF granskade 2016 det svenska finansiella systemet. Det resulterade i en rapport – Financial System Stability Assessment. I rapporten rekommenderar IMF Sverige (Riksbanken, Riksgäldskontoret och Finansinspektionen) att definiera strategier för likviditetsassistans till banker i resolution och att ingå ett samarbetsavtal beträffande

soliditets- och livskraftsbedömning (eng. *solvency and viability assessment*) av ett institut som behöver nödkredit (ELA).

23.8.5 Arbetsfördelningen mellan Riksgäldskontoret och Riksbanken

Kommitténs bedömning: Om Riksgäldskontoret beslutar att försätta ett företag i resolution ansvarar Riksgäldskontoret för att resolutionen kan genomföras effektivt. Utgångspunkten för Riksgäldskontorets åtgärder, inklusive finansieringen, är den resolutionsplan som upprättats för företaget. Riksbanken får ge nödkredit till ett företag i resolution, även om resolutionsreserven inte har utnyttjats, om förutsättningarna i riksbankslagen och unionsrätten är uppfyllda.

Skälen för kommitténs bedömning

När ett företag försätts i resolution ska strävan i första hand vara att det ska finansiera sig via egna resurser eller på marknaden.⁵⁴ Statligt stöd blir aktuellt först när privat finansiering inte kan uppbringas. Det är samma princip som gäller generellt för nödkrediter och annat statligt finansieringsstöd.

Som framgår av beskrivningen i det föregående kan både Riksgäldskontoret och Riksbanken vidta åtgärder för att säkerställa att ett företag i resolution har tillgång till likviditet.

Utgångspunkten är att när statliga åtgärder behöver vidtas för att underlätta likviditetstillförseln till ett företag i resolution, bör Riksgäldskontoret garantera företagets nyupplåning på marknaden. Det överensstämmer med det synsätt som redovisats i förarbetsuttalandena till gällande rätt (se avsnitt 23.8.3). Som beskrivs i det föregående kan dock garantier vara otillräckliga för att ett företag i resolution ska kunna få omedelbar tillgång till finansiering. De alternativ som återstår är en kredit från Riksgäldskontoret med stöd av resolutionsreserven, inklusive dess kreditram (i dag 100 miljarder kronor) eller en nödkredit från Riksbanken, eventuellt mot en statlig garanti.

⁵⁴ FSB (2016a).

Det är Riksgäldskontoret som är ansvarigt för att resolutionen kan genomföras på ett effektivt och trovärdigt sätt. För att möjliggöra detta ska Riksgäldskontoret i förväg ha upprättat en resolutionsplan. Den planen får inte förutsätta att finansieringen sker genom nödkrediter eller annat statligt stöd. Riksgäldskontoret får däremot planera för att använda resolutionsreserven. Utgångspunkten är att planen ska följas. Det kan dock finnas fall då det ur ett resolutionsperspektiv inte är möjligt eller lämpligt att följa planen. När Riksgäldskontoret planerar för och genomför resolution är det viktigt att resolutionsreserven och eventuellt likviditetsstöd används för att på bästa sätt uppnå målen för resolution. Det innebär att andra avvägningar, exempelvis att användningen av resolutionsreserven direkt påverkar statens budget och statsskulden, inte bör göras.

Ett företag i resolution får ansöka om en nödkredit hos Riksbanken. En sådan ansökan kommer att göras under Riksgäldskontorets kontroll och med myndighetens godkännande.

Kommittén konstaterar i avsnitt 23.7.3 att Riksbanken bör ge nödkrediter först när privata lösningar är uttömda eller olämpliga. I den situation som behandlas här ställs i stället två statliga finansieringskällor mot varandra. Om Riksbanken ger en nödkredit till ett företag i resolution bör det betraktas som att Riksbanken tillfälligt ersätter privata marknadsaktörers finansiering, snarare än att den träder in i stället för Riksgäldskontoret. Detta stämmer överens med hur regeringen har resonerat i förarbetena till lagen om resolution (se avsnitt 23.8.3). En nödkredit från Riksbanken till ett företag i resolution, kan därför bli aktuell först när ny marknadsfinansiering inte kan erhållas tillräckligt snabbt samt de övriga kriterierna i riksbankslagen är uppfyllda och stödet är förenligt med unionsrätten. Av detta följer att resolutionsreserven inte behöver ha utnyttjats innan Riksbanken får ge en nödkredit till ett företag som står under Finansinspektionens tillsyn.

En finansiell kris är inte rätt tillfälle att ha långdragna diskussioner om vem som bör agera i en given situation och om kriterierna för en viss typ av stöd är uppfyllda. Då förväntas både Riksbanken och Riksgäldskontoret använda sina befogenheter för att uppfylla sina uppdrag avseende finansiell stabilitet. För att i förväg undvika oklarheter behöver dock myndigheterna samverka både på planeringsstadiet och under resolutionsprocessen (se avsnitt 24.4). Riksbanken behöver också vara transparent genom att på förhand redovisa för

Riksgäldskontoret hur den utvärderar en förfrågan om nödkredit i förhållande till kriterierna i riksbankslagen och vilken information som den behöver för att bedöma om kriterierna är uppfyllda.

Förbudet mot monetär finansiering m.m.

Förbudet mot monetär finansiering hindrar Riksbanken från att ge staten rätt att övertrassera sina konton, att ge staten andra former av krediter eller att förvärva skuldförbindelser direkt från staten. Av detta följer att bestämmelsen förbjuder i princip allt finansiellt stöd till staten. Syftet med bestämmelsen är att ge medlemsstaterna incitament att iakttä en sund finanspolitik genom att förhindra att monetär finansiering av offentliga underskott eller en positiv särbehandling av myndigheter på finansmarknaderna leder till alltför stor skuldsättning eller alltför stora underskott hos medlemsstaterna.

Inledningsvis konstaterar kommittén att det är en centralbanksuppgift att medverka till finansiell stabilitet genom att ge likviditetsstöd till livskraftiga banker. Som konstaterats i det föregående får Riksbanken ge nödkrediter till ett företag i resolution under vissa förutsättningar, bl.a. om företaget är livskraftigt och en sådan kredit inte på annat sätt strider mot förbudet mot monetär finansiering (eller statsstödsregelverket). Eftersom Riksbanken inte ger lån direkt till resolutionsreserven övertar Riksbanken inte någon statlig uppgift.

Riksbankens åtgärder syftar inte till att underlätta statens finansiering. Som framgår ovan ersätter den i stället finansiering på marknaden, precis som när nödkrediter ges till ett företag som inte är försatt i resolution.

Givet dessa utgångspunkter påverkas varken statens resolutionskostnader eller Riksbankens egna kapital till följd av att Riksbanken ger en nödkredit mot säkerhet till ett företag som till följd av att det genomgår resolution är livskraftigt. Den principiella bedömning som i det föregående har gjorts beträffande arbetsfördelningen mellan Riksbanken och Riksgäldskontoret, strider därför inte som sådan mot förbudet mot monetär finansiering. Eftersom förutsättningarna kan variera behöver dock en bedömning göras i varje enskilt fall.

Staten kan erbjuda Riksbanken en motprestation i form av en garanti. Om en sådan garanti behöver infrias kommer kostnaderna för staten i slutändan att bli densamma som om en kredit från reso-

lutionsmyndigheten hade lämnats (allt annat lika). I båda fallen ska eventuella förluster som resolutionsreserven gör bäras av det finansiella systemet, om än på sikt. För att stöd som ges av en centralbank till ett solvent (eng. *solvent*) företag mot en statlig garanti inte ska strida mot förbudet mot monetär finansiering, måste bl.a. systemstabilitetsaspekter stå på spel och Riksbanken ska kunna fatta ett självständigt beslut om att bevilja stödet. Beslut om nödkrediter är föremål för Riksbankens självständiga beslutsfattande och resolution ska som regel bara inledas om det föreligger ett systemhot. Förbudet mot monetär finansiering torde därför inte hindra att Riksbanken kan bistå med en kredit till ett företag i resolution mot en statlig garanti, när förutsättningarna är uppfyllda (se avsnitt 23.5.2). Enligt bankmeddelandet, som behandlar statsstöd, utgör stöd som lämnas mot en statlig garanti statligt stöd, men kommissionen kan besluta att stödet ändå är tillåtet.

23.8.6 Kriterierna för att ge nödkredit när ett företag är försatt i resolution

Kommitténs bedömning: Ett företag i resolution och företag som har bildats för att genomföra resolutionen, t.ex. ett broinstitut, kan uppfylla förutsättningarna för att få en nödkredit. Bedömningen av om så är fallet behöver dock göras baserat på omständigheterna i det enskilda fallet.

Det bör överlämnas till de berörda myndigheterna att hitta en lösning som fungerar effektivt vid resolution samt beaktar kravet på att stöd bara får ges mot säkerhet och som innebär att eventuella förluster för en eventuell nödkredit i första hand belastar företaget och därefter resolutionsreserven.

I det föregående konstaterar kommittén att Riksbanken – precis som enligt gällande rätt – får ge en nödkredit till ett företag i resolution. I det följande behandlas kriterierna för att ge en sådan kredit översiktligt.

Vilka problem ska Riksbankens åtgärder vara ägnade att lösa?

I avsnitt 23.7.3 föreslår kommittén att Riksbanken ska få ge en nödkredit för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet eller om det finns synnerliga skäl. Begreppet synnerliga skäl inkluderar de resolutionsändamål som resolutionen avser att skydda.

Motpartskretsen

Kommittén föreslår att en nödkredit ska få ges till svenska företag som står under tillsyn av Finansinspektionen, motsvarande utländska företag som driver verksamhet i Sverige genom filialer och centrala motparter. Av det följer att banker och värdepappersföretag som kan försättas i resolution också kan få en nödkredit av Riksbanken, när de övriga kriterierna för en sådan kredit är uppfyllda.

Enligt lagen om resolution kan även vissa holdingbolag försättas i resolution. Det finns dock alltjämt en möjlighet för Riksbanken att lämna en nödkredit till de rörelsedrivande finansiella företag som står under tillsyn.⁵⁵

Vidare kan vissa icke tillståndspliktiga företag som är dotterföretag till ett institut (t.ex. en bank) försättas i resolution. Kommittén förväntar sig dock att detta kommer att vara mycket ovanligt. Om det ändå förekommer kommer det att handla om mindre företag och lägre belopp som bör kunna hanteras av Riksgäldskontoret ensamt. Dessutom är det sannolikt lämpligare att Riksbanken, om det är aktuellt, ger nödkredit till moderbolaget, t.ex. en bank, som i sin tur förser sitt dotterföretag med likviditet.

Ett broinstitut kommer som regel att vara tillståndspliktigt och stå under tillsyn. Det kan därför få nödkredit med stöd av den bestämmelse som föreslås i avsnitt 23.7. Detsamma gäller för ett tillgångsförvaltningsbolag.

Sammanfattningsvis bör det inte föreligga några större svårigheter med att bedöma om företaget i resolution tillhör den stödberättigade kretsen eller inte.

⁵⁵ Genom ändringar i kapitalkravsdirektivet och tillsynsförordningen som har beslutats kommer vissa holdingföretag att bli tillståndspliktiga och stå under tillsyn av Finansinspektionen. Dessa holdingföretag kommer då att omfattas av definitionen av finansiella företag.

Stödmottagarens finansiella ställning

I avsnitt 23.7.6 föreslår kommittén att Riksbanken ska få ge en nödkredit till ett företag som är livskraftigt.

I linje med vad regeringen konstaterade i förarbeten till lagen om resolution menar kommittén att ett företag som försätts i resolution per definition inte är livskraftigt vid resolutionsbeslutet. Finansinspektionen har då, efter samråd med Riksgäldskontoret och Riksbanken, konstaterat att företaget fallerar eller sannolikt kommer att falla och Riksgäldskontoret har bedömt att det inte finns några alternativa åtgärder som inom rimlig tid skulle avhjälpa eller förhindra fallissemang i institutet.

I likhet med regeringen (se avsnitt 23.8.3) anser kommittén vidare att ett beslut om resolution omgående kan förändra framtidsutsikterna för företaget. Det sker dock inte med automatik utan beror bl.a. på valet av resolutionsverktyg och hur de används.

När ett företag försätts i resolution övertar Riksgäldskontoret kontrollen över företaget och beslutar vilka resolutionsåtgärder som ska vidtas. Avsikten är dock inte att till varje pris säkerställa att själva företaget ska fortleva utan att se till att kritisk verksamhet kan drivas vidare, begränsa spridningsrisken och skydda vissa andra samhällsintressen. Vilka resolutionsverktyg som Riksgäldskontoret beslutar att använda beror därför på omständigheterna i det enskilda fallet.

Kommittén konstaterar därför att enbart den omständigheten att Riksgäldskontoret har beslutat att försätta ett företag i resolution inte är tillräckligt för att företaget ska anses vara livskraftigt. I stället beror frågan på vilka resolutionsåtgärder som beslutas. Det är därför viktigt att Riksgäldskontorets inför Riksbankens beslut förser Riksbanken med all relevant information som myndigheten har.

Kredit mot säkerhet

Riksbanken får bara ge kredit mot säkerhet (se avsnitt 23.7.4). Det gäller även beträffande ett företag i resolution. Ett företag som försätts i resolution torde dock som regel ha använt sina mest högkvalitativa tillgångar som säkerheter för andra lån.

En säkerhet kan dock bestå av en garanti.⁵⁶ Sådillvida är det ingen skillnad mot när resolutionsmyndigheten garanterar privat finansiering. Ett i grunden viktigare skäl för en garanti är att se till att kostnaderna stannar på resolutionsreserven och det finansiella systemet och inte överförs på staten genom att Riksbanken gör förluster som överförs till staten via minskad vinstutdelning från (eller behov av kapitaltillskott till) Riksbanken. Syftet med en garanti till förmån för Riksbanken är således att säkerställa att eventuella kostnader bärs av den finansiella sektorn via resolutionsreserven och det krav på nya avgifter som uppstår om reserven tas i anspråk. (se avsnitt 23.8.3).

Kommittén anser att det bör överlämnas till de berörda myndigheterna att hitta en lösning som fungerar effektivt vid resolution och som innebär att eventuella förluster i första hand belastar företaget och därefter resolutionsreserven. Myndigheterna bör också redan på planeringsstadiet, och frikopplat från ett specifikt företag, kunna diskutera den generella utformningen av en eventuell garanti för att skapa förutsättningar för en snabb och effektiv resolutionsprocess.

Förekomsten av en statlig garanti innebär att garantin och nödkrediten behöver statsstödsprövas. Det behöver även prövas hur en sådan kredit förhåller sig till förbudet mot monetär finansiering. Dessa frågor berörs i avsnitt 23.8.5.

⁵⁶ Liknande formuleringar används av ECB, se exempelvis ECB (2018) och stycke 3.3 i ECB:s yttrande CON/2017/1. En garanti är dock inte en sådan säkerhet som förhindrar nedskrivning eller konvertering om ett företag senare försätts i resolution.

Appendix: Internationell utblick

I det följande beskrivs under vilka förutsättningar fem olika centralbanker får ge bilateralt stöd motsvarande en nödkredit (ELA). Ett ofta återkommande drag är att centralbankerna har preciserat eller begränsat de förutsättningar som anges i den lag som styr centralbankens befogenhet att ge nödkredit. I de riktlinjer som centralbankerna har tagit fram används ofta det engelska begreppet ”solvent” men utan att det förklaras vad som avses. I det följande översätts ordet ”*solvent*” med solitt (soliditet).

Appendixet innehåller också en beskrivning av Eurosystemet och en nordisk-baltisk centralbanksöverenskommelse liksom en beskrivning av Financial Stability Boards (FSB:s) globala riktlinjer om finansiering av systemviktiga banker i resolution.

För en mer utförlig beskrivning av centralbankers verksamhet inom finansiell stabilitet hänvisas till avsnitt 20.7.

ECB och Eurosystemet

Inom Eurosystemet är det de nationella centralbankerna som ansvarar för att ge ELA. ECB beskriver det som att de nationella centralbankerna och ECB har delat ansvar för att vara sista låneinstans. De nationella centralbankerna inom Eurosystemet ansvarar för att tillhandahålla finansieringen (eng. *emergency liquidity assistance, ELA*). ECB kontrollerar och övervakar de nationella centralbankerna (se ELA-överenskommelsen nedan). ECB anför vidare att en bank för att kvalificera sig för ELA får vara illikvid men måste vara solvent/solid (eng. *solvent*) Med illikvid menar ECB att banken har problem med att betala sina insättare vid tidpunkten i fråga. Med solvent/solid avses att banken har förmåga att göra det på lång sikt.⁵⁷ ECB konstaterar vidare att nationella centralbanker accepterar säkerheter av lägre kvalitet för ELA än för normal finansiering. Eftersom det ökar risken för centralbanken använder den sig av värderingsavdrag och tar ut en högre ränta av bankerna.⁵⁸

⁵⁷ Denna beskrivning av uttrycket solvent på engelska motsvarar närmast det svenska ordet solvent (till skillnad från insolvent). En delvis annan beskrivning lämnas i ELA-överenskommelsen nedan. Den ska dock ses över senast under 2019, se nedan.

⁵⁸ ECB (2019).

ELA-överenskommelsen

Eurosystemet har i maj 2017 beslutat om en överenskommelse om nödkredit (Agreement on emergency liquidity assistance). Dokumentet behandlar bl.a. ECB-rådets kontroll av likviditetseffekter av nödkrediter för att förhindra att sådant stöd strider mot ECBS mål och funktioner (se artikel 14.4 i ECBS-stadgan). Dessutom anges att nödkredit ska vara förenligt med förbudet mot monetär finansiering i artikel 123 i EUF-fördraget. Dokumentet ska ses över senast 2019.

I dokumentet definieras nödkredit (Emergency Liquidity Assistance) som en centralbanks tillhandahållande av centralbankspengar, eller något annat stöd som kan leda till ökade centralbankspengar, till ett finansinstitut eller en koncern av finansiella institut (eng. *to a solvent financial institution or group of solvent financial institutions*) som har likviditetsproblem, utan att en sådan transaktion är en del av penningpolitiken.⁵⁹

För att säkerställa att nödkredit inte strider mot penningpolitiken inom Eurosystemet, ska ECB informeras. Denna information ska möjliggöra sterilisering av oönskade likviditetseffekter och en utvärdering av konsekvenser för systemet (eng. *systemic implications*). Av dokumentet framgår bl.a. följande.

1. Den nationella centralbanken ska alltid överlämna viss detaljerad information om en nödkredit (ELA) till ECB. Underrättelsen ska lämnas senast två bankdagar efter det att åtgärden vidtogs. Därefter ska information lämnas löpande till att dess stödet är återbetalt. Underrättelsen ska innehålla information om bl.a.
 - volym, löptid, valuta, säkerheter, ränta, skälen för stödet.
 - tillsynsmyndighetens bedömning av stödmottagarens likviditetsposition och soliditet, och
 - när det är relevant en bedömning av gränsöverskridande dimensioner och/eller systemimplikationer.

⁵⁹ En liknande definition finns i krishanteringsdirektivet. Där definieras akut likviditetstöd som "en centralbanks tillhandahållande av centralbankspengar, eller något annat stöd som kan leda till ökade centralbankspengar, till ett solitt finansinstitut eller en koncern av solida finansinstitut (eng. *to a solvent financial institution, or group of solvent financial institutions*) som har tillfälliga likviditetsproblem, utan att en sådan transaktion är en del av penningpolitiken".

2. Institut som mottar stöd (ELA) ska tillhandahålla bl.a. följande.
 - En finansieringsplan. Planen ska tillhandahållas inom två månader och därefter uppdateras kvartalsvis.
 - Månatlig uppdaterad information om kaptäckningsgrad och bruttosoliditet. Informationen ska tillhandahållas inom två månader och därefter månadsvis.
 - Ett institut som när det fick stöd (ELA) bröt mot kapitaltäckningskraven enligt tillsynsförordningen, måste tillhandahålla en rekaptaliseringssplan till ECB för bedömning inom den tid som bestäms av ECB-rådet.
3. Om stödet tillhandahålls för en längre period än sex månader ska centralbankschefen för den berörda centralbanken i ett brev till ECB beskriva vilken strategi för att avsluta stödet som finns.
4. När storleken på stödet för ett visst institut eller en viss företagsgrupp överstiger 500 miljoner euro⁶⁰, ska ECB:s direktion informeras så tidigt som möjligt i förväg om problemets natur, vilket instrument som ska användas och likviditetskonsekvenserna. Denna information kommer att lämnas vidare till ECB-rådet.

Därutöver gäller att när storleken på likviditetsstödet för ett visst institut eller en viss företagsgrupp överstiger två miljarder euro, ska ECB:s direktion besluta om ECB-rådet behöver ta ställning till det. Om ECB:s direktion drar slutsatsen att det finns en risk att det bilaterala stödet strider mot Eurosystemets gemensamma monetära politik, ska den begära att ECB-rådet beslutar i frågan.

Särskilt om förbudet mot monetär finansiering

Enligt ELA-överenskommelsen kan en överträdelse av förbudet mot monetär finansiering bedömas strida mot ECBS mål och funktioner. I de fall då en nödkredit (ELA) enligt dokumentet ska anmäls i förväg (punkten 2 ovan) kommer förenligheten att bedömas i förväg. En nödkredit (ELA) till insolventa/insolida institut (se definitionen nedan) och till institut för vilka insolvensförfaranden har inletts en-

⁶⁰ Det motsvarar ungefär stödet till Kaupthing Bank Sverige AB och Carnegie Investment Bank AB som beviljades en kreditram på upp till fem miljarder kronor vardera i nödkredit av Riksbanken 2008.

ligt nationell rätt står enligt dokumentet i strid med förbudet mot monetär finansiering.

Enligt ELA-överenskommelsen anses – något förenklat uttryckt – ett kreditinstitut solvent/solitt (eng. *solvent*) om

1. det uppfyller minimikapitalkravet rapporterat enligt tillsynsordningen, eller
2. de inte uppfyller minimikapitalkraven, men det finns trovärdiga utsikter för rekapitalisering som återställer minimikapitalkravet inom 24 veckor. ECB-rådet får dock besluta att förlänga perioden.

Enligt överenskommelsen strider stöd (ELA-transaktioner) mot förbudet mot monetär finansiering, om

1. transaktionen liknar en övertrasseringsfacilitet eller någon annan typ av kreditfacilitet till staten, särskilt finansiering av den offentliga sektorns skyldigheter mot tredje man eller om centralbanken de facto tar över en statlig uppgift, eller
2. stödet (ELA) ges till ett institut som inte är solitt eller för vilket insolvensförfaranden har inletts enligt nationell rätt.

Löptid

Enligt ELA-överenskommelsen får löptiden för en nödkredit överstiga 12 månader bara om ECB-rådet inte motsatt sig det. I ett sådant fall måste den nationella centralbanken via brev berättiga förlängningen månatligen och ECB-rådet kan ställa ytterligare krav och villkor.

Prissättningen

Nationella centralbanker ska ta ut en straffränta av institut som får nödkredit.

Bank of England

Som beskrivs närmare i appendixet till kapitel 22 har Bank of England i sitt Sterling Monetary Framework (SMF) tre likviditetsförsäkrande faciliteter. En av dem, Discount Window Facility (DWF) används för att möta enskilda företags likviditetsbehov.

Vid sidan om de faciliteter som finns i det publicerade ramverket får banken även ge annat bilateralt stöd än DWF. Den legala grunden för sådant bilateralt stöd är det MoU som Bank of England har ingått med Treasury (det brittiska finansdepartementet).⁶¹ Det beskrivs i det följande. I överenskommelsen kallas det bilaterala likviditetsstödet för ”Emergency Liquidity Assistance”. Det bör noteras att Storbritannien har omfattande undantag från EUF-fördragets bestämmelser om centralbanksverksamhet.

Överenskommelsen mellan Bank of England och Treasury

Bank of England och Treasury (det brittiska finansdepartementet) har tagit fram en överenskommelse om den närmare ansvarsfördelningen inom området finansiell stabilitet. Av överenskommelsen framgår att centralbanken har det primära operativa ansvaret för finansiell krishantering, men att finansministern ensam har ansvar för beslut om användningen av offentliga medel, inklusive att godkänna förslag från Bank of England att ge nödkredit.

I överenskommelsen definieras ”Emergency Liquidity Assistance” som stödåtgärder utanför Bank of Englands publicerade ramverk (SMF). Likviditetsstöd får ges av Bank of England, efter godkännande av Treasury, till företag som är utsatta för risker men bedöms vara solida. (eng. *to firms that are at risk but are judged to be solvent*). Detta inkluderar stöd till individuella företag.

Finansministern får enligt överenskommelsen under vissa förutsättningar instruera Bank of England att ge nödkredit till ett eller flera företag som Bank of England bedömer inte vara solida och livskraftiga eller på andra villkor än de som föreslås av Bank of England. Befogenheten att instruera Bank of England är dock inte tillgänglig beträffande policybeslut av Monetary Policy Committee eller Financial Policy Committee eller för ändringar av det av Bank

⁶¹ IMF (2016b), appendix III.

of England offentliggjorda ramverket SMF för att tillhandahålla likviditet till det finansiella systemet.

Närmare om utformningen av Bank of Englands bilaterala likviditetsstöd

I avtalet mellan Bank of England och Treasury anges inte i detalj vilka kriterier som en motpart ska uppfylla för att få stöd. Viss information finns dock i underlaget för den utvärdering (FSAP) som IMF gjorde av Storbritannien 2016⁶². Där anges bl.a. följande.

- Det bilaterala likviditetsstödet kan ges i pund och utländsk valuta.
- Prissättningen är flexibel men startpunkten bör vara priset för DWF plus en marginal för att reflektera Bank of Englands ökade risk och utlåningens omfattning.
- Stödmottagaren kommer sannolikt att vara ett finansiellt institut som är solitt (eng. *solvent on balance sheet basis*), men enligt det ovan beskrivna avtalet kan finansministern instruera Bank of England att ge en nödkredit till ett företag som inte uppfyller detta kriterium.
- För att få bilateralt stöd behöver mottagaren inte vara systemviktig.
- Mottagaren av stödet förväntas ställa säkerhet. En bredare uppsättning tillgångar kan accepteras för nödkredit än för normala SMF-faciliteter.
- En fortlevandebedömning kan genomföras för att säkerställa att företaget har förmåga att betala tillbaka likviditetsstödet.
- Bank of England kan begära en statlig garanti för likviditetsstödet.

⁶² IMF (2016), appendix III.

Vid resolution

Bank of England är resolutionsmyndighet.

Ett företag i resolution kommer att ha tillgång till centralbanksfaciliteterna i SMF om det uppfyller de kriterier som gäller för faciliteten enligt ramverket.

Bank of England har vidare ett flexibelt ”Resolution Liquidity Framework” (ramverk för likviditet till ett företag i resolution). Likviditetsstöd till ett företag i resolution enligt det ramverket ges mot en bred uppsättning säkerheter och säkerhetskraven bygger på de säkerheter som är godtagbara enligt SMF. Bankens mål är att tillhandahålla stöd i sterling eller utländsk valuta i den omfattning och under den tid som krävs för en övergång till marknadsbaserad finansiering. Treasury ska godkänna stöd som ges inom ramen för resolution via resolutionsregelverket. Det behandlas i det ovan nämnda MoU:et mellan Bank of England och Treasury. Bank of England ska också informera Treasury innan den antar eller uppdaterar en resolutionsplan som innehåller användningen av ett resolutionsverktyg och om implikationerna för offentliga medel. Alla förluster som uppkommer i samband med likviditetsstöd via ramverket för likviditet i resolution kommer att återvinnas från industrin i överensstämmelse med bl.a. krishanteringsdirektivet.⁶³

Bank of Canada

Enligt den kanadensiska centralbankslagen (artikel 18), får Bank of Canada ge lån eller förskott mot säkerhet till medlemmar i Canadian Payment Association (CPA). Löptiden får inte överstiga sex månader. Detta verktyg används av Bank of Canada för att ge nödkredit, eller som Bank of Canada kallar det ”Emergency Lending Assistance”. De närmare villkoren för bilateralt stöd har preciserats av Bank of Canada.⁶⁴

⁶³ Bank of England (2017).

⁶⁴ Bank of Canada’s Framework for Market Operations and Liquidity Provision, oktober 2016. Finns tillgänglig på följande webbplats: www.bankofcanada.ca/markets/market-operations-liquidity-provision/framework-market-operations-liquidity-provision/.

Syfte

Enligt Bank of Canada används nödkredit för att adressera ett särskilt marknadsmisslyckande som kan uppstå till följd av löptidsomvandling. Banken ger stöd bara till grupper av institut som är sårbara mot sådana marknadsmisslyckanden.

Motpartsretsen

Bank of Canada får ge nödkredit till

1. Federalt reglerade finansiella institut som är medlemmar i CPA⁶⁵ och för vilka det finns ett trovärdigt återhämtnings- och resolutionsramverk. Ett ramverk för återhämtnings- och resolution är trovärdigt om det ger de berörda myndigheterna, inklusive Bank of Canada, stort förtroende för att den långsiktiga livskraften hos ett probleminstitut kan upprätthållas eller återställas eller att institut kan avvecklas under ordnade former. Centralbanken har dock inte tagit fram några egna krav eller kriterier på ramverket utöver de som tillsynsmyndigheten och resolutionsmyndigheten har. Men innan den ger stöd till ett institut, gör centralbanken en due diligence för att försäkra sig om att alla förutsättningar är uppfyllda.
2. Delstatsreglerade institut som tar emot insättningar, som är medlemmar i CPA, som garanteras av delstaten (eng. *provincial indemnity*), som är viktiga för stabiliteten i det finansiella systemet och för vilka det finns ett trovärdig återhämtnings- och resolutionsramverk.⁶⁶
3. Finansiella infrastruktur företag hemmahörande i Kanada som Bank of Canada övervakar.

Enligt Bank of Canadas riktlinjer ges bilateralt stöd i allmänhet inte till följande.

- Försäkringsbolag, värdepappersfonder (eng. *mutual funds*), och värdepappersföretag (eng. *investment dealers*).

⁶⁵ Alla banker måste vara medlemmar i CPA.

⁶⁶ Delstaterna ansvarar för tillsynen över delstatsinstitutet och ska ersätta centralbanken för förluster som den gör till följd av nödkredit.

- Utländska bankfilialer. De ska vända sig till hemlandet för stöd.
- Utländska finansiella infrastrukturföretag. Den centralbank som är ytterst ansvarig för övervakningen av ett finansiellt infrastrukturföretag är också ansvarig för stöd.

Finansiell ställning

Bank of Canada har ersatt sitt soliditetsbegrepp med en bestämmelse om att det ska finnas en ett trovärdigt ramverk för återhämtning och resolution (se ovan).

Valuta

Bank of Canada får ge lån i nationell och utländsk valuta.

Prissättningen

Enligt den kanadensiska centralbankslagen är den lägsta ränta som Bank of Canada kan ta ut bankräntan (eng. *bank rate*).

Säkerheter

Bank of Canada får bara ge lån mot säkerhet. Banken är beredd att acceptera en bredare krets säkerheter än för sina penningpolitiska faciliteter. Värderingsavdrag används så att banken lånar ut ett belopp som är mindre än värdet på de säkerheter banken tar.

Löptid

Löptiden på de lån som Bank of Canada ger, får inte överstiga sex månader. Lånen får förlängas med sex månader så många gånger som bedöms nödvändigt. I praktiken kommer lånen att struktureras som endagslån som förlängs dagligen. Bank of Canada kan upphöra att ge lån när den bedömer att det är lämpligt, t.ex. om låntagaren inte längre uppfyller förutsättningarna för att få lån eller säkerheterna inte längre är tillräckliga.

Federal Reserve (Fed)

Som beskrivs närmare i appendixet till kapitel 22 har Federal Reserve (Fed) en diskonteringsfacilitet, som gör det möjligt att ge lån till vissa företag som tar emot insättningar. Fed har emellertid också befogenhet att utvidga diskonteringsfaciliteten till andra företag, men i ett sådant fall ska faciliteten rikta sig till en bredare krets företag och får inte användas för att ge stöd till enskilda företag. Sådana utvidgande åtgärder förutsätter dessutom godkännande av finansministern.

Norges Bank

I det följande beskrivs både det som gäller enligt den nuvarande norska centralbankslagen och den nya norska centralbankslag som träder i kraft den 1 januari 2020.

Gällande rätt

Enligt den norska centralbankslagen får Norges Bank när det är motiverat av särskilda omständigheter ge kredit på särskilda villkor. Norges Bank kan med stöd av den bestämmelsen tillföra likviditet till individuella banker om likviditetsproblemen är begränsade till en eller ett fåtal banker. Om det föreligger särskilda omständigheter får dock Norges Bank ge kredit till andra än banker.⁶⁷

Norges Bank har inte gett kredit på särskilda villkor (av Norges Bank benämnt S-lån) till någon bank sedan bankkrisen i början av 1990-talet. 2008 gav dock centralbanken kredit på särskilda villkor till bankernas säkerhetsfond i samband med ett kortfristigt lån som säkerhetsfonden gav till den isländska banken Glitnir Bank ASA.

Norges Bank har tagit fram riktlinjer för när för S-lån får ges. De anger följande:⁶⁸

- S-lån bör vara förbehållet situationer då den finansiella stabiliteten är hotad.

⁶⁷ 19 och 22 §§ i den norska centralbankslagen.

⁶⁸ NOU 2017:13, s. 326.

- Beslut om S-lån kommer i de flesta fall att vara en fråga av särskild vikt som först ska läggas fram för Finansdepartementet. Norges Bank kommer att begära att Finanstilsynet först gör en värdering av bl.a. orsakerna till likviditetsproblemen och den berörda bankens likviditets- och kapital situation.
- Om S-lån ges till banker som har eller löper risk för att få en svag kapitaltäckning, bör det föreligga en plan för återkapitalisering av banken.
- S-lån bör ges mot full säkerhet eller garantier.
- S-låneräntan bör sättas över marknadsräntan.
- Andra finansinstitutioner än banker kan få S-lån vid särskilda tillfällen.

Det sägs inte någonting i den norska centralbankslagen om huruvida S-lån får ges till utländska banker. Enligt Norges Banks riktlinjer ska dock likviditetsstöd bara ges till norska banker, inklusive dotterbolag till utländska banker. Norges Bank ger inte lån till filialer till utländska banker.⁶⁹

En ny centralbankslag

I Norge gjorde en utredning (centralbanksutredningen) en översyn av den norska centralbankslagen (NOU 2017:13). I april 2019 lade den norska regeringen, med stöd av den utredningen, fram en proposition (prop. 97 L, 2018–2019) till Stortinget (den norska riksdagen). Stortinget har beslutat om en ny centralbankslag som träder i kraft den 1 januari 2020. I den lagen finns en bestämmelse om S-lån motsvarande den i den befintliga centralbankslagen tas in i den nya lagen. Det föreslås dock en ny bestämmelse av vilken det framgår att S-lån bara får ges mot betryggande säkerhet. Huruvida den nya lagen kommer att innebära att Norges Bank förändrar sina riktlinjer är för tidigt att säga.

⁶⁹ NOU 2017:13, s. 327.

Den schweiziska centralbanken

Enligt den schweiziska centralbankslagen får den schweiziska centralbanken (SNB) ingå kredittransaktioner med banker och andra finansiella marknadsaktörer under förutsättning att tillräckliga (eng. *sufficient*) säkerheter tillhandahålls för lånen. Enligt SNB kan centralbanken med stöd av den bestämmelsen tillhandahålla nödkredit (eng. *emergency liquidity assistance*) till en eller flera nationella banker om de inte har möjlighet att refinansiera sin verksamhet på marknaden. Enligt SNB gäller följande kriterier för sådant bilateralt stöd.⁷⁰

- Banken eller den grupp av banker som begär att få kredit måste vara av betydelse för det finansiella systemet.
- Den sökande banken måste vara solid.
- Likviditetsstödet måste vid varje tillfälle täckas av säkerheter.

För att bedöma en banks eller en bankgrupps soliditet, inhämtar SNB yttrande från tillsynsmyndigheten.

I den Financial Sector Stability Assessment som IMF gjorde av Schweiz 2014, konstateras att den schweiziska centralbankslagen inte uttryckligen innehåller arrangemang för exceptionellt likviditetsstöd. Den federala konstitutionen tillåter dock att extraordinära åtgärder vidtas under exceptionella omständigheter. Det kräver parlamentets godkännande i förväg om stödet uppgår till minst 500 miljoner schweizerfranc.

Den nordisk-baltiska centralbanksöverenskommelsen

Sedan den 15 december 2016 finns det en nordisk-baltisk centralbanksöverenskommelse om samarbete beträffande banker med gränsöverskridande etableringar (bankgrupper). Med banker avses banker och hypoteksinstitut.

Syftet med överenskommelsen är att införa lämpliga procedurer och principer som underlättar samarbetet mellan parterna beträffande gränsöverskridande bankgrupper, med det underliggande syftet att försäkra och bidra till finansiell stabilitet i de individuella länderna och i den nordisk-baltiska regionen i dess helhet.

⁷⁰ Swiss National Bank (2015).

Överenskommelsen behandlar bl.a. samarbetet beträffande nödkredit, i överenskommelsen benämnt *Emergency Liquidity Assistance*. Med "Emergency Liquidity Assistance" avses riktat extraordinärt likviditetsstöd till en specifik bank som ges efter centralbankens eget gottfinnande.

Överenskommelsen anger att en begäran om nödkredit från en bank i en gränsöverskridande bankgrupp ska behandlas av centralbanken i bankens hemland. Om den bank som begär bilateralt stöd har en filial i ett annat nordiskt-baltiskt land, ska värdlandets centralbank sträva efter att hjälpa till.

Enligt överenskommelsen har centralbankerna identifierat följande gemensamma minimikrav för att ge bilateralt stöd:

- a) Den bank som begär att få en nödkredit är solid (eng. *solvent*).
- b) Den bank som begär att få en nödkredit har likviditetsbehov som är tillfälliga.
- c) Den bank som begär att få en nödkredit kan ställa tillfredsställande (eng. *adequate*) säkerheter.
- d) Tillhandahållande av en nödkredit måste ta hänsyn till finansiell stabilitet.

FSB:s globala riktlinjer om finansiering av systemviktiga banker i resolution

Financial Stability Board (FSB) antog 2011 Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions (Key Attributes). De godkändes som en ny internationell standard av G20. De ursprungliga Key Attributes kompletterades i oktober 2014 med vissa sektorsspecifika riktlinjer.

Key Attributes är tillämpliga på resolutionsregimer för alla slags finansiella institut som kan vara systemviktiga eller kritiska om de fallerar. Med finansiella institut avses banker, försäkringsföretag, värdepappersföretag och finansiella infrastrukturföretag.⁷¹ Key Attributes täcker alltså fler företag än EU:s krishanteringsdirektiv. Key Attributes har beaktats vid framtagandet av EU:s krishanteringsdirektiv.

⁷¹ Key Attributes är också tillämpliga på holdingbolag och oreglerade företag inom en koncern eller ett konglomerat.

Riktlinjer om tillfällig finansiering av globalt systemviktiga banker i resolution

FSB publicerade i augusti 2016 riktlinjer om finansieringen i resolution av globalt systemviktiga banker, som kompletterar Key Attributes.⁷² Sverige har inte några globalt systemviktiga banker, men det som sägs i riktlinjerna är ändå av intresse för analysen av vad det är viktigt att tänka vid utformningen av finansieringslösningar för ett företag i resolution.

I riktlinjerna konstateras att under perioden närmast efter resolutionsbeslutet kommer en globalt systemviktig bank i resolution sannolikt att behöva mer likviditet än vanligt. För att möta ett sådant likviditetsbehov ska i första hand bankens egna likvida tillgångar (betalningsmedel och andra likvida tillgångar) användas. I andra hand ska den privata marknaden vara källan till finansiering. För att hantera den situationen att privat finansiering inte är tillgänglig eller tillräcklig, ska det finnas en trovärdig offentlig finansieringsmekanism.

Med en *offentlig finansieringsmekanism* avses den eller de offentliga myndigheter eller mekanismer i ett land som tilldelats befogenheten att tillhandahålla tillfällig finansiering till en globalt systemviktig bank. Det inkluderar resolutionsfonder, insättningsgarantifonder, resolutionsmyndigheter, centralbanker och finansdepartement, beroende på vad som är tillämpligt.

Riktlinjerna pekar på möjligheten att maximera privat finansiering genom konsortier eller en s.k. superförmänsrätt. Dessutom kan offentliga garantier användas för att upprätthålla privat finansiering och minimera sannolikheten för att medel ur den offentliga finansieringsmekanismen behöver användas och omfattningen härav.

Den offentliga finansieringsmekanismen bör enligt riktlinjerna generellt ha följande egenskaper.

1. Storlek: Den ska vara tillräckligt stor för att kunna stödja en ordnad resolution av flera globalt systemviktiga banker samtidigt så att de kan betala sina skulder när de förfaller till betalning.
2. I tid (eng. *timing*): Den ska kunna tillföra finansiering tillräckligt snabbt.

⁷² FSB (2016a).

3. Löptid: Den ska kunna tillföra likviditet under den tid som behövs för att upprätthålla de kritiska funktionerna, men inte längre än vad som behövs.

Vidare ska den offentliga finansieringsmekanismen tillhandahålla finansiering bara om i) marknadsfinansiering tillfälligt inte är tillgänglig eller tillräcklig för att genomföra resolutionen effektivt, ii) om statlig finansiering är nödvändig för att främja finansiell stabilitet och möjliggöra att resolutionen kan genomföras enligt den resolutionsstrategi som föredras och iii) om villkoren för stödet minimerar den moraliska risken. Strävan att minimera den moraliska risken ska dock inte förhindra att en bank får tillgång till tillräcklig likviditet från den offentliga finansieringsmekanismen i den omfattning det är nödvändigt för att genomföra en ordnad resolution.

Enligt FSB bidrar förekomsten av en effektiv offentlig finansieringsmekanism, i kombination med tillräcklig tydlighet om dess användning, till att befintliga och potentiella borgenärer kan känna förtroende för att en bank i resolution kan finansiera sina åtaganden.

Enligt riktlinjerna ska det vidare vidtas åtgärder för att säkerställa att eventuella förluster som ett företag i resolution gör, bärs av aktieägare eller borgenärer eller det finansiella systemet i en bredare kontext.

Riktlinjerna anger vidare att det är viktigt med en välutvecklad och genomförbar resolutionsplan, bl.a. för att ge förtroende för att orsaken till fallissemang hanteras, för att attrahera privat finansiering och för att förstärka andra ansträngningar för att minimera den moraliska risken. Att innehållet i planen kommuniceras löpande när resolutionen har påbörjats är också viktigt för att uppnå dessa syften.

I riktlinjerna pekar FSB på att frågan om tillförsel av likviditet i resolution och tillgången till säkerheter är en viktig del i resolutionsplaneringen och en faktor som behöver beaktas vid resolutionsbarhetsbedömningen. Därför ska resolutionsmyndigheterna och andra myndigheter utveckla och i resolutionsplanen ta in en finansieringsplan. I riktlinjerna ges exempel på vad finansieringsplanen kan innehålla.

Riktlinjerna behandlar också gränsöverskridande samarbete.

*Riktlinjer avseende ”Finansieringsstrategidelar i en genomförbar
resolutionsplan”*

Som komplement till 2016 års finansieringsriktlinjer publicerade FSB i juni 2018 ytterligare riktlinjer om resolutionsplanen och den finansieringsplan som ska ingå i den.⁷³ Riktlinjerna behandlar olika delar av en finansieringsplan: Strategin för att upprätthålla finansieringen i resolution, företagens förmåga att övervaka, rapportera och uppskatta finansieringsbehoven i resolution, resolutionsmyndighetens framtagande av en finansieringsplan, företagens tillgångar och privata källor till finansiering, tillfällig offentlig finansieringsmekanism och normal centralbanksfinansiering samt informationsutbyte och koordinering mellan myndigheter.

⁷³ FSB (2018).

23.9 Referenser

- Bagehot, W. (1873), *Lombard Street*, London: Kegan, Paul.
- Bankmeddelandet (2013), *Meddelande från kommissionen om tillämpning, från och med den 1 augusti 2013, av reglerna om statligt stöd på stödåtgärder till förmån för banker i samband med finanskrisen (bankmeddelandet)* (2013/C 216/01).
- Bank of England (2017), *The Bank of England's approach to resolution*, oktober.
- de Groen, W.P. (2018), "Financing bank resolution: An alternative solution for arranging the liquidity required", *In-depth analysis*, Europaparlamentet, november.
- Demertzis, M., I. Gonçalves Raposo, P. Hüttl och G. Wolff (2018), *How to provide liquidity to banks after resolution in Europe's banking union*, Europaparlamentet, november.
- ECB (2018), *Konvergensrapport*, maj. Europeiska centralbanken.
- ECB (2019), *What is a lender of last resort*, augusti. Europeiska centralbanken.
- Europeiska kommissionen (2019), *Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the application and review of Directive 2014/59/EU (Bank Recovery and Resolution Directive) and Regulation 806/2014 (Single Resolution Mechanism Regulation)*, COM(2019) 213 final.
- FSB (2014), *Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions*, oktober, Financial Stability Board.
- FSB (2016a), *Guiding principles on the temporary funding needed to support the orderly resolution of a global systemically important bank (G-SIB)*, augusti, Financial Stability Board.
- FSB (2016b), *Key attributes assessment methodology for the banking sector*, 19 oktober, Financial Stability Board.
- FSB (2018), *Funding strategy elements of an implementable resolution plan*, juni, Financial Stability Board.
- IMF (2016), "Financial sector assessment program, review of the Bank of England's liquidity framework – Technical note", *IMF Country Report* nr 16/159, juni, Internationella valutafonden.

- de Lis, F. och J. Garcia (2018), "Funding before and in resolution", *BBVA Research, Regulation Watch*, 31 maj.
- Mersch, Y. (2018), *The limits of central bank financing in resolution*, tal, 30 januari, Europeiska centralbanken.
- NOU 2017:13, *Ny sentralbankslov, organisering av Norges Bank og statens pensjonsfond utland*, Norges offentliga utredningar.
- Riksbanken (2008a), "Riksbanken likviditetsstöd till Kaupthing Bank Sverige AB", *Pressmeddelande*, 8 oktober.
- Riksbanken (2008b), "Likviditetsstöd till Carnegie Investment Bank", *Pressmeddelande*, 27 oktober.
- Riksbanken (2008c), "Likviditetsstöd på särskilda villkor", *Promemoria*, 26 oktober.
- Riksbanken (2008d), "Utökat likviditetsstöd till Carnegie Investment Bank", *Pressmeddelande*, 28 oktober.
- Russo, C. och R. M. Lastra, (2018), "The financing of bank resolution – who should provide the required liquidity? ", *In-depth analysis*, Europaparlamentet, juni.
- SOU 2000:66, *Offentlig administration av banker i kris*.
- Swiss National Bank (2015), *Guidelines of the Swiss National Bank (2015) on monetary policy instruments*, januari.
- Tucker, P. (2014), "The lender of last resort and modern central banking: principles and reconstruction", s. 10–42 i Bank for International Settlements (red.), *Re-thinking the lender of last resort*, Bank of International Settlements.
- Vestager, M. (2019), *A level playing field for banks in the Union*, tal, 10 oktober, Europeiska kommissionen.

24 Övriga frågor inom finansiell stabilitet

24.1 Inledning

24.1.1 Innehåll

I detta kapitel analyseras några frågor som inte naturligen hör hemma i något av de föregående kapitlen om det finansiella systemet, exempelvis för att frågeställningarna är nya eller för att de på ett övergripande plan träffar flera av de uppgifter som Riksbanken har be-
träffande finansiell stabilitet, t.ex. både generellt likviditetsstöd och nödkrediter.

24.1.2 Disposition

I kapitlet analyseras först om Riksbanken, vid sidan om de uppgifter som Riksbanken har enligt tidigare kapitel i betänkandet, också ska tilldelas uppgiften att övervaka det finansiella systemets funktions-
sätt, se avsnitt 24.2. Därefter behandlas Riksbankens skyldighet att vidta krisförberedande åtgärder, se avsnitt 24.3.

Som understryks på flera ställen i detta betänkande är det viktigt att Riksbanken har ett väl fungerande samarbete med Finansinspek-
tionen och Riksgäldskontoret. I avsnitt 24.4.1. behandlas Riksbankens samverkan och samråd med andra myndigheter. I avsnitt 24.4.2 be-
handlas därefter viss informationsskyldighet som Riksbanken bör ha.

I avsnitt 24.5 analyseras sedan om det ska finnas en särskild statlig garanti för Riksbankens nödkrediter. Det följs av förslag avseende
ändringar av lagen (1936:81) om skuldebrev (skuldebrevslagen), se avsnitt 24.6.

Avslutningsvis, i avsnitt 24.7, överväger kommittén behovet av lagstiftning med anledning av ändringar som har föreslagits i den s.k. EMIR-förordningen som är tillämplig på centrala motparter (CCP:er).

24.2 Riksbankens övervakning av det finansiella systemets funktionsätt

Kommitténs förslag: Riksbanken ska bedöma om det finansiella systemet är stabilt och effektivt och verka för att identifiera sårbarheter och risker i det finansiella systemet som kan leda till allvarliga störningar eller betydande effektivitetsförluster.

Om Riksbanken bedömer att åtgärder krävs från någon annan myndighet än Riksbanken för att minska risken för allvarliga finansiella störningar i den svenska ekonomin, ska Riksbanken uppmärksamma myndigheten och andra berörda på detta.

Kommittén behandlar i avsnitt 13.9 ett förslag som ålägger Riksbanken att, i syfte att kunna utföra sina uppgifter, följa den allmänna ekonomiska utvecklingen och utvecklingen på de finansiella marknaderna. Denna uppgift ska utövas avseende hela Riksbankens verksamhet. Bestämmelsen ska ses mot bakgrund av att Riksbanken, för att kunna utföra sina uppgifter, behöver ägna sig åt en omfattande omvärldsbevakning. Med stöd av bestämmelsen ska Riksbanken bl.a. följa utvecklingen på de finansiella marknaderna vad gäller kreditgivning, den finansiella infrastrukturens funktionsätt och växelkurser. Detta är av betydelse för att Riksbanken ska kunna fullgöra sin penningpolitiska uppgift, men också för att den ska kunna bidra till ett stabilt och effektivt finansiellt system. Omvärldsbevakningen har sammantaget betydelse för Riksbankens uppgifter i stort.

Utöver denna övergripande uppgift anser kommittén att Riksbanken bör ha den specifika uppgiften att övervaka det finansiella systemets funktionsätt och att identifiera sårbarheter och risker inom det finansiella systemet. Den uppgiften är nödvändig för att Riksbanken ska kunna fullgöra sina uppgifter avseende det finansiella systemets stabilitet och effektivitet. Skälen för att Riksbanken bör ha denna övervakande roll utvecklas i det följande.

Riksbanken ska, enligt förslaget som närmare behandlas i kapitel 21, övervaka den finansiella infrastrukturen. Hot som identifieras inom övervakningen av den finansiella infrastrukturen kan påverka hela det finansiella systemet och vice versa.

Kommittén gör vidare, tidigare i betänkandet, bedömningen att Riksbanken bör ha ett särskilt ansvar för att likviditetstillförseln fungerar i en krissituation. I det särskilda ansvaret ingår, förutom att bidra med likviditet i form av generellt likviditetsstöd och nödkrediter, att löpande analysera behovet av likviditetsstöd och risker som kan leda till en likviditetskris i ett senare skede samt att informera andra berörda myndigheter om analyser och bedömningar (se avsnitten 22.4 och 23.2). För att förbereda sig för att hantera finansiella kriser (avsnitt 24.3) behöver Riksbanken också ha god kunskap om det finansiella systemet.

Riksbankens föreslagna uppgifter när det gäller det finansiella systemet innefattar således såväl övervakning (avsnitten 13.9 och 21.3) och likviditetsstöd (kapitlen 22 och 23). Riksbanken har goda förutsättningar att identifiera hot mot det finansiella systemets stabilitet. För att lösa sina uppgifter behöver Riksbanken säkerställa en bred och djup kompetens vad gäller de finansiella riskerna i hela ekonomin, t.ex. hushållens och de finansiella och icke-finansiella företagens risker. De analyser som Riksbanken gör av sårbarheter och risker i det finansiella systemet kommer att ge den en god bild av de finansiella riskerna i den svenska finansiella ekonomin, dvs. risker i det finansiella systemet och finansiella risker utanför det finansiella systemet. Till finansiella risker utanför det finansiella systemet hör risker kopplade till hushållens och de icke-finansiella företagens skuldsättning.

Riksbanken bör inte bara verka för ett stabilt utan även för ett effektivt finansiellt system. Hur utvecklingen på finansmarknaden påverkar det finansiella systemets effektivitet behöver alltså uppmärksammas särskilt. Åtgärder som påverkar det finansiella systemets effektivitet kan också påverka det finansiella systemets stabilitet och vice versa. För att bidra till det finansiella systemets effektivitet behöver Riksbanken därför bedöma om det finns brister som kan påverka det finansiella systemets funktionssätt negativt.

Mot denna bakgrund föreslår kommittén att Riksbanken ska tilldelas uppgifterna att bedöma om det finansiella systemet är stabilt och effektivt och verka för att identifiera sårbarheter och risker i det

finansiella systemet som kan leda till allvarliga störningar eller betydande effektivitetsförluster. Ett viktigt bidrag till det finansiella systemets stabilitet och effektivitet är att Riksbanken uppmärksammar andra berörda på finansiella risker som Riksbanken identifierar inom ramen för sin verksamhet. Riksbanken får även identifiera åtgärder som kan behöva vidtas för att hantera riskerna.

Riksbanken får förmedla sina bedömningar av risker och åtgärder i olika rapporter, t.ex. som den i dag gör i rapporten Finansiell stabilitet. Finansiella stabilitetsrådet är ett annat forum där Riksbanken lämpligen kan förmedla sina iakttagelser och bedömningar och diskutera dessa med de övriga medlemmarna i rådet.¹ I vissa fall kan de finansiella hot som Riksbanken identifierar kräva specifika åtgärder för att minska finansiella risker som kan innebära allvarliga störningar i den svenska ekonomin. Riksbanken får vidta sådana åtgärder som följer av riksbankslagen eller någon annan författning (lagar och rättsakter från EU), exempelvis vidta penningpolitiska åtgärder eller ge likviditetsstöd.² De iakttagelser som Riksbanken gör kan emellertid även omfatta områden där ansvaret ligger på en annan myndighet eller riksdagen. När det är fråga om sådana konkreta risker som kan hanteras av en annan myndighet och som bedöms vara allvarliga, behöver Riksbanken ta direktkontakt med den andra myndigheten och andra berörda, t.ex. huvudmannen riksdagen. Detta utesluter inte att frågan diskuteras i andra sammanhang. Kommittén föreslår i linje härmed att det i den nya riksbankslagen tas in en uttrycklig bestämmelse om att Riksbanken, om den bedömer att åtgärder krävs från någon annan myndighet än Riksbanken för att minska risken för allvarliga finansiella störningar i den svenska ekonomin, ska uppmärksamma myndigheten och andra berörda på detta.

Riksbanken bör dock inte utöva sådan tillsyn av finansiella företag som utövas av Finansinspektionen. Riksbanken bör anpassa sin övervakning och resursinsats till det som är rimligt givet de uppgifter den och andra myndigheter har för att bidra till ett stabilt och effektivt finansiellt system. Riksbanken bör exempelvis så långt som möj-

¹ Se även avsnitt 33.6.3 om redogörelser till riksdagen och information till allmänheten.

² Riksbanken får utföra endast sådana uppgifter eller ta del i sådan verksamhet som anges i lag eller i rättsakter från Europeiska unionen, se avsnitt 13.4. Som exempel på andra lagar kan nämnas lagen (1998:1404) om valutapolitik. Ett annat exempel är riksdagsordningen som anger att Riksbanken får göra framställningar till riksdagen inom sitt ansvarsområde. Riksbanken får också ta del i verksamhet när stöd finns i EU-förordningar, t.ex. Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister. Dessutom kan det tillkomma lagar och rättsakter i framtiden.

ligt samordna sin informationsinhämtning med Finansinspektionens. Riksbankens skyldighet att samverka och samråda med Finansinspektionen behandlas i avsnitt 24.4.

Redan i dag arbetar Riksbanken för att förebygga finansiella kriser genom att analysera förekomsten av finansiella risker i ekonomin (se avsnitt 20.6). De uppgifter som kommittén i detta avsnitt föreslår att Riksbanken ska tilldelas utförs alltså redan, men lagstödet för dem blir tydligare.

24.3 Riksbanken ska förbereda sig för att hantera kriser

Kommitténs förslag: Riksbanken ska planera och förbereda sig för att skapa en god förmåga att motverka allvarliga störningar i det finansiella systemet i Sverige. Som ett led i detta ska Riksbanken identifiera likviditetsstödande åtgärder som kan användas för att motverka sådana störningar. Riksbanken ska offentliggöra vilka faciliteter som Riksbanken kommer att tillhandahålla och de närmare villkoren för dem, om det inte är olämpligt med hänsyn till det finansiella systemets stabilitet eller effektivitet.

Riksbanken får delta i resolutionskollegier och medverka i annat krisförberedande arbete som organiseras av andra i Sverige eller utomlands.

Riksbanken får meddela föreskrifter om villkoren för generellt likviditetsstöd.

I kapitlen 22 och 23 behandlas Riksbankens befogenheter att ge generellt likviditetsstöd respektive nödkrediter. Att Riksbanken får ge sådana stöd är dock inte tillräckligt för att hanteringen av en framtida kris ska vara effektiv, dvs. snabb och träffsäker. För att Riksbankens åtgärder ska få avsett resultat är det avgörande att Riksbanken är väl förberedd för att motverka (undvika eller avhjälpa) en framtida kris som drabbar ett enskilt företag eller som är systemomfattande. Kommittén anser därför att det av den nya riksbankslagen ska framgå att Riksbanken ska planera och förbereda sig för att skapa en god förmåga att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige.

En viktig del i Riksbankens krisförberedande arbete är att identifiera möjliga krisscenarier och vilka åtgärder som skulle kunna vara verkningfulla i olika situationer. Att Riksbanken har denna skyldighet behöver framgå av lag. Vid bedömningen av vilka åtgärder som är lämpliga behöver hänsyn exempelvis tas till hur träffsäker en åtgärd är jämfört med andra åtgärder, de risker som är förknippade med olika åtgärder och hur riskerna kan begränsas.

Det bör också vara möjligt för Riksbanken att beträffande generella stödåtgärder i förväg precisera de närmare förutsättningarna (motparter, belopp, pris och andra villkor) för åtminstone vissa faciliteter. Även principer för nödkrediter, åtminstone övergripande sådana, bör kunna läggas fast på förhand för att underlätta beslut när ett företag begär stöd. Det analysarbete som Riksbanken gör, och de åtgärder som den planerar för, kommer att utgöra en del av Riksbankens interna förberedelser för att motverka en finansiell kris.

Det finns olika syn på om det är en fördel eller en nackdel att vara transparent med vilka åtgärder en centralbank avser att vidta i en kris. Skillnad görs också mellan transparens på övergripande nivå, t.ex. i form av generella riktlinjer, och mer specifik information om vilka faciliteter som tillhandahålls och villkoren för dem. En majoritet av centralbankerna är tämligen intransparenta beträffande sina faciliteter men vissa centralbanker erbjuder faciliteter där de är transparenta om villkoren för dem. Som exempel på två centralbanker som har faciliteter och är transparenta på en övergripande nivå, kan nämnas Bank of Canada och Bank of England. Vidare tillhandahåller Reserve Bank of Australia sedan 2015 en sådan särskild likviditetsfacilitet som får räknas in i likviditetsbufferten³, se avsnitt 22.8 för en beskrivning av den typen av faciliteter.⁴

Som kommittén konstaterar tidigare i betänkandet kan det vara en fördel att de åtgärder som Riksbanken planerar att genomföra är publika (avsnitt 22.5). Som beskrivs där bör Riksbanken i sin likviditetsstödande roll vara tydlig och bidra till förutsägbarhet, så att de finansiella företagen och deras finansiärer vet åtminstone vilken typ av åtgärder som kan bli aktuella vid en kris och under vilka förutsättningar. De finansiella företagen kan exempelvis bli villigare att låna ut till varandra om de vet att centralbanken kommer att tillföra likviditet om det behövs. En fördel med att inte vara transparent skulle

³ En så kallad "Committed Liquidity Facility (CLF)".

⁴ Beskrivningen är hämtad från Bertsch och Molin (2016).

kunna vara att Riksbanken behåller flexibilitet. Det kan dock lösas genom att Riksbanken är tydlig med vilka grundfaciliteter den tillhandahåller samtidigt som den har utrymme att förändra dessa vid behov. Tydliga och förutsebara regler kan – om de är tillräckligt strikta och trovärdiga – minska risken för stigma, den moraliska risken och risken för snedvridet urval. Kommittén föreslår därför att Riksbanken ska offentliggöra vilka faciliteter som Riksbanken kommer att tillhandahålla och de närmare villkoren för dem, om det inte är olämpligt med hänsyn till det finansiella systemets stabilitet eller effektivitet. Den bestämmelsen ger Riksbanken utrymme att låta bli att publicera faciliteter. Riksbanken får också begränsa publiceringen till att enbart ange vilken typ av faciliteter den kommer att erbjuda, om det är olämpligt att också publicera villkoren för dem.

Villkoren för de generella likviditetsstödande krediter som Riksbanken tillhandahöll under den senaste globala krisen följde av Riksbankens villkor för RIX och penningpolitiska instrument i kombination med de särskilda villkor som beslutades för krediten. Det bör liksom för penningpolitiken och avvecklingssystemet överlämnas till Riksbanken att ta ställning till om villkoren för generellt likviditetsstöd ska framgå av avtalsvillkor eller föreskrifter. För att Riksbanken ska kunna meddela föreskrifter krävs dock ett särskilt normgivningsbemyndigande. Kommittén föreslår därför att ett bemyndigande för Riksbanken att meddela föreskrifter om generellt likviditetsstöd införs i riksbankslagen.

Vid sidan om Riksbanken kommer även Finansinspektionen och Riksgäldskontoret att vidta krisförberedande åtgärder. Sådana åtgärder kan också komma att vidtas av utländska centralbanker med vilka Riksbanken samverkar. För att vara verkningsfulla, behöver Riksbankens åtgärder anpassas till de åtgärder som dessa myndigheter planerar för och vice versa. Det är exempelvis mycket viktigt att likviditetstillförseln fungerar när Riksgäldskontoret sätter ett företag i resolution, se avsnitt 23.8.1. Riksbanken behöver därför analysera förutsättningarna för att ge olika former av likviditetsstöd till ett företag i resolution, med beaktande av de gränser som finns i svensk rätt och i EU-rätten.

I dag deltar Riksbanken som observatör i vissa resolutionskollegier. Riksbanken behöver kunna fortsätta att göra det. Riksbanken behöver också kunna delta i annat krisförberedande arbete som organiseras i Sverige eller utomlands. Eftersom den nya riksbankslagen

uttömmande ska reglera vilka uppgifter som Riksbanken får utföra, ska detta framgå uttryckligen av riksbankslagen. Att Riksbanken får delta i internationellt samarbete framgår också av den bestämmelse som föreslås i avsnitt 26.9.1.

24.4 Samverkan, samråd och information

24.4.1 Samverkan och samråd

Kommitténs förslag: För att bidra till det finansiella systemets stabilitet och effektivitet, ska Riksbanken samverka med Finansinspektionen och Riksgäldskontoret.

Riksbanken ska samråda med Finansinspektionen i viktigare frågor som har samband med det finansiella systemets stabilitet och effektivitet eller som berör Finansinspektionens tillsynsverksamhet.

Riksbanken ska samråda med Riksgäldskontoret i viktigare frågor som har samband med myndighetens verksamhet enligt lagen (2015:1016) om resolution eller stödmyndighetens verksamhet enligt lagen (2015:1017) om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut.

Vid ett samråd ska Riksbanken lämna den berörda myndigheten de uppgifter som den behöver.

Något samråd behöver inte ske om det föreligger synnerliga skäl. I ett sådant fall ska dock Riksbanken informera Finansinspektionen eller Riksgäldskontoret om frågan.

Inledning

Riksbanken, Finansinspektionen och Riksgäldskontoret bidrar på olika sätt för att uppnå ett gemensamt mål: ett stabilt och effektivt finansiellt system. Samtidigt som myndigheternas huvudsakliga fokus, verktyg och kompetens inte är exakt desamma är det ur samhällets perspektiv viktigt att helheten blir bra. För att uppnå bästa möjliga resultat måste därför var och en av myndigheterna, med utgångspunkt från sitt ansvarsområde samarbeta med de andra berörda myndigheterna.

Samarbetskyldigheten kan exempelvis såsom i förvaltningslagen (2017:900) komma till uttryck genom en generellt tillämplig bestämmelse om att samverka. Det kan också såsom i exempelvis riksbankslagen utformas som en generell skyldighet att samråda med andra myndigheter i viktigare frågor som berör deras verksamhet.

Av beskrivningen i det följande framgår att med samverkan avses exempelvis informationsutbyte, dialog, samråd och andra typer av samarbete mellan myndigheter. Vidare avses med samråd en skyldighet för en myndighet att ge en annan myndighet tillfälle att yttra sig innan den fattar beslut (konsultera). Begreppet samverkan är alltså vidare än begreppet samråd, men anvisar inte någon konkret metod. Eftersom Riksbanken – liksom övriga myndigheter – ska fatta självständiga beslut innebär dock varken samverkan eller samråd att det krävs enighet i sak.

Förvaltningslagen och myndighetsförordningen

I förvaltningslagen finns en allmän bestämmelse om samverkan mellan myndigheter. Skyldigheten att samverka handlar i grunden om att myndigheterna till nytta för samhällsmedborgarna – både generellt och i enskilda fall – ska hjälpa varandra genom att bistå med den särskilda sakkunskap och kompetens som de var och en i egenkap av expertmyndighet har inom ett visst verksamhetsområde (prop. 2016/17:180 s. 72). Med samverkan avses exempelvis informationsutbyte, dialog, samråd och andra typer av samarbete mellan myndigheter. Bestämmelsens innebörd beskrivs närmare i avsnitt 11.6. I myndighetsförordningen (2007:515) finns en liknande allmän bestämmelse om samarbete mellan förvaltningsmyndigheter under regeringen och som därför inte är tillämplig på Riksbanken. Bestämmelsen i myndighetsförordningen är tillämplig på samarbete mellan myndigheter i frågor om exempelvis it-tjänster och verksamhetsutveckling (prop. 2016/17:180 s. 72 och 73).

I förvaltningslagen finns det också en bestämmelse om myndigheters utredningsansvar. Den anger att en myndighet ska se till att ett ärende blir utrett i den omfattning som dess beskaffenhet kräver (23 § första stycket). Bestämmelsen innebär att det är myndigheten som har det yttersta ansvaret för att underlaget i ett ärende är sådant att det leder till ett materiellt riktigt beslut. Kraven på omfattningen

av myndighetens utredningsåtgärder kan variera med hänsyn till ärendets karaktär (prop. 2016/17:180 s. 308).

Riksbankslagens bestämmelser om samråd med andra myndigheter m.m.

Enligt den nuvarande riksbankslagen ska Riksbanken samråda med Finansinspektionen i viktigare frågor som har samband med betalningssystemets stabilitet eller berör Finansinspektionens tillsynsverksamhet (4 kap. 3 § riksbankslagen). Vid ett sådant samråd ska Riksbanken lämna Finansinspektionen de uppgifter som behövs.⁵ På motsvarande sätt ska Finansinspektionen enligt 7 § förordningen (2009:93) med instruktion för Finansinspektionen samråda med Riksbanken i viktigare frågor som har samband med betalningssystemets stabilitet eller som berör Riksbankens ansvar för valuta- och kreditpolitiken och för betalningsväsendet. Vid ett sådant samråd ska Finansinspektionen lämna Riksbanken de uppgifter som behövs.⁶

Enligt 12 § förordningen (2007:1447) om instruktion för Riksgäldskontoret ska Riksgäldskontoret samråda med bl.a. Riksbanken i frågor om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut.⁷ Vid ett sådant samråd ska Riksgäldskontoret lämna Riksbanken de uppgifter som Riksbanken behöver.

Enligt lagen (2015:1016) om resolution ska ett antal beslut fattas efter samråd med andra myndigheter.⁸ Exempelvis ska Finansinspektionens prövning av om ett företag fallerar eller sannolikt kommer att falla föregås av samråd med Riksgäldskontoret och Riksbanken. Ett annat exempel är att Riksgäldskontorets prövning av om det finns några alternativa åtgärder som inom rimlig tid skulle avhjälpa eller förhindra fallissemang i institutet, ska föregås av samråd med Finansinspektionen och Riksbanken.

⁵ Denna bestämmelse är enligt sin ordalydelse tillämplig även beträffande andra frågor än finansiell stabilitet.

⁶ Se även 6 § i samma förordning som anger att Finansinspektionen ska samverka med bl.a. Riksbanken i frågor som rör krisberedskap enligt förordningen (2015:1052) om krisberedskap och bevakningsansvariga myndigheters åtgärder vid höjd beredskap.

⁷ Stödet regleras i lagen (2015:1017) om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut, se kapitel 8.

⁸ Det engelska ordet "consult" i olika sammansättningar har i den svenska språkversionen översatts med samråda/samråd. Vid införlivande av motsvarande bestämmelser i svensk rätt i lagen (2015:1016) om resolution används också ordet samråd.

Närmare om behovet av att samverka och samråda

Ett behov av att samverka och samråda, om än på olika sätt och i olika utsträckning, finns beträffande Riksbankens alla uppgifter avseende finansiell stabilitet.

Samverkan och samråd kommer att aktualiseras bl.a. i samband med Riksbankens övervakning av den finansiella infrastrukturen. Riksbankens övervakning kommer att överlappa med Finansinspektionens tillsyn. För att undvika dubbelarbete och säkerställa en allsidig belysning i syfte att få ändamålsenliga beslut på bästa möjliga underlag, kommer det att vara viktigt med samarbete och informationsutbyte på olika nivåer i myndigheterna. Så sker också i dag. Även beträffande frågor som rör Riksbankens betalningssystem torde det vara viktigt att Riksbanken samverkar med andra aktörer. Ett exempel på när Riksbanken kan behöva samverka med Finansinspektionen är vid förberedelser för att hantera operativa kriser.

Samverkan och samråd är också viktigt beträffande Riksbankens övervakning av det finansiella systemet i dess helhet, i syfte att identifiera systemriskerna och för att upprätthålla likviditetsförsörjningen till det vid en finansiell kris. Samverkan sker bl.a. inom ramen för Finansiella stabilitetsrådet.

I viktigare frågor som rör hanteringen av finansiella kriser behöver Riksbanken samverka med Riksgäldskontoret dels eftersom Riksgäldskontoret är resolutionsmyndighet, dels eftersom Riksgäldskontoret har verktyg som kan komplettera eller ersätta Riksbankens. Vilka de sistnämnda verktygen är kommer sannolikt att framgå av föreskrifter meddelade av regeringen, exempelvis i fråga om garanti-program. Även Finansinspektionens tillsyn påverkas emellertid av Riksbankens ställningstaganden i likviditetsstödsfrågor. Riksbankens beslut om att ge, eller inte ge, likviditetsstöd kan nämligen påverka risknivån i det finansiella systemet och för enskilda företag. Finansinspektionen har också via sin tillsyn information om enskilda instituts välbefinnande och det finansiella systemets stabilitet och effektivitet. I samband med att Riksbanken överväger att ge en nödkredit är exempelvis Finansinspektionens bedömning av företagets livskraft och systemviktighet viktig.

Skälen för kommitténs förslag

För uppgifter som Riksbanken tilldelas i syfte att bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt, finns det ett stort behov av samverkan mellan de nationella myndigheterna. I dag sker samverkan bl.a. direkt mellan myndigheterna. Samverkan sker också genom Finansiella stabilitetsrådet. Finansiella stabilitetsrådet har en allmänt krisförebyggande funktion och fungerar i en kris som ett samordningsorgan. Under Finansiella stabilitetsrådets paraply har regeringen (finansdepartementet), Riksbanken, Finansinspektionen och Riksgäldskontoret ingått en överenskommelse om samarbete avseende finansiell stabilitet och krishantering (se avsnitt 8.5). Syftet med den överenskommelsen är att ge en avsiktsförklaring om samarbete och om informations- och kunskapsutbyte för att uppnå en ändamålsenlig krishantering och främja den finansiella stabiliteten i Sverige. Myndighetssamverkan sker även genom Finansiella sektorns Privat-Offentliga samverkansgrupp (FSPOS) och Samverkansområdet Ekonomisk Säkerhet (SOES).

Att myndigheter är skyldiga att samverka med varandra följer av förvaltningslagen. Bestämmelsen i förvaltningslagen om samverkan är tillämplig på den samverkan som behöver ske mellan Riksbanken, Finansinspektionen och Riksgäldskontoret i olika konstellationer och med olika initiativtagare. För att understryka vikten av att Riksbanken samverkar med Finansinspektionen och Riksgäldskontoret i frågor som rör finansiell stabilitet bör dock Riksbankens samverkansskyldighet framgå uttryckligen av riksbankslagen. Ändamålet med denna samverkan är att förvaltningen generellt ska bli så enhetlig och effektiv som möjligt. En motsvarande generell bestämmelse om samverkansskyldighet med Riksbanken bör övervägas i förordningen med instruktion för Finansinspektionen och förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.

Uttrycket samverkan har samma innebörd som i 8 § första stycket förvaltningslagen. Samverkan inbegriper exempelvis informationsutbyte, dialog, samråd och andra typer av samarbete mellan myndigheter. Uttrycket samverkan behandlas närmare i avsnitt 11.6. Paragrafen reglerar ett särskilt krav på Riksbanken att samverka med Finansinspektionen och Riksgäldskontoret i fråga om det finansiella systemets stabilitet och effektivitet. I övrigt är den allmänna bestämmelsen i 8 § första stycket förvaltningslagen tillämplig.

Utöver den allmänna bestämmelsen om samverkan bör det finnas en bestämmelse i den nya riksbankslagen som preciserar att Riksbanken är skyldig att samråda med och informera vissa andra myndigheter inför vissa viktigare ställningstaganden som rör deras verksamhetsområden. Samrådsskyldigheten ska säkerställa att andra myndigheter är tillräckligt informerade och att de ges möjlighet att lämna synpunkter i frågor som berör deras verksamhet eller för vilka de har en uppbyggd kompetens. Ur Riksbankens perspektiv ger det ett breddat underlag för bedömningen av den planerade åtgärdens bidrag till ett stabilt och effektivt finansiellt system. Riksbankens samrådsskyldighet bör utformas med utgångspunkt från gällande rätt och med beaktande av hur Finansinspektionens och Riksgäldskontorets skyldighet att samråda har kommit till uttryck i andra författningar. Ett alternativ hade kunnat vara att i stället i lagtexten ange att Riksbanken ska ge myndigheten tillfälle att yttra sig. I författningar på finansmarknadsområdet används dock oftast ordet samråd.

Tre justeringar bör dock göras i förhållande till den nuvarande bestämmelsen i riksbankslagen. För det första bör skyldigheten att samråda med Finansinspektionen avse det finansiella systemets stabilitet och effektivitet i stället för betalningssystemets stabilitet. Det innebär en anpassning till hur Riksbankens mål för arbetet med finansiell stabilitet föreslås lyda (att bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt). För det andra bör samrådsskyldigheten utvidgas till att avse både Finansinspektionen och Riksgäldskontoret, eftersom båda dessa myndigheter har framträdande roller i arbetet med finansiell stabilitet. Riksgäldskontorets verktyg kan exempelvis ersätta eller komplettera Riksbankens. För det tredje behöver det finnas en möjlighet för Riksbanken att kunna avstå från att samråda i brådskande fall.

Kommittén föreslår därför att Riksbanken ska vara skyldig att samråda med Finansinspektionen i viktigare frågor som har samband med det finansiella systemets stabilitet och effektivitet eller som berör Finansinspektionens tillsynsverksamhet. Riksbanken ska vidare vara skyldig att samråda med Riksgäldskontoret i viktigare frågor som har samband med Riksgäldskontorets verksamhet enligt lagen om resolution eller stödmyndighetens verksamhet enligt lagen (2015:1017) om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut.

Syftet med samrådet är att få fram ett så bra beslutsunderlag som möjligt och att i förlängningen skapa förutsättningar för en effektiv förvaltning. Samrådet kan ske genom att Finansinspektionen eller Riksgäldskontoret får del av ett skriftligt underlag och tillräckligt med tid för att yttra sig. Formerna för samrådet behöver dock anpassas till vad som är lämpligt i det enskilda fallet, t.ex. hur brådskande ett ärende är. Samrådet kan i brådskande fall behöva ske muntligen, t.ex. via telefon. Det är också möjligt att kombinera det initiala samrådsförfarandet med en dialog mellan myndigheterna.

I vissa fall – framför allt i en kris – behöver Riksbanken fatta beslut med kort varsel. Det kan då t.o.m. vara svårt för Riksbanken att hinna med något meningsfullt samråd med andra myndigheter. Avsikten är inte att Riksbanken i en sådan situation ska vara förhindrad att fatta beslut. För att säkerställa att Riksbanken vid behov snabbt kan vidta åtgärder, exempelvis för att motverka allvarliga störningar i det finansiella systemet, bör det därför finnas en bestämmelse som anger att Riksbanken inte behöver samråda med Finansinspektionen och Riksgäldskontoret om det finns synnerliga skäl. Synnerliga skäl kan finnas när andra myndigheter inte berörs i nämnvärd utsträckning, t.ex. då deras instrument inte är aktuella, eller om behovet av skyndsamhet talar emot samråd. I ett sådant fall bör dock Riksbanken åtminstone informera den eller de berörda myndigheterna om sitt beslut.

Kommittén föreslår inte att det ska införas en skyldighet för Riksbanken att samråda med regeringen. Det utesluter dock inte att Riksbanken för en löpande dialog med regeringen eller Regeringskansliet i dessa frågor. En sådan dialog kan exempelvis föras inom ramen för Finansiella stabilitetsrådet. I synnerhet vid en finansiell kris behöver Riksbanken hålla såväl regeringen som riksdagen informerade om sin verksamhet. Riksbanken bör också samråda med andra myndigheter som berörs av ett beslut eller som har central information som är relevant för beslutet i fråga.

Det bör understrykas att avsikten inte är att Riksbanken och de andra myndigheterna måste vara överens i sak innan samrådet får avslutas och Riksbanken får fatta sitt beslut. Så har inte heller Riksbanken, Finansinspektionen eller Riksgäldskontoret tillämpat de samrådsbestämmelser som gäller för respektive myndighets verksamhet i dag. Riksbanken – liksom övriga myndigheter – ska således, på samma sätt som enligt gällande rätt, fatta självständiga beslut i de

frågor som är föremål för samrådet. Det är samma princip som gäller för det myndighetssamarbete som sker inom ramen för Finansiella stabilitetsrådet (se dir. 2013:120).

De bestämmelser som beskrivs i det föregående behandlar inte Riksbankens samarbete med utländska myndigheter. Riksbanken bör dock samarbeta även med utländska myndigheter i den omfattning som det är nödvändigt för att Riksbanken eller en annan centralbank ska kunna fullgöra sina uppgifter. Det internationella samarbetet behandlas i kapitel 26.

24.4.2 Riksbankens informationsskyldighet

Kommitténs förslag: Om Riksbanken får kännedom om en sådan kritisk situation som avses i 6 kap. 3 § andra stycket lagen (2014:968) om särskild tillsyn över kreditinstitut och värdepappersbolag, ska Riksbanken omgående underrätta berörda myndigheter inom EES med ansvar för gruppbaserad tillsyn enligt artikel 111 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/36/EU av den 26 juni 2013 om behörighet att utöva verksamhet i kreditinstitut och om tillsyn av kreditinstitut och värdepappersföretag, om ändring av direktiv 2002/87/EG och om upphävande av direktiv 2006/48/EG och 2006/49/EG.

Riksbanken ska lämna regeringen, Finansinspektionen, Riksgäldskontoret och stödmyndigheten de uppgifter om genomförda likviditetsstödande åtgärder som respektive myndighet behöver för sin verksamhet.

Den nuvarande riksbankslagen innehåller två bestämmelser som ålägger Riksbanken att lämna uppgifter till andra myndigheter. I det ena fallet handlar det om en bestämmelse som ålägger Riksbanken att informera andra tillsynsmyndigheter om att den fått kännedom om en kritisk situation. I det andra fallet handlar det om en bestämmelse som säkerställer att regeringen, Finansinspektionen, Riksgäldskontoret och stödmyndigheten får uppgifter om likviditetsstöd som Riksbanken lämnar. Dessa bestämmelser bör föras över till den nya lagen. Bestämmelserna beskrivs något mer i detalj i det följande.

Information om en kritisk situation

Enligt den nuvarande riksbankslagen ska Riksbanken omgående underätta berörda myndigheter inom EES med ansvar för gruppbasead tillsyn, om Riksbanken får kännedom om en kritisk situation som kan äventyra likviditeten på finansmarknaden eller stabiliteten i det finansiella systemet (jfr 4 kap. 4 a § riksbankslagen). Den bestämmelsen införlivar artikel 114.1 andra stycket i kapitaltäckningsdirektivet⁹ och behöver därför föras över från den befintliga riksbankslagen till den nya.

Uppgifter om likviditetsstödjande åtgärder

Enligt gällande rätt (6 kap. 8 a § riksbankslagen) ska Riksbanken lämna de uppgifter om genomförda likviditetsstödjande åtgärder till regeringen, Finansinspektionen, Riksgäldskontoret och stödmyndigheten som respektive myndighet behöver för sin verksamhet. Även den bestämmelsen bör föras över från den befintliga till den nya riksbankslagen. Bestämmelsen infördes för att underlätta informationsutbytet mellan myndigheterna (prop. 2015/16:5 s. 730) eftersom det enligt offentlighets- och sekretesslagen (2009:400) gäller ett starkt skydd för sådana uppgifter. Därutöver bör Riksbanken även lämna information om planerade åtgärder, men det följer av den övergripande bestämmelsen om samråd med Finansinspektionen och Riksgäldskontoret som föreslås i det föregående.

Bestämmelsen i 6 kap. 8 a § avser enligt förarbetena till bestämmelsen uppgifter som rör såväl generell likviditetsstöd som nödkrediter. Enligt förarbetsuttalanden följer av bestämmelsen att Riksbanken ska lämna information exempelvis om vilka aktörer som utnyttjat en kreditmöjlighet och till vilket belopp till de uppräknade myndigheterna, om uppgifterna behövs i myndigheternas verksamhet. Uppgiftsskyldigheten förutsätter inte att myndigheterna begär att få uppgifterna (prop. 2015/16:5 s. 884). Vilken information myndigheterna behöver kan dock variera. Det är mot den bakgrunden uttrycket ”respektive myndighet behöver för sin verksamhet” ska förstås.

⁹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/36/EU av den 26 juni 2013 om behörighet att utöva verksamhet i kreditinstitut och om tillsyn av kreditinstitut och värdepappersföretag, om ändring av direktiv 2002/87/EG och om upphävande av direktiv 2006/48/EG och 2006/49/EG.

Av bestämmelsen jämfört med bestämmelsen i 8 kap. 3 § 2 offentlighets- och sekretesslagen, följer att Riksbanken även får lämna uppgifter som avser genomförda likviditetsstödande åtgärder till utländska myndigheter motsvarande regeringen, Finansinspektionen och resolutionsmyndigheten, om det står klart att det är förenligt med svenska intressen att uppgiften lämnas till den utländska myndigheten (jfr prop. 2015/16:5 s. 731).

24.5 En särskild garanti för nödkrediter?

Kommitténs bedömning: Det behöver inte finnas någon särskild garanti från staten för att täcka eventuella förluster till följd av likviditetsstöd.

Enligt kommittédirektiven ska kommittén överväga om eventuella förluster som en nödkredit ger upphov till ska garanteras av staten. Det uppdraget kan ses mot bakgrund av att IMF i den utvärdering som IMF gjorde av Sverige 2016 förespråkade att det – vid sidan om bestämmelser i lag om att staten ska täcka förluster som påverkar Riksbankens kapital och reserver – bör övervägas ett stående arrangemang som ger Riksbanken ersättning för eventuella förluster till följd av likviditetsstöd (förlusttäckning och garantier). En fördel med detta är enligt IMF att likviditetsstöden då inte behöver godkännas i förväg av någon annan än Riksbanken. Det är enligt IMF avgörande för Riksbankens finansiella och operationella oberoende.¹⁰

Kommittén bedömer *för det första* att de bestämmelser om storleken på och påfyllnad av Riksbankens kapital som kommittén föreslår är tillräckliga även för den förlusttäckning som behövs beträffande nödkrediter (se kapitel 29).

Kommittén konstaterar *för det andra* att om Riksbanken i ett enskilt fall anser att en garanti är nödvändig kan Riksbanken vända sig till Riksgäldskontoret och begära att en sådan garanti utfärdas. Garantier får utfärdas både med stöd av lagen om resolution och lagen om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut. Som nämns i det före-

¹⁰ IMF (2016a). Frågan behandlas också i en teknisk not, som låg till grund för IMF:s utvärdering, se IMF (2016b). Där anges (punkten 27) som exempel på att en överenskommelse kan ingås mellan regeringen och Riksbanken om att omedelbart täcka eventuella förluster till följd av likviditetsstöd, möjligen med den uttryckliga innebörden att förlusttäckning ska ta vederbörlig hänsyn till finanspolitiska konsekvenser (eng. *fiscal consequences*).

gående kan behovet av garantier aktualiseras när de säkerheter som ett kreditinstitut kan ställa bedöms otillräckliga. Den befintliga regleringen utesluter inte att behovet av sådana garantier och deras eventuella utformning diskuteras i förväg mellan myndigheterna, t.ex. som ett led i deras krisförberedelser. Det är också möjligt för regeringen att meddela föreskrifter om tillämpningen av lagen om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut. Om det visar sig finnas ett behov av det får riksdagen besluta att höja garantiramarna.

Om Riksbanken begär att få en statlig garanti men inte får det, skulle det kunna innebära att Riksbanken avstår från att ge en nödkredit. På så vis får Riksgäldskontoret och regeringen ett inflytande över Riksbankens beslut. Riksbanken förblir dock självständig i sitt beslutsfattande, vilket inkluderar en bedömning av om kriterierna för att ge en nödkredit är uppfyllda. Enligt kommitténs bedömning är det för övrigt lämpligt att regeringen på detta sätt i varje enskilt fall ges möjlighet att ta ställning till om eventuella förluster för en nödkredit bör bäras direkt av staten.¹¹

Om det finns en stående – eller någon annan – garanti från staten – innebär det enligt det s.k. bankmeddelandet¹² att det föreligger statsstöd vilket innebär att nödkrediten behöver godkännas av kommissionen i förväg. De nackdelar som finns med detta anfördes som skäl för att avskaffa en stående garanti för den belgiska centralbanken.¹³ När Riksbanken ger en nödkredit till ett företag i resolution är det också lämpligare med en garanti som utfärdas av resolutionsmyndigheten i det enskilda fallet, eftersom ett eventuellt infriande av en sådan garanti tydligt belastar resolutionsreserven och inte skattebetalarna.

Sammanfattningsvis bedömer kommittén att det inte behöver finnas någon särskild stående garanti från staten för att täcka eventuella förluster till följd av likviditetsstöd.

¹¹ Ett alternativ är att garantin kopplas till stabilitetsfonden. Men även då är det rimligt att den som förvaltar stabilitetsfonden tar ställning till garantin.

¹² Bankmeddelandet (2013).

¹³ Se även ECB:s yttrande, ECB (2016).

24.6 Ändringar av skuldebrevslagen

Kommitténs förslag: Lagen (1936:81) om skuldebrev ska förtydligas genom att det införs bestämmelser med följande innebörd.

1. Om en bank, ett kreditmarknadsföretag eller ett värdepappersinstitut pantsätter ett löpande skuldebrev gäller pantsättningen mot pantsättarens borgenärer redan genom pantavtalet. Det ska gälla även när skuldebrevet innehas av tredje man för institutets räkning. Det sistnämnda ska gälla även vid försäljning av ett löpande skuldebrev.
2. Om en bank, ett kreditmarknadsföretag eller ett värdepappersinstitut pantsätter ett enkelt skuldebrev eller enkla fordringar till Riksbanken behöver gäldenärerna inte underrättas för att pantsättningen ska gälla mot pantsättarens borgenärer.

Erfarenheter från finanskrisen

Under finanskrisen 2008 upplevde Riksbanken svårigheter att er-hålla panter från de banker som behövde nödkrediter. Inte för att bankerna saknade tillgångar som kunde pantsättas, utan för att det var praktiskt komplicerat att få en sakrättsligt skyddad position i dessa tillgångar, som bestod av bankernas lånefordringar och underliggande tillgångar. Att uppfylla alla krav visade sig vara både opraktiskt och tidsödande, speciellt i den rådande situationen då tiden var knapp för att upprätthålla den finansiella stabiliteten. Resultatet blev i ett av fallen – stödet till Carnegie Investment Bank AB – att Riksbanken – och därmed ytterst skattebetalarna – utsattes för en större ekonomisk risk än vad som hade varit fallet om tillräckliga säkerheter hade lämnats till Riksbanken. Utöver nödkrediter genomförde Riksbanken extraordinär penningpolitisk utlåning till vissa företag. Även för denna typ av utlåning är det önskvärt att Riksbankens kreditrisk minimeras.

Riksbanken får som utgångspunkt inte lämna krediter utan att ta säkerhet. I en krissituation, såsom 2008, kan ett läge uppstå där Riksbanken slits mellan intresset av att agera skyndsamt för att upprätthålla den finansiella stabiliteten och kravet på fullgoda säkerheter för sådan utlåning. Det är därför av stor vikt att Riksbanken snabbt och

effektivt kan lämna likviditetsstöd och samtidigt vara skyddad mot förluster.

Ett sätt att underlätta för Riksbanken att ta säkerheter är att förenkla för Riksbanken att få panträtt i kredittagarens (bankens) låneportföljer avseende löpande skuldebrev och enkla fordringar. Ändringar i kraven för sakrättsligt fullbordad pantsättning av fordringar grundade på kreditinstituts penninglån ("lånefordringar") har på senare tid genomförts i Danmark, Norge och Finland. Den danska regleringen innebär att pantsättning av enkla lånefordringar mellan parter som omfattas av EU:s säkerhetsdirektiv inte behöver denuntieras (underrätta) lånekunderna, utan att sakrättslig fullbordning kan ske genom att pantsättaren överlämnar en förteckning över lånefordringarna. Den norska ändringen innebär att en pantsättning av enkla lånefordringar med vidhängande säkerheter från en part som omfattas av säkerhetsdirektivet till norska centralbanken får skydd genom pantavtalet. Den finska lagstiftaren har genom en ändring av 22 § andra stycket finska skuldebrevslagen, klargjort att en penninginrättnings pantsättning av löpande skuldebrev får borgenärsskydd genom pantavtalet.

I det följande behandlar kommittén två lagändringar i lagen (1936:81) om skuldebrev (skuldebrevslagen), som underlättar för Riksbanken att ta säkerheter i låneportföljer. Vid sina överväganden beaktar kommittén den analys av rättsläget som professor Mikael Möller gjort på Riksbankens uppdrag i promemorian "Utökade möjligheter att skydda Riksbankens fordringar" med gjorda hänvisningar till annan litteratur och rättspraxis, se Riksbankens diarienummer 2017-00126.

Först behandlas löpande skuldebrev enligt 22 § skuldebrevslagen. Därefter behandlas enkla fordringar enligt 31 § skuldebrevslagen.

Skälen för kommitténs förslag

Löpande skuldebrev enligt 22 § skuldebrevslagen

När en bank ger bostadskrediter, konsumentkrediter eller mindre företagskrediter kommer villkoren ofta till uttryck i s.k. löpande skuldebrev. I det följande fokuseras på vad som gäller för pantsättning av löpande skuldebrev och hur Riksbankens panträtt ska kunna

skyddas mot den pantsättande bankens övriga borgenärer (dvs. andra som har fordringar på banken).

Enligt 22 § första stycket skuldebrevslagen får en *överlåtelse* av ett löpande skuldebrev – t.ex. en kreditfordring som en bank har på en låntagare – skydd mot överlåtarens borgenärer genom att skuldebrevet överlämnas i förvärvarens besittning (tradition). Enligt 10 § skuldebrevslagen ska det som i lagen sägs om ”överlåtelse” tillämpas även vid *pantsättning*. Ett krav på besittningsövergång för borgenärs-skydd gäller m.a.o. vid både överlåtelse och pantsättning av löpande skuldebrev. Innebörden av detta krav anses i dag inte vara att förvärvaren/panthavaren ska få omedelbar tillgång till egendomen, däremot att överlåtarens/pantsättarens rådighet över denna ska avskäras. Vid pantsättning krävs att detta rådighetsavskärande i princip kontinuerligt består under hela pantavtalets löptid.

Ett undantag från kravet på tradition av de löpande skuldebreven finns i 22 § andra stycket skuldebrevslagen, som lyder:

*Säljer*¹⁴ bank, kreditmarknadsföretag eller värdepappersinstitut löpande skuldebrev, vare försäljningen gällande mot bankens, kreditmarknadsföretagets eller värdepappersinstitutets borgenärer, ändå att skuldebrevet för förvaring kvarlämnats hos banken, företaget eller institutet.

Frågan är om denna regel är tillämplig även vid pantsättning. Om så vore fallet skulle Riksbanken som panthavare kunna uppnå skydd mot en pantsättande banks borgenärer utan krav på besittningsövergång eller annat sakrättsligt moment, dvs. i princip redan genom pantavtalet.

Den förhärskande ståndpunkten i lagkommentarer och annan litteratur är emellertid att lagstiftaren genom valet av ordet ”säljer” i stället för ”överlåter” i 22 § andra stycket har avsett att markera att undantagsregeln inte omfattar pantsättning.¹⁵ Samtidigt kan det noteras att lydelsen av just 22 § andra stycket inte hindrar en tillämpning även vid pantsättning, eftersom en försäljning trots allt ingår i begreppet överlåtelse som 10 § anger. Det är således en systematisk lagtolkning, grundad på terminologin i kringliggande lagrum, som

¹⁴ Kommitténs kursivering.

¹⁵ Se Marks von Würtemberg och Sterzel (1953), s. 110 not 2, Walin och Herre (2018), s. 110 (jfr s. 210 och 211), Hessler (1973), s. 252, 253 och 422, Helander (1984) s. 309 not 27, Rodhe (1985), s. 397 not 51, Håstad (1996), s. 303 (jfr 252 f), Myrdal (2002), s. 58 och 59, Walin m.fl. (2012), s. 83 och 103, Mellqvist och Persson (2015), s. 206 not 161, Martinson (2002), s. 301 samt Millqvist (2018), s. 194.

leder fram till ett motsatsslut. Lagstiftningstekniken har karakteriserats som ”minst sagt försätlig”, men likväl torde lagstiftarens mening rörande lagens direkta tillämpningsområde på denna punkt få respekteras.¹⁶

Skälet till att bestämmelsen i 22 § andra stycket begränsades till försäljning är inte alldeles klart och nämns inte särskilt i lagmotiven från mitten av 1930-talet. Det ursprungliga syftet med undantaget var dock att banker som förvaltar värdepapper åt kunder vid omplaceringar av tillgångar skulle kunna låta kunden förvärva värdepapper som ingår i bankens egen portfölj utan den sakrättsliga risk för kunden som ligger i kravet på tradition. Till detta kom att de skäl som på såväl 1930-talet som i dag primärt anses motivera traditionskravet – att förhindra att borgenärsbedrägerier i form av skenavtal och antedaterade avtal får genomslag vid konkurs och utmätning – inte ansågs göra sig gällande för banker och andra som står under statlig kontroll.

Även om bestämmelsen inte är direkt tillämplig på pantsättning hindrar det inte att en analog tillämpning av bestämmelsen kan komma i fråga om de överväganden och ändamål som bär upp undantaget gör sig gällande även vid pantsättning.

Övervägande skäl talar för att 22 § skuldebrevslagen kan tillämpas analogt – alltså inte direkt – på tillståndspliktiga finansinstituts pantsättningar i allmänhet och sådana instituts pantsättningar till Riksbanken i synnerhet. Skyddet för skuldebreven genom avtalet bör då gälla oavsett om dessa finns hos institutet eller innehas av tredje man för institutets räkning. Om ett löpande skuldebrev inte finns i ägarens omedelbara besittning utan i stället fysiskt innehas av någon annan, blir pantsättningen nämligen som utgångspunkt sakrättsligt fullbordad genom att innehavaren (tredje man) denuntieras om denna av antingen pantsättaren eller panthavaren enligt reglerna i lagen (1936:88) om pantsättning av lös egendom som innehaves av tredje man (1936 års pantlag). När denuntiationen har mottagits anses tredje man inneha panten för panthavarens räkning i stället för pantsättarens räkning. Det förutsätter emellertid att det är fråga om en trans-

¹⁶ Se Walin och Herre (2018), s. 110. Jfr att den ”försätliga” regleringen tycks ha missförståtts av regeringen i lagmotiven till vidgningen av 22 § andra stycket till värdepappersinstitut (prop. 1991/92:113, s. 161 och 212) och kreditmarknadsbolag (prop. 2000/01:19, s. 24), där man utan vidare utgått från att hänvisningen i 10 § täcker även 22 § andra stycket, se närmare härom Håstad (1996) s. 303 not 54, Afrell m.fl. (1998), s. 124, Jansson (1995), s. 470 och 471 och Mellqvist och Persson (2015), s. 206 not 161.

aktion för vilken tradition hade krävts om egendomen när den pantsattes hade funnits hos pantsättaren. Eftersom ändamålen bakom traditionskravet och det från detta krav härledda denuntiatiionskravet är desamma, och det krav på rådighetsavskärande som vid denuntiation uppställts för att tillgodose dessa ändamål inte fyller någon funktion om panthavaren kan erhålla borgenärsskydd utan tradition, måste kravet på denuntiation enligt 1936 års pantlag falla bort som en direkt följd av att tradition inte krävs för samma typ av transaktion och egendom. Om Riksbanken redan genom pantavtalet uppnår borgenärsskydd till löpande skuldebrev analogt med 22 § andra stycket skuldebrevslagen bör detta således också gälla för skuldebrev som tredje man innehar för institutets räkning.

En rättstillämpning genom analogi är dock alltid förenad med viss osäkerhet. Även en smärre ovisshet i fråga om krediter som, såsom i Riksbankens fall, kan uppgå till mångmiljardbelopp bör undvikas.

Kommittén föreslår därför att det på samma sätt som i Finland bör förtydligas att bankers, kreditmarknadsföretags och värdepappersinstitutets pantsättningar av löpande skuldebrev får skydd redan genom pantavtalet, förutsatt att de skuldebrev som är föremål för pantförskrivningen kan identifieras. Det innebär ett undantag för traditionskravet vid pantsättning. Undantaget bör gälla oavsett om skuldebreven finns hos institutet eller innehas av tredje man för institutets räkning. Kommittén anser att det bör framgå uttryckligen av skuldebrevslagen. Det är rimligt att samma princip som gäller vid pantsättning gäller vid försäljning.

Förslaget innebär ingen ändring av kravet på identifiering av det som ska pantsättas jämfört med vad som för närvarande gäller vid försäljning, vilket innebär att detta kan ske genom att skuldebreven hålls avskilda från pantsättarens övriga tillgångar, genom pantsättarens bokföring eller på något annat sätt. Det sakrättsliga skydd som en pantsättning ger torde gälla också för de säkerheter som omfattas av pantförskrivningen.¹⁷

¹⁷ Walin m.fl. (2012) s. 140 och 141 och Lindskog (2018) s. 188 och 189.

31 § skuldebrevslagen

Bankers lånefordringar, t.ex. större företagskrediter, kan också vara s.k. enkla skuldebrev. För sådana skuldebrev gäller delvis andra bestämmelser än de som gäller för löpande skuldebrev. I det följande fokuseras på vad som gäller för pantsättning, och överlåtelse, av enkla skuldebrev.

Enligt 31 § första stycket skuldebrevslagen får en *överlåtelse* av ett enkelt skuldebrev skydd mot överlåtarens borgenärer genom att skuldebrevets gäldenär (låntagaren) underrättas om överlåtelsen av antingen överlåtare eller förvärvaren. Enligt 10 § skuldebrevslagen ska det som i lagen sägs om ”överlåtelse” tillämpas också vid *pantsättning*. Ett krav på underrättelse (denuntiation) för borgenärsskydd gäller alltså vid både överlåtelse och pantsättning av enkla skuldebrev.¹⁸ Denuntiationen skyddar förvärvarens/panthavarens intresse genom att gäldenären efter mottagandet inte kan betala med befriande verkan till överlåtare/pantsättaren och genom att överlåtare/pantsättaren inte kan dubbelförfoga över fordringen så att en senare förvärvare/panthavare får bättre rätt. Visserligen kan gäldenären instrueras att fortsätta betala till överlåtare/pantsättaren, men i vart fall då instruktionen innebär att överlåtare/pantsättaren ges möjlighet att uppbära betalning för egen räkning torde det medföra att rådigheten inte anses tillräckligt avskuren för att transaktionen ska uppnå borgenärsskydd. Liksom vid tillämpning av traditionsregeln krävs vid en pantsättning som fullbordas enligt 31 § första stycket skuldebrevslagen att rådighetsavskärandet i princip består under hela pantavtalets löptid.

Ett undantag från kravet på denuntiation föreskrivs i 31 § tredje stycket skuldebrevslagen, som lyder: ”Har någon *avhänt* sig rörelse varmed följer skyldighet att föra handelsböcker, och omfattar avhändelsen de i rörelsen uppkomna fordringar, äge vad i första stycket är stadgat ej tillämpning”.

Regeln innebär alltså att en rörelseförvärvare redan genom avtalet vinner borgenärsskydd till de enkla fordringar som ingår i överlåtelser. Den förhärskande ståndpunkten i lagkommentarer och annan litteratur att lagstiftaren genom valet av orden ”avhänt sig” i stället

¹⁸ Detsamma gäller för fordringar av icke löpande natur (enkla fordringar), genom en redan i de ursprungliga lagmotiven förutsatt analog tillämpning.

för ”överlåtit” har avsett att markera att undantaget inte via hänvisningen i 10 § omfattar pantsättning.¹⁹ Eftersom det dessutom krävs att fordringarna överlåts som en del av en rörelse, råder ingen större tvekan om att separat pantsättning av enkla fordringar inte omfattas av undantagets direkta tillämpningsområde ens om den avser samtliga pantsättarens fordringar.

Förarbetsuttalandena till bestämmelsen ger – till skillnad från vad som ovan konstaterats beträffande löpande skuldebrev – inte stöd för en analog tillämpning.²⁰ När det gäller lånefordringar i form av enkla skuldebrev och andra enkla fordringar innebär dock rättsläget att lånekunderna visserligen måste denuntieras om en pantsättning men att det pantsättande institutet som uppdragstagare kan fortsätta att administrera lånestocken för Riksbankens räkning. Denna godtagna hanteringsmodell tillgodoser Riksbankens intresse av att slippa bygga upp eller anlita särskilt administrativt stöd för att kunna ta emot räntebetalningar, amorteringar och slutbetalningar hänförliga till pantagna fordringar och möjliggör att kontinuiteten i institutets betalningsflöde kan upprätthållas trots pantsättningen. Modellen kräver dock fortfarande att underrättelser om pantsättningen måste sändas ut till ett typiskt sett mycket stort antal lånekunder. Även med stöd av nutida teknik och institutets register kan det medföra att centralbanken inte hinner etablera det sakrättsliga skyddet innan en nödkredit måste utbetalas, alternativt att utbetalningen blir fördröjd i sådan grad att Riksbanken inte kan fylla sin roll som sista låneinstans.

Till detta ska sägas att de skäl som ligger till grund för denuntiationskravet i 31 § skuldebrevslagen är desamma som motiverar traditionskravet i 22 § skuldebrevslagen, nämligen att förhindra (eller åtminstone försvåra) att borgenärsbedrägerier i form av skenavtal och antedaterade avtal får genomslag vid konkurs och utmätning, och att

¹⁹ Se Marks von Würtemberg och Sterzel (1953), s. 139, Karlgren (1958), s. 222, Walin och Herre (2018), s. 253–255, Hessler (1973), s. 422, Myrdal (2002), s. 59 och 60, Mellqvist och Persson (2015), s. 206 och 207, Martinson (2002), s. 301 samt Millqvist (2018), s. 194.

²⁰ Skälet till undantaget från kravet på denuntiation i 31 § tredje stycket skuldebrevslagen anges i lagmotiven vara att det vid försäljning av en affärsrörelse många gånger medför stora praktiska svårigheter att underrätta alla gäldenärer till de fordringar som uppkommit i rörelsen. Eftersom dessutom det lösöre som ingår i rörelsen måste traderas eller registreras enligt lösöreköpslagen för att överlåtelser i den delen ska uppnå borgenärsskydd, ansågs det inte föreligga några betänkligheter mot att ge fordringarna i rörelsen skydd redan genom avtalet. Med hänsyn till den senare synpunkten, som förstås inte har någon bäring då enkla fordringar inte pantsätts (eller överlåts) inom ramen för en rörelse, eller åtminstone inte samtidigt med pantsättarens (etc.) lösöre, kommer analog tillämpning knappast ifråga i detta fall.

dessa skäl har ansetts sakna nämnvärd bäring på tillståndspliktiga finansinstituts försäljningar av löpande skuldebrev vid tillkomsten av nuvarande undantag i 22 § andra stycket skuldebrevslagen.

Med hänsyn till detta framstår ett krav på denuntiation som en onödig praktisk komplikation då betalningarna enligt ett kreditavtal ska fortsätta fullgöras till samma institut som tidigare. Att ett institut pantsätter sina lånefordringar och därefter hanterar dem för Riksbankens räkning är inget som rör lånekunderna så länge de inte har meddelats om att fortsatta betalningar som en följd av pantsättningen ska erläggas till Riksbanken. Kommittén föreslår därför att det tas in ett nytt fjärde stycke i 31 § skuldebrevslagen av vilken det följer att när en bank, ett kreditmarknadsföretag eller ett värdepappersinstitut pantsätter enkla skuldebrev eller enkla fordringar till Riksbanken behöver gäldenärerna inte underrättas för att pantsättningen ska gälla mot pantsättarens borgenärer. Skyddet uppnås redan genom pantavtalet förutsatt att det på något sätt kan fastställas vilka fordringar som omfattas av pantsättningsbeslutet. Det sakrättsliga skydd som en sådan bestämmelse ger torde gälla också för de säkerheter som omfattas av pantsättningsbeslutet.²¹

Den föreslagna ändringen avser bara pantsättning till Riksbanken. Som har nämnts i det föregående underlättas pantsättningen till Riksbanken i brådskande fall. Bestämmelsen är dock tillämplig vid pantsättning av fordringar i samband med andra krediter som Riksbanken ger i sin verksamhet till en bank, ett kreditmarknadsföretag eller ett värdepappersinstitut.

24.7 Centrala motparter och ändringar i Emir-förordningen

24.7.1 Bakgrund

Under 2012 antog Europaparlamentet och rådet förordningen (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister (Emir-förordningen). Förordningen trädde i kraft den 16 augusti 2012. Förordningen syftar till att minska systemriskerna kopplade till användningen av derivat. Den har sin grund i en överenskommelse mellan G20-länderna vid ett möte i Pittsburgh 2009

²¹ Walin m.fl. (2012) s. 140 och 141 och Lindskog (2018) s. 188 och 189.

under den globala finanskrisen. Överenskommelsen kan ses i ljuset av derivatmarknadernas globala karaktär.

Enligt Emir-förordningen måste standardiserade OTC-derivatkontrakt (eng. *Over the Counter*) clearas hos en central motpart (eng. *Central Counterparty, CCP*). En central motpart är en form av clearingorganisation som träder emellan parterna i kontrakt om ett finansiellt instrument som är föremål för handel på finansmarknaderna (se även avsnitt 7.3.2). Därigenom blir den centrala motparten köpare till varje säljare och säljare till varje köpare. Syftet med detta arrangemang är att minska motpartsrisken för båda parter och öka transparensen på derivatmarknaden.

Genom Emir-förordningen infördes näringsrättsliga regler för centrala motparter i form av försiktighetskrav, organisatoriska krav, uppföranderegler och ett ramverk för tillsyn över dem. Syftet med dessa regler var att minimera riskerna för användarna av centrala motparter och stärka det finansiella systemets stabilitet. Auktorisation och tillsyn av centrala motparter inom EU utförs av nationella behöriga myndigheter, i Sveriges fall av Finansinspektionen. I tillsynsarbetet medverkar Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esmä), centralbanker och behöriga myndigheter i andra medlemsstater i s.k. tillsynskollegier. I Emir-förordningen finns också regler för godkännande av centrala motparter från tredjeland som vill driva verksamhet inom EU.

Eftersom Emir-förordningen är direkt tillämplig i hela EU ska den inte genomföras i svensk rätt. Trots detta har vissa anpassningar av svensk rätt behövt göras genom lagen (2013:287) med kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister. Därutöver genomfördes under 2014 vissa lagändringar av främst civilrättslig karaktär med anledning av Emir-förordningen (se prop. 2013/14:111).

Sedan Emir-förordningen antogs 2012 har central clearing ökat avsevärt. Denna utveckling förväntas fortsätta. Samtidigt är central clearing i stor utsträckning koncentrerad till ett fåtal aktörer som dominerar marknaden för olika typer av kontrakt. Det finns 16 centrala motparter inom EU, i tolv olika medlemsstater. Sverige har en central motpart, Nasdaq Clearing AB, som framför allt verkar i de nordiska länderna. Svenska aktörer nyttjar även clearingtjänster hos centrala motparter i andra medlemsstater. Detta gäller främst LCH i Storbritannien (räntederivat) och EuroCCP i Nederländerna (aktier).

I juni 2017 presenterade EU-kommissionen ett förslag till ändringar i Emir-förordningen. Avsikten med förslaget var att stärka tillsynen med anledning av utvecklingen av de stabilitetsrisker som clearingmarknaden ger upphov till med tanke på ökande volymer av centralt clearade kontrakt och den koncentrerade marknaden. Förslaget syftade också till att ge ett mer ändamålsenligt och konsekvent system för tillsyn av centrala motparter, för att därigenom uppnå ytterligare marknadsintegration inom EU, säkerställa finansiell stabilitet och likvärdiga konkurrensförutsättningar. I ljuset av folkomröstningen om Storbritanniens utträde ur EU väcktes också frågor kring EU:s ramverk för godkännande av centrala motparter belägna i ett tredjeland. Centrala motparter i Storbritannien utför nämligen en väsentlig andel av den centrala clearing som sker inom EU i dag. För svensk del gäller detta i synnerhet för räntederivat som är denominerade i svenska kronor. Efter Storbritanniens utträde kommer en stor andel av clearingen av finansiella instrument som handlas inom EU att äga rum i ett tredjeland. Detta ökar behovet av att säkerställa att tredjelandsaktörer som tillhandahåller tjänster i unionen är föremål för likvärdiga krav och tillsyn som EU-baserade aktörer. EU-kommissionens förslag innehöll också en stärkt roll för centralbanker – i egenskap av emittenter av valuta – eftersom centralbankernas uppdrag inte ansågs återspeglas tillräckligt i den ursprungliga lydelsen av Emir-förordningen. EU-kommissionen menade att det var nödvändigt att i högre grad ta hänsyn till de utgivande centralbankernas penningpolitiska uppdrag med tanke på de potentiella risker som en problemdrabbad central motpart kan medföra för genomförandet av unionens penningpolitik och främjandet av väl fungerande betalningssystem.

Som en följd av EU-kommissionens förslag antog också ECB-rådet den 23 juni 2017 en rekommendation om ändring av artikel 22 i ECBS-stadgan. ECB ansåg att en ändring av artikel 22 i ECBS-stadgan krävdes för att möjliggöra för banken att uppfylla de nya uppgifter som den ålades enligt EU-kommissionens förslag. I sin rekommendation föreslog ECB att artikel 22 i ECBS-stadgan skulle ändras så att den ger ECB behörighet att reglera clearingsystem och särskilt centrala motparter. I en dom från tribunalen hade nämligen konstaterats att ”clearingsystem” enligt artikel 22 skulle anses vara begränsat till enbart clearingsystem för betalningar (se vidare avsnitt 28.2). För att även innefatta central clearing, dvs. clearing av finansiella

instrument, krävdes enligt tribunalens synsätt en ändring av artikel 22. Artikel 22 är dock inte tillämplig på medlemsstater med undantag såsom Sverige.

24.7.2 Nya uppgifter för centralbanker mot bakgrund av ändringarna Emir-förordningen

Ändringarna i Emir-förordningen och i ECBS-stadgan förhandlades fram till mitten av mars 2019. ECB-rådet återkallade dock i ett sent skede sin rekommendation om att ändra artikel 22 i ECBS-stadgan, vilket innebar att förslaget till ändring av stadgan föll. Detta påverkade dock inte ändringarna i Emir-förordningen, som sannolikt kommer att träda i kraft under hösten 2019. Innebörden av ändringarna, särskilt när det gäller centralbankers nya uppgifter, presenteras närmare nedan. Först redogörs översiktligt för centralbankers nya uppgifter inom ramen för tillsynsarbetet inom EU och sedan i förhållande till tillsynen av centrala motparter i tredjeland. Avslutningsvis redogörs kort för Riksbankens nuvarande roll i tillsynsarbetet och dess möjlighet till ett utökat deltagande med anledning av ändringarna i Emir-förordningen.

24.7.3 Nya uppgifter inom ramen för tillsynsarbetet rörande centrala motparter inom EU

Genom ändringarna inrättas en tillsynskommitté inom Esmas för tillsyn över centrala motparter både inom EU och i tredjeland. Denna ska skiljas från ovan berörda tillsynskollegier. Kommittén ska bestå av bl.a. företrädare för de behöriga myndigheterna från medlemsstater med en auktoriserad central motpart. Under vissa förutsättningar får de centralbanker som begär det medverka.

Vad gäller tillsynen av centrala motparter inom EU ska tillsynskommittén genomföra analyser av det tillsynsarbete som drivs inom EU. Kommittén ska också granska enskilda tillsynsbeslut från nationella behöriga tillsynsmyndigheter, i syfte att bl.a. kunna presentera olika s.k. konvergensåtgärder för Esmas tillsynsstyrelse (Board of Supervisors). Den granskning som kommittén gör av enskilda beslut kan utmyнна i ett yttrande till den nationella behöriga myndigheten. Ett sådant yttrande är dock inte bindande för den myndighet

som det riktar sig till. När kommittén träffas för att diskutera frågor som berör centrala motparter inom EU får berörda centralbanker delta utan rösträtt vid behandlingen av vissa specifika frågor (artikel 24a.2 d [ii]). Dessa frågor rör utvärderingar och bedömningar av centrala motparters förmåga att stå emot en ogynnsam utveckling på marknaden (stresstester) och utbyte av information om relevant marknadsutveckling. Det senare innefattar situationer och händelser som kan påverka den centrala motpartens finansiella ställning. Berörda centralbanker är de centralbanker vars valuta de aktuella finansiella instrumenten som clearas hos den centrala motparten är denominerade i. Även Riksbanken kan således komma att delta i kommitténs arbete.

I Emir-förordningen föreskrivs sedan tidigare att tillsynskollegier ska inrättas och att deras huvudsakliga uppgifter är att dels utarbeta yttranden i förhållande till olika beslut och åtgärder som den behöriga myndigheten ska vidta mot en central motpart, dels ansvara för visst informationsutbyte samt fastställa förfaranden och beredningsplaner för vissa krissituationer. I detta arbete deltar centralbanker redan i dag, under förutsättning att de uppfyller förutsättningarna i Emir-förordningen om att de utger de mest relevanta unionsvalutorna i förhållande till den clearing som drivs av den centrala motparten (artikel 18.2 h) eller deltar i övervakningen av denne (artikel 18.2 g). Det tröskelvärde som i sin tur bestämmer vilka valutor som är de mest relevanta unionsvalutorna har dock varit så högt att det har begränsat centralbankernas möjligheter att delta i kollegiearbetet. Ändringarna i Emir-förordningen öppnar nu upp för ett utökat deltagande för Riksbanken och andra centralbanker eftersom det i stället föreskrivs att om den centrala motparten clearar instrument i den valuta som centralbanken ger ut kan centralbanken ansöka hos den behöriga myndigheten för den centrala motparten om att få delta i kollegiet. Centralbanken måste dock motivera sin ansökan med en bedömning av hur finansiella problem hos den centrala motparten kan påverka dess valuta. Om den behöriga myndigheten motsätter sig en sådan ansökan måste skäl anges (artikel 18.2 i). För det fall en centralbank deltar i kollegiet får centralbanken komma med rekommendationer till den behöriga myndigheten under förutsättning att rekommendationen är kopplad till centralbankens valuta (artikel 19.1a).

Slutligen kommer centralbanker i större utsträckning vara delaktiga i Esmas arbete med framtagande av tekniska standarder. Exempelvis ska centralbanker samarbeta med Esma när tekniska standarder om frågor kopplade till utvidgning av en central motparts verksamhet och tjänster ska utarbetas (artikel 15.3).

Sammanfattningsvis innebär ändringarna i Emir-förordningen att Riksbanken och andra centralbanker i högre grad kan komma att bli involverade i tillsynsarbetet avseende centrala motparter inom EU.

24.7.4 Nya uppgifter inom ramen för tillsynsarbetet rörande centrala motparter i tredjeland

Den nya tillsynskommittén inom Esma som beskrivits ovan ska också hantera tillsynsarbetet för centrala motparter i tredjeland. Det innebär i huvudsak att kommittén ska fungera som beredningsorgan för beslut och åtgärder som sedan presenteras för Esmas tillsynsstyrelse som är ytterst ansvarig för besluten. Uppgifterna handlar dels om att pröva frågan om godkännande av en central motpart att få bedriva clearingverksamhet inom EU, dels löpande tillsynsarbete för redan godkända centrala motparter. Det nya, förstärkta regelverket, för godkännande av och tillsyn över centrala motparter innebär att en indelning görs av centrala motparter i s.k. tier 1 och tier 2. För centrala motparter som är systemviktiga för EU (tier 2) ställs numera strängare krav för godkännande. Centralbanker som ger ut en valuta som de aktuella finansiella instrumenten är denominerade i ges möjlighet att delta vid möten i tillsynskommittén och i arbetet med beslutsförslag som sedan ska antas av Esmas tillsynsstyrelse (artikel 24a.7). Om centralbanken deltar är medlemskapet inte förenat med någon rösträtt (artikel 24a.2 d [i]).

Oavsett deltagande i tillsynskommittén ska dessa centralbanker ges möjlighet att yttra sig till tillsynskommittén vid godkännandet av centrala motparter i tredjeland, liksom i det löpande tillsynsarbetet i det fall den centrala motparten clearar instrument i centralbankens valuta. Denna konsultation gäller för vissa beslut i Emir-förordningen och rör krav på marginalsäkerheter, kontroll av likviditetsrisker, krav på säkerheter, avveckling samt godkännande av samverkansöverenskommelser (artikel 24b).

I det löpande tillsynsarbetet kan det även förekomma undersökningar och kontroller på plats hos en central motpart. Centralbanker kan även få delta vid dessa undersökningar om en förfrågan först görs till Esma (artikel 25d.1 e och artikel 25e.1).

För att ytterligare förstärka centralbankernas roll i tillsynen av systemviktiga centrala motparter (tier 2) i tredjeland ges berörda centralbanker en möjlighet att ställa vissa ytterligare krav mot en sådan central motpart innan den kan godkännas av Esma (artikel 25.2b [b]). Dessa ytterligare krav är angivna i en lista och innebär en skyldighet för den centrala motparten att [i] på centralbankens begäran tillhandahålla information, [ii] delta i stresstester enligt centralbankens utformning och att [iii] öppna ett inlåningskonto i den aktuella centralbanken.

Vidare ska centralbanker få ställa särskilda krav i exceptionella situationer. Dessa särskilda krav måste ställas inom ramen för den enskilda centralbankens institutionella kompetens och riktas mot tillfälliga likviditetsrisker som kan påverka utförandet av penningpolitiken (transmissionsmekanismen) eller väl fungerande betalningssystem. Kraven ska vara [iv] kopplade till marginalkrav, kontroll av likviditetsrisker, säkerheter, samverkansöverenskommelser och avveckling. Centralbanker som avser ställa särskilda krav måste dock först bedöma att kraven inte innebär att centrala motparter effektivitet, sundhet och motståndskraft äventyras. Vidare måste kraven följa reglerna i artikel 16 samt avdelningarna IV och V i Emir-förordningen. Vidare framgår också hur länge kraven får gälla. Slutligen finns ett informations- och konsultationsförfarande som centralbankerna måste följa. Detta förfarande syftar till att samordna centralbanker och Esma eftersom krav kan ställas samtidigt av olika centralbanker.

Som anges ovan ställs strängare krav på centrala motparter som är systemviktiga för EU (tier 2) för att de ska bli godkända. Ytterst kan också EU-kommissionen – efter rekommendation av Esma – besluta att en särskilt systemviktig central motpart eller vissa av dess clearingtjänster måste omlokaliseras till EU. Berörda centralbanker har rätt att motsätta sig kravet på omlokalisering i den del som berör den egna valutan, men inte rekommendationen i dess helhet (artikel 25 2c).

Slutligen, inom ramen för tillsynsarbetet för centrala motparter i tredjeland, skapas också ett kollegium i första hand för informationsutbyte (artikel 25ba). Kollegiet ska ledas av ordföranden för tillsynskommittén. I fråga om centralbanker deltar alla medlemmar i ECBS.

24.7.5 Behovet av lagstiftningsåtgärder

Kommitténs förslag: Riksbanken ska ges befogenhet att genom förvaltningsbeslut besluta om sådana krav på centrala motparter som är etablerade i tredjeland som avses i artikel 25.2b (b) i Emir-förordningen. Sådana beslut ska få överklagas till allmän förvaltningsdomstol. Prövningstillstånd krävs vid överklagande till kammarrätten.

Kommitténs bedömning: Några sanktionsregler eller regler om verkställighet av Riksbankens beslut avseende centrala motparter bör inte införas. Om en central motpart i tredjeland inte efterlever Riksbankens krav, är det i stället Esmas som får ta ställning till lämpliga åtgärder.

Förslaget i avsnitt 21.2 om att Riksbanken ska få ta emot inlåning från deltagarna i dess avvecklingsystem för betalningar tillgodoser behovet av lagstöd för att ta emot inlåning från centrala motparter enligt Emir-förordningen.

Förslaget i avsnitt 13.4 om ramarna för Riksbankens verksamhet, dvs. att Riksbanken får utföra endast sådana uppgifter eller ta del av sådan verksamhet som anges i lag eller i rättsakter från Europeiska unionen, möjliggör för Riksbanken att i övrigt delta i det arbete som följer av ändringarna i Emir-förordningen.

Riksbanken deltar sedan Emir-förordningens ikraftträdande i kollegiearbetet för vissa centrala motparter inom EU. Riksbanken deltar i dagsläget i kollegiet för Nasdaq Clearing AB och EuroCCP i Nederländerna. Riksbanken har getts möjlighet att delta, tillsammans med Esmas och medlemmarna i ECBS, i framtagandet av tekniska standarder som rör bl.a. stresstester och validering av modeller.

Mot bakgrund av de nya regler i Emir-förordningen som har beskrivits ovan ges alltså Riksbanken möjlighet till en ny roll i tillsynsarbetet för centrala motparter, både inom EU och i tredjeland. Det

innebär i stora drag att i förhållande till tillsynen av centrala motparter inom EU kan Riksbanken få delta i tillsynskommitténs arbete och ges möjligheter att delta i diskussioner rörande tillsyns- och konvergensfrågor inom EU. Vidare kan Riksbanken ansöka om att få delta i fler tillsynskollegier som Riksbanken bedömer är relevant i förhållande till clearing i svenska kronor.

Riksbanken kan också ansöka om att få delta i tillsynskommittén när det gäller arbetet med godkännande och tillsyn över centrala motparter i tredjeländ. Även om deltagandet är utan rösträtt innebär det att Riksbanken får insyn i tillsynsarbetet. Det innebär också en möjlighet för Riksbanken att kunna påverka kommitténs arbete. Även om Riksbanken väljer att inte delta kommer den, på det sätt som har beskrivits i avsnittet ovan, att ges tillfälle att yttra sig till kommittén i vissa specifika frågor när en central motpart clearar finansiella instrument som är denominerade i svenska kronor.

Enligt kommitténs bedömning tillgodoses den nya roll för Riksbanken som följer av de ovanstående ändringarna i Emir-förordningen i stor utsträckning genom förslaget i avsnitt 13.4 om ramarna för Riksbankens verksamhet. Förslaget innebär att Riksbanken får utföra endast sådana uppgifter eller ta del av sådan verksamhet som anges i lag eller i rättsakter från Europeiska unionen. Eftersom Emir-förordningen är en sådan rättsakt som avses med förslaget får Riksbanken delta i större delen av det arbete som följer av ändringarna i Emir-förordningen som en direkt följd av reglerna i förordningen.

Riksbanken ska dock enligt förordningen också ges möjlighet att ställa ytterligare krav på en systemviktig central motpart i tredjeländ under de förutsättningar som anges i förordningen, under förutsättning att detta är tillåtet i centralbankens nationella rättsordning. I ett sådant fall får Riksbanken vända sig direkt till den centrala motparten i fråga och kräva information eller kräva att den centrala motparten ska delta i stresstester enligt bankens utformning eller att den centrala motparten ska öppna ett inlåningskonto i Riksbanken.

Riksbanken får också ställa särskilda krav mot en central motpart i vissa exceptionella situationer. Det förutsätter emellertid att vissa förutsättningar enligt förordningen är uppfyllda. I förordningen nämns marknadsstress på penning- eller repomarknaden och allvarliga störningar i betalningssystem som exempel på situationer då särskilda krav kan vara befogade. Riksbanken måste också, innan kraven ställs, göra en bedömning så att kraven inte påverkar centrala

motparters effektivitet, sundhet och motståndskraft negativt. Banken måste också följa det konsultations- och informationsförfarande som framgår av förordningen. Riksbankens tillämpning av de nu aktuella befogenheterna omfattas av det förslag till förtydligat instruktionsförbud avseende främjande av väl fungerande betalningssystem inom ramen för samarbetet inom ECBS som föreslås i avsnitt 28.2.

Dessa krav får alltså endast ställas i den utsträckning som tillåts enligt Riksbankens institutionella regelverk, dvs. den nya riksbankslagen. Det framstår visserligen som mindre sannolikt att Riksbanken kommer att behöva använda de aktuella befogenheterna. Om övriga centralbanker inom ECBS ges dessa befogenheter kan det dock vara en fördel för Riksbankens medverkan i tillsynsarbetet avseende centrala motparter att även Riksbanken har möjlighet att ställa krav av aktuellt slag i yttersta fall. En central motpart i tredjeland kan vara av betydelse för den finansiella stabiliteten i Sverige. I ett sådant fall kan det finnas behov av att för svensk del kunna ställa krav för att värna den finansiella stabiliteten i Sverige.

Det krävs således nya bestämmelser i den nya riksbankslagen som ger Riksbanken befogenhet att besluta om sådana krav som avses i artikel 25.2b (b) i förordningen. Eftersom kraven ska vara riktade till ett särskilt företag och inte generella till sin natur är det lämpligt att de ställs genom förvaltningsbeslut i ett enskilt fall, snarare än genom föreskrifter. Beslut av nu aktuellt slag liknar därför i viss utsträckning beslut om kassakrav enligt 6 kap. 6 § nuvarande riksbankslag. Även det förhållandet att kraven som huvudregel ska vara tidsbegränsade talar för att de ska ställas genom förvaltningsbeslut. Det krävs även en bestämmelse av innebörden att beslut av nu aktuellt slag får överklagas till allmän förvaltningsdomstol. I linje med bestämmelserna i bl.a. förvaltningslagen bör det uppställas ett krav på prövningstillstånd vid överklagande till kammarrätten.

Det förhållandet att beslut av nu aktuellt slag avser företag som är etablerade utanför EU och EES gör att det visserligen inte går att verkställa beslutet med hjälp av en svensk myndighet. Några bestämmelser om verkställighet bör således inte införas i den nya riksbankslagen. Det finns inte heller förutsättningar för att införa några sanktionsbestämmelser i svensk rätt. Detta förhållande hindrar dock inte att Riksbanken ges en befogenhet att ställa krav av nu aktuell innebörd. Det är nämligen inte ovanligt i den näringsrättsliga lagstiftningen på finansmarknadens område att krav uppställs för att

företag som hör hemma i ett land utanför EES ska få driva viss verksamhet i Sverige eller inom EU i övrigt. För att driva verksamhet i Sverige krävs vanligtvis tillstånd från Finansinspektionen i sådana fall. I fråga om auktorisation av centrala motparter från tredjeland är det dock, som framgår ovan, Esma som godkänner de centrala motparter som önskar driva verksamhet inom EU. Det är också Esma som vid behov vidtar åtgärder gentemot en central motpart som eventuellt inte följer reglerna i Emir-förordningen, inklusive eventuella krav från Riksbankens sida.

Riksbankens rätt att få uppgifter från den centrala motparten följer av reglerna i Emir-förordningen och föranleder därför ingen lagändring. Dessutom innebär förslaget om uppgiftsskyldighet i avsnitt 36.1 att bl.a. centrala motparter blir skyldiga att lämna vissa uppgifter till Riksbanken. Det gäller dels centrala motparter som är deltagare i Riksbankens system för betalningsavveckling, oavsett om de har tillstånd från Finansinspektionen eller inte, dels finansiella företag som driver verksamhet i Sverige, oavsett om de är deltagare i detta system eller inte.

Vid sidan av rätten för Riksbanken att kräva att en central motpart öppnar ett inlåningskonto i Riksbanken krävs det också att Riksbanken i sin tur har rätt att ta emot inlåning från centrala motparter. Detta följer av det förslag om inlåning från finansiella företag i Riksbankens system för betalningsavveckling som berörs i avsnitt 21.2. Det bör dock framhållas att deltagandet i Riksbankens system för betalningsavveckling är förenat med en rad krav och villkor. Det kan här nämnas också att Riksbanken i december 2018 beslutade att ta emot inlåning från Nasdaq Clearing AB.

Slutligen ges Riksbanken en möjlighet att, i relation till clearing av finansiella instrument i svenska kronor, vara delaktig i frågan om att kräva att en särskilt systemviktig central motpart i tredjeland måste omlokaliseras till EU för att få driva verksamhet inom EU. Inte heller i det avseendet krävs någon lagändring, eftersom regler om sådana beslut finns i unionsrätten och fattas av kommissionen.

Riksbankens verksamhet av nu aktuellt slag avseende centrala motparter omfattas av bestämmelsen om sekretess angående tillsyn m.m. 30 kap. 4 § offentlighets- och sekretesslagen. Begreppet ”tillsyn” ska i detta avseende inte ges en alltför snäv tolkning utan får anses omfatta alla de fall där en myndighet har en övervakande eller styrande funktion (prop. 1979/80:2 Del A s. 233). Bestämmelsen är

tillämplig både på Finansinspektionens löpande tillsyn och på den del av Finansinspektionens verksamhet som syftar till att förebygga en finansiell kris. Bestämmelsen är också tillämplig på Riksbankens verksamhet som består av övervakning av viss finansiell verksamhet.

24.8 Referenser

- Afrell, L., H. Klahr och P. Samuelsson (1998), *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, 2 uppl., Stockholm: Norstedts Juridik.
- Bankmeddelandet (2013), *Meddelande från kommissionen om tillämpning, från och med den 1 augusti 2013, av reglerna om statligt stöd på stödåtgärder till förmån för banker i samband med finanskrisen (bankmeddelandet)*, (2013/C 216/01).
- Bertsch, C. och J. Molin (2016), ”Revisiting the role of central banks as liquidity providers – old and new challenges”, *Penning- och valutapolitik* 2016:2, s. 89–158. Riksbanken.
- ECB (2016), *Opinion of the European Central Bank on a draft law abolishing the State guarantee provided in connection with emergency liquidity assistance*, (CON/2016/55), 17 november, Europeiska centralbanken.
- Helander, B. (1984), *Kreditsäkerhet i lös egendom*. Avhandling. Stockholm: Norstedts Juridik.
- Hessler, H. (1973), *Allmän sakrätt*. Stockholm: Norstedts Juridik.
- Håstad, T. (1996), *Sakrätt avseende lös egendom*, 6 uppl. (med supplement 2004), Stockholm: Norstedts Juridik.
- IMF (2016a), ”Sweden: Financial system stability assessment”, *IMF Country report* nr 16/355, november, Internationella valutafonden.
- IMF (2016b), ”Sweden: Financial sector assessment program, Technical note – Crisis readiness, management, and resolution”, *IMF Country Report* nr 17/306, oktober, Internationella valutafonden.
- Jansson, P-O. (1995), Recension av Afrell, L., H. Klahr och P. Samuelsson (1995), *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, *Juridisk Tidskrift* nr 2, 1995–96.
- Karlgren, H. (1958), *Säkerhetsöverlåtelse enligt svensk rättspraxis*. Stockholm: Norstedts Juridik.
- Lindskog, S. (2018), *Betalning: om kongruent infriande av penningkulder och andra betalningsrättsliga frågor*, 2 uppl., Stockholm: Nordstedts Juridik.
- Marks von Würtemberg, E. och F. Sterzel (1953), *Lagen om skuldebrev*, 3 uppl., Stockholm: Norstedts Juridik.

- Martinson, C. (2002), *Kreditsäkerhet i fakturafordringar. En förmögensrättslig studie*. Avhandling, Göteborgs universitet. Uppsala: Iustus.
- Mellqvist, M. och I. Persson (2015), *Fordran och skuld*, 10 uppl., Uppsala: Iustus.
- Millqvist, G. (2018), *Sakrättens grunder*, 8 uppl., Stockholm: Norstedts Juridik.
- Myrdal, S. (2002), *Borgenärsskyddet*. Stockholm: Norstedts Juridik.
- Rodhe, K. (1985), *Handbok i sakrätt*. Studentlitteratur. Lund.
- Walin, G. och J. Herre (2018), *Lagen om skuldebrev m.m. En kommentar*, 4 uppl., Stockholm: Norstedts Juridik.
- Walin, G., G. Millqvist och A. H. Persson (2012), *Panträtt*, 3 uppl., Lund: Studentlitteratur.

25 Gränsdragning mellan det penningpolitiska målet och målet för det finansiella systemet

25.1 Inledning

Kommittén föreslår i avsnitt 13.4 att den nya riksbankslagen ska ha en struktur där Riksbanken inom respektive verksamhetsområde tilldelas mål, uppgifter och befogenheter. Kommittén föreslår vidare att Riksbanken tilldelas ett antal befogenheter som till viss del överlappar varandra, för att uppnå målen inom kapitlen *penningpolitik* respektive *det finansiella systemet* i den föreslagna lagen.¹ De befogenheter som överlappar, dvs. föreslås kunna användas både för att uppnå prisstabilitet och att bidra till ett stabilt och effektivt finansiellt system, är att *ge kredit*² och *köpa och sälja värdepapper*.

I detta kapitel beskrivs hur det huvudsakliga syftet kan variera beroende på vilken situation som föreligger när dessa befogenheter används. För de åtgärder som Riksbanken bedömer falla inom ramen för det finansiella systemet är möjligheten att samverka med andra myndigheter, inklusive regeringen, större jämfört med om åtgärden faller inom penningpolitiken.³ Det är viktigt samarbete vid behov

¹ För en beskrivning av befogenheter inom penningpolitik respektive det finansiella systemet, se kapitlen 18 respektive 21–24.

² Som beskrivs i avsnitten 18.11.1 och 22.7.3 används s.k. återköpsavtal för att uppnå målen inom penningpolitiken respektive det finansiella systemet. Återköpsavtal har stora likheter med krediter. Därför bör återköpsavtal som vidtas för att uppnå målen inom penningpolitiken respektive det finansiella systemet skiljas åt på samma grunder som framgår av huvudtexten beträffande krediter.

³ Se avsnitt 24.4. Som framgår där avses med *samverkan* dialog, samråd och andra typer av samarbete mellan myndigheter. Vidare avses med *samråd* en skyldighet för en myndighet att ge en annan myndighet tillfälle att yttra sig innan den fattar beslut (konsultera). Eftersom Riksbanken – liksom övriga myndigheter – ska fatta självständiga beslut innebär dock varken samverkan eller samråd att det krävs enighet i sak.

kommer till stånd mellan de myndigheter som tillsammans ansvarar för det finansiella systemets stabilitet och effektivitet.

25.1.1 Bakgrund

Riksbanken har ensam ansvaret för penningpolitiken. Unionsrätten föreskriver ett långtgående oberoende på detta område. Det begränsar möjligheterna till samverkan med andra myndigheter, inklusive regeringen.⁴ För de uppgifter som Riksbanken föreslås få utanför penningpolitiken, kan behovet av och möjligheterna till samverkan vara större. Det gäller bl.a. uppgifter som rör det finansiella systemet där samverkan är möjlig från ett rättsligt perspektiv.⁵ Det är också önskvärt ur ett samhällsekonomiskt perspektiv, särskilt som Riksgäldskontoret förfogar över instrument som är nära substitut eller komplement till instrument som Riksbanken föreslås få för att hantera en finansiell kris.⁶ Utan samverkan kan myndigheterna komma att fatta beslut som sammantaget är ineffektiva eller i värsta fall motstridiga. Att skilja ut åtgärder med avseende på deras huvudsakliga syfte är därför inget mål i sig utan ett medel för att säkerställa samverkan mellan myndigheter när så är lämpligt och därigenom skapa bra förutsättningar för arbetet med det finansiella systemets stabilitet och effektivitet, inte minst i kristider. Det ska inte tolkas som att samverkan inte har fungerat tillfredsställande hittills. Kommittén tar inte ställning till den frågan utan förslagen syftar till att tydliggöra vilka förhållanden som ska gälla och därmed skapa förutsättningar för att samverkan ska fungera ändamålsenligt framöver.

Att Riksbanken anger det huvudsakliga syftet med de åtgärder den beslutar om är också nödvändigt för att Riksbanken ska leva upp till kommitténs förslag om att Riksbankens beslut ska innehålla en klaggörande motivering. En sådan motivering ska innehålla uppgifter om vilka bestämmelser som har tillämpats och vilka omständigheter som har varit avgörande för Riksbankens ställningstagande.⁷ Att Riksbanken anger det huvudsakliga syftet med en åtgärd underlättar

⁴ Se avsnitten 12.2 och 12.3.

⁵ Se avsnitten 12.4 och 13.4.

⁶ Se avsnitten 22.4 och 23.2.

⁷ Se avsnitt 13.6.

vidare utvärdering och den demokratiska granskningen av Riksbankens verksamhet.⁸

Den uppdelning som kommittén föreslår grundas på att prisstabilitet och det finansiella systemets stabilitet inte är samma sak.⁹ Det bör dock framhållas att målen om prisstabilitet respektive finansiell stabilitet – liksom många andra samhälleliga mål – har samband med varandra. Att det finansiella systemets tre grundläggande funktioner¹⁰ fungerar är en förutsättning för att den s.k. transmissionsmekanismen ska fungera effektivt och påverkar därmed förutsättningarna för penningpolitiken. Vidare är prisstabilitet viktig för finansiell stabilitet och effektivitet då oväntat hög och volatil inflation ökar riskerna och oförutsägbarheten i det finansiella systemet. Det innebär att en viss åtgärd som Riksbanken vidtar kan påverka båda målen. Det innebär vidare att gränsfall om vad som är det huvudsakliga syftet med en åtgärd kan uppkomma. Som beskrivs i kapitlet är avsikten inte att påverka Riksbankens beslutsförmåga. Riksbanken ska även i fortsättningen fatta självständiga och, vid behov, skyndsamma beslut inom alla delar av sin verksamhet.

25.1.2 Disposition

I det följande jämförs först två befogenheter som förekommer i kapitlen om penningpolitik (2 kap.) respektive det finansiella systemet (3 kap.) i den föreslagna riksbankslagen: *krediter* (avsnitt 25.2) och *köpa och sälja värdepapper* (avsnitt 25.3). Kapitlet avslutas med ett antal sammanfattande kommentarer (avsnitt 25.4).

25.2 Krediter

25.2.1 Föreslagna befogenheter

Kommittén föreslår att Riksbanken ska få ge krediter i svenska kronor och utländsk valuta både för att uppnå prisstabilitetsmålet och målet att bidra till ett stabilt och effektivt finansiellt system. Fokus i framställningen är krediter i svenska kronor då penning-

⁸ Se kapitel 33.

⁹ Se avsnitt 13.4.

¹⁰ De tre grundläggande funktionerna är att genomföra betalningar, att bevilja krediter samt att hantera risk (se avsnitt 7.2).

politik företräddelsevis bedrivs i svenska kronor. Krediter i utländsk valuta kommenteras i slutet av avsnittet. Ett sammandrag av de mål och befogenheter som kommittén föreslår beträffande kreditgivning ges i Tabell 25.1. De innebär i korthet följande (se nästa delavsnitt för en jämförelse):

- Målet i kapitlet om *penningpolitik* i förslaget till ny riksbankslag är prisstabilitet och i syfte att uppnå detta mål får Riksbanken ge bl.a. krediter i svenska kronor och utländsk valuta.
- Målet i kapitlet om *det finansiella systemet* i förslaget till ny riksbankslag är att bidra till ett stabilt och effektivt finansiellt system. För att uppnå detta mål ges Riksbanken befogenhet att:
 - Ge kortfristig kredit som behövs för funktionen i dess system för betalningsavveckling (9 §).
 - Ge krediter i svenska kronor eller utländsk valuta i form av generellt likviditetsstöd för att motverka allvarliga störningar i det finansiella systemet (11 §).
 - Ge nödkrediter till enskilda finansiella företag för att motverka allvarliga störningar i det finansiella systemet eller om synnerliga skäl föreligger (13 §).

Tabell 25.1 Föreslagna mål och befogenheter kopplade till kreditinstrument i den nya riksbankslagen

PENNINGPOLITIK (2 kap.)	
Mål	Befogenheter
Riksbankens huvudmål är att upprätthålla prisstabilitet genom varaktigt låg och stabil inflation (prisstabilitetsmålet). Riksbanken beslutar om utformningen av prisstabilitetsmålet. Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet ska Riksbanken också bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning (ta realekonomisk hänsyn).	<i>Räntestyrning- och likviditetsinstrument (4 §)</i> Riksbanken får ge kredit i svenska kronor och utländsk valuta mot betryggande säkerhet.
DET FINANSIELLA SYSTEMET (3 kap.)	
Mål	Befogenheter (krediter)
Målet för Riksbankens verksamhet enligt detta kapitel är att bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt.	<i>Betalningsavveckling (9 §)</i> Riksbanken får ge sådan kortfristig kredit i svenska kronor som behövs för att främja funktionen i dess system för betalningsavveckling. Kredit får endast ges mot betryggande säkerhet. <i>Generellt likviditetsstöd (11 §)</i> Riksbanken får, om det behövs för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige, ge kredit i svenska kronor eller utländsk valuta mot betryggande säkerhet. <i>Nödkrediter (13 §)</i> Riksbanken får i likviditetsstödande syfte ge kredit i svenska kronor eller utländsk valuta mot säkerhet till ett företag som är livskraftigt men har tillfälliga likviditetsproblem, om det behövs för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige eller om det finns andra synnerliga skäl.

Anm. Sammandrag från kommitténs författningsförslag.

25.2.2 Syften med olika centralbankskrediter

Sambandet mellan prisstabilitet och finansiell stabilitet innebär att en kredit kan påverka måluppfyllelsen avseende båda målen. För att belysa hur de kreditbefogenheter som listas i Tabell 25.1 kan skiljas med avseende på huvudsakligt syfte knyts kreditbefogenheter i svenska kronor till de fyra principiella syften som Bertsch och Molin (2016) identifierar:¹¹

1. *Främja betalningssystemets funktionssätt*: Centralbanker tillhandahåller sedan över 100 år tillbaka centrala betalningssystem med avveckling i centralbankspengar.¹² I Sverige heter det nuvarande systemet RIX. Inom ramen för RIX-systemet sker dagligen stora betalningar mellan banker och mellan Riksbanken och bankerna. Eftersom det är svårt att bedöma när ut- och inbetalningar kommer att ske under en dag kan Riksbanken, som bankernas bank, bistå med en s.k. *intradagskredit* i syfte att främja betalningssystemets funktionssätt. Det är denna typ av kredit som avses i 3 kap. 9 § i Tabell 25.1.
2. *Implementera penningpolitiken*: Riksbankens implementering av penningpolitiken ska säkerställa att den korta marknadsräntan (dagslåneräntan) ligger nära den av direktionen beslutade styrräntan (reporäntan). Det kreditinstrument som avses på första raden i Tabell 25.1 (2 kap. 4 §) består i praktiken av ett antal kreditrelaterade instrument som används i penningpolitiskt syfte:¹³
 - *Marknadsoperationer*: En centralbank erbjuder, ofta på veckobasis, krediter till styrräntan mot betryggande säkerhet till banksystemet som helhet om det finns ett s.k. strukturellt underskott på reserver. Om det efter dessa veckovisa operationer fortsatt föreligger ett underskott kan centralbanken ge krediter i dagliga s.k. finjusterade operationer.¹⁴

¹¹ Se Bertsch och Molin (2016, avsnitt 3). Liknande beskrivningar av olika syften med krediter i den egna valutan går bl.a. att finna hos Bank of Canada (2016) och Bank of England (2015). Se appendix till kapitel 22 för en beskrivning av kreditfaciliteter hos dessa samt ett antal ytterligare centralbanker.

¹² Se avsnitt 4.4.

¹³ Se avsnitt 14.5.3 för en beskrivning av hur Riksbanken bedriver s.k. räntestyrning.

¹⁴ Riksbanken införde ett nytt styrsystem den 9 oktober 2019 där finjusteringar inte längre ingår, se fördjupningsrutan i avsnitt 14.5.3.

- *Stående faciliteter*: Banker kan få kredit ”över natten” mot säkerhet. Räntan för dessa krediter är dock högre än styrräntan, vilket syftar till att de finansiella aktörerna i första hand ska ge krediter till varandra och att marknadsräntan ska ligga nära styrräntan.
3. *Motverka systemomfattande likviditetsstress*: De situationer som avses här kan beskrivas som ett marknadsmisslyckande där livskraftiga banker inte kan finansiera sin verksamhet på de finansiella marknaderna.¹⁵ En centralbank har dock möjlighet att motverka destruktiva förlopp genom att tillföra likviditet.¹⁶ Generellt likviditetsstöd i Tabell 25.1 (3 kap. 11 §) representerar denna typ av kreditfacilitet och får enligt kommitténs förslag användas för att motverka allvarliga likviditetsstörningar i det finansiella systemet.¹⁷
 4. *Motverka likviditetsstress hos enskilda banker*: När enskilda banker drabbas av likviditetsstress kan centralbanken, givet att den enskilda banken bedöms livskraftig, tillfälligt bistå med en kredit mot säkerhet. Nödkrediter i Tabell 25.1 (3 kap. 13 §) representerar denna typ av kreditfacilitet, vilken får vidtas antingen för att förhindra spridningsrisker, och därmed motverka allvarliga likviditetsstörningar i det finansiella systemet, eller då andra synnerliga skäl föreligger.¹⁸

25.2.3 Diskussion

Kommittén föreslår i den nya riksbankslagen ingen reglering beträffande de nämnda krediternas utformning avseende storlek, tidsperiod, pris (ränta) eller vilken typ av säkerheter som kan godtas i ovan nämnda kapitel i den föreslagna riksbankslagen. Det beror på att villkoren för en kredit kan behöva varieras i dessa dimensioner för att nå målen inom såväl penningpolitiken som det finansiella systemet. Det huvudsakliga syftet med en kredit framgår därför inte alltid av dess utformning.

¹⁵ Se avsnitt 7.4.

¹⁶ Se avsnitt 22.3.

¹⁷ Se avsnitt 22.7.

¹⁸ Se kapitel 23.

Riksbanken ska självständigt bedöma huvudsyftet med de krediter som den erbjuder. I det föregående avsnittet beskrivs i vilka olika huvudsakliga syften centralbankskrediter kan ges. När det gäller krediter för att främja betalningssystemets funktionssätt (punkten 1 ovan) finns det inga oklarheter om det huvudsakliga syftet då krediterna är direkt kopplade till det finansiella systemets grundläggande funktioner. I den nya riksbankslagen behandlas de därför i tredje kapitlet om det finansiella systemet.

Indelningen av krediter som ges för att implementera penningpolitiken respektive för att motverka likviditetsstress (punkterna 2–4 ovan) kan relateras till en vanligt förekommande indelning av centralbankens åtgärder i de som vidtas i normala tider respektive kristider. Att implementera penningpolitiken rör transaktioner som Riksbanken ständigt gör i normala tider. De hör därför självklart till Riksbankens normala verksamhet. Det innebär dock inte att krediterna alltid utformas på samma sätt. Som beskrivs i avsnitt 18.6 kan villkoren för krediter som ges i penningpolitiskt syfte anpassas till den situation som råder. Exempelvis kan löptiden på krediterna förlängas i syfte att, tillsammans med räntesättningen, signalera styrräntornas nivå längre fram och därigenom uppnå önskad penningpolitisk stimulans.

Det kan också noteras att även om penningpolitik företrädevis bedrivs i den inhemska valutan föreslås att Riksbanken även får ge krediter i utländsk valuta i penningpolitiskt syfte. Sådana krediter syftar till att ge en indirekt påverkan på svenska räntor som i sin tur förbättrar den penningpolitiska måluppfyllelsen. De ska dock skiljas från krediter som Riksbanken ger i utländsk valuta för att undvika en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige och därför syftar till att förhindra en finansiell kris (se vidare nedan).

Åtgärder för att motverka allvarliga finansieringsproblem bland finansiella företag aktualiseras i lägen då det finansiella systemets grundläggande funktioner hotas. En sådan situation är inte att betrakta som normal. Orsaken till den situation som uppkommit karaktäriseras ofta av ett marknadsmisslyckande då det finansiella systemet inte förmår att effektivt lösa de finansiella företagens finansiering på egen hand. Grundsynen är att finansiella företag så långt det är möjligt ska sköta sin finansiering utan centralbankens inblandning – både i inhemsk och utländsk valuta. När så inte sker kan centralbanker agera som s.k. sista låneinstans i sin egen valuta, antingen via ett generellt likviditetsstöd (punkten 3) eller genom att ge en kredit till

ett enskilt finansiellt företag (punkten 4). Det är en grundläggande uppgift för centralbanker i allmänhet. Det är vanligt att räntan på krediter i detta syfte överstiger den förväntade styrräntan under den tid krediten löper. Under normala förhållanden är bankerna sannolikt inte intresserade av lån till en ränta som ligger över den förväntade styrräntan, men när de finansiella aktörerna känner oro för att de inte själva kan lösa sin finansiering på ett effektivt sätt är de beredda att betala en högre ränta.

Grunderna för uppdelningen i huvudsakligt syfte för krediter i svenska kronor är även rimliga utgångspunkter när det gäller krediter i utländsk valuta. I kristider kan bankernas finansieringsmöjligheter i utländsk valuta snabbt försämrats. Centralbanken kan då behöva erbjuda krediter i utländsk valuta i syfte att det finansiella systemets grundläggande funktioner ska kunna upprätthållas.

Det bör noteras att det inte alltid föreligger en skarp gräns mellan normala tider och kristider utan utvecklingen kan ibland karaktäriseras av en glidande skala där ett normalläge successivt övergår till ett krisläge. Exempelvis kan en begränsad oro på interbankmarknaden leda till ökade riskpremier och därigenom hindra att den förda penningpolitiken får önskat genomslag. Kommittén anser att det lämpligt att krediter kan erbjudas inom ramen för penningpolitiken för att motverka en sådan utveckling. En sådan kreditåtgärd ska dock skiljas från situationer då stor oro på de finansiella marknaderna innebär att livskraftiga finansiella företag får problem med att finansiera sin verksamhet. När en sådan situation riskerar att hota det finansiella systemets grundläggande funktioner kan Riksbanken ge generellt likviditetsstöd genom att använda sina kreditbefogenheter inom ramen för målet att bidra till finansiell stabilitet och effektivitet.

Som nämns inledningsvis ska Riksbanken självständigt avgöra det huvudsakliga syftet med en viss åtgärd och därmed vilka förutsättningar som finns för samverkan med andra berörda myndigheter. När åtgärder som Riksbanken vidtar är nära substitut eller komplement till åtgärder som andra myndigheter kan vidta är samverkan mellan Riksbanken och andra berörda myndigheter särskilt påkallat. Riksgäldskontoret kan ge likviditetsstöd genom att emittera svenska statsobligationer och byta dem mot tillgångar som marknaden för tillfället bedömer som osäkra.¹⁹ Riksgäldskontoret kan också, i egenkap av stödmyndighet och efter godkännande av regeringen, garan-

¹⁹ Riksgäldskontoret får vidta denna åtgärd i samråd med Riksbanken.

tera livskraftiga kreditinstituts nyemitterade skulder inom ramen för avtal som ingås under s.k. garantiprogram. En statlig garanti kopplad till ett värdepapper utgivet av en bank gör att investeraren kan se papperet som en lika säker tillgång som ett statspapper. Vidare är Finansinspektionens bedömning av exempelvis företagets livskraft och systemviktighet viktig i samband med att Riksbanken överväger att ge en nödkredit.

25.3 Köp och försäljning av värdepapper

Kommittén föreslår att Riksbanken får köpa och sälja värdepapper både inom ramen för målet inom penningpolitiken och inom ramen för målet att bidra till stabilitet och effektivitet i det finansiella systemet. I detta avsnitt jämförs befogenheterna i respektive kapitel i den föreslagna riksbankslagen. Vidare diskuteras principerna för hur de kan skiljas åt.

25.3.1 Föreslagna befogenheter

I Tabell 25.2 framgår de befogenheter kommittén föreslår att Riksbanken ska ha beträffande köp och försäljning av värdepapper. Av skäl som framgår i avsnitt 18.11 skiljer kommittén på befogenheterna när det gäller statspapper respektive privata värdepapper inom ramen för penningpolitiken.

Tabell 25.2 Föreslagna befogenheter relaterade till handel med värdepapper i den nya riksbankslagen

PENNINGPOLITIK (2 kap.)	
Mål	Befogenheter
Riksbankens huvudmål är att upprätthålla prisstabilitet genom varaktigt låg och stabil inflation (prisstabilitetsmålet). Riksbanken beslutar om utformningen av prisstabilitetsmålet. Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet ska Riksbanken också bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning (ta realekonomisk hänsyn).	<i>Räntestyrnings- och likviditetsinstrument (4 §)</i> Riksbanken får, i förhållande till finansiella företag, köpa och sälja statspapper på andrahandsmarknaden. <i>Köp och försäljning av andra finansiella instrument än statspapper (5 §)</i> Riksbanken får köpa och sälja andra finansiella instrument än statspapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad, om det finns synnerliga skäl.
DET FINANSIELLA SYSTEMET (3 kap.)	
Mål	Befogenheter
Målet för Riksbankens verksamhet enligt detta kapitel är att bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt.	<i>Marknadsgarant (12 §)</i> Riksbanken får likt en marknadsgarant köpa och sälja finansiella instrument till förutbestämda priser i syfte att tillfälligt stödja systemviktiga finansiella marknadens funktionssätt, om det behövs för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige och om det finns synnerliga skäl.

Anm. Sammandrag från kommitténs författningsförslag.

25.3.2 Syften med köp och försäljning av värdepapper

Köp och försäljning av värdepapper i penningpolitiskt syfte

Det är enligt kommitténs bedömning troligt att det i framtiden kan uppkomma situationer då mer penningpolitisk stimulans behövs samtidigt som ytterligare sänkningar av styrräntan inte är möjlig. Riksbanken föreslås därför få vissa befogenheter att handla med statspapper och privata värdepapper vilket kan påverka graden av penningpolitisk stimulans.²⁰ Kommittén anser vidare att köp av privata

²⁰ Se avsnitten 18.5 och 18.11.2 (statspapper) samt avsnitten 18.8 och 18.11.3 (privata värdepapper).

värdepapper i penningpolitiskt syfte ska göras så brett som möjligt för att förhindra att emittenter av vissa finansiella instrument otillbörligt gynnas till förmån för andra.

Köp och försäljning av värdepapper i syfte att bidra till ett stabilt och effektivt finansiellt system

Kommittén har föreslagit att Riksbanken ska ha befogenhet att, om synnerliga skäl föreligger, handla med värdepapper genom att agera som s.k. marknadsgarant i syfte att stödja det finansiella systemets funktionssätt och därigenom motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet (se Tabell 25.2). En marknadsgarant är en aktör som åtar sig att på finansiella marknader handla för egen räkning genom att köpa och sälja finansiella instrument med utnyttjande av egna tillgångar till priser som fastställts av denne. Genom att ställa köp- och säljkurser bidrar marknadsgaranten till att marknaden är likvid. Marknadsgaranten tar därigenom på sig risken att göra förluster på värdepapper. Om möjligheten till snabb och billig avveckling av innehav försvåras, minskar intresset att vara marknadsgarant eftersom en sådan garant vill undvika att ha kvar stora och oönskade innehav. Så kan ske i tider av marknadsoro och då kan marknaden sluta att fungera, vilket alltså är ett marknadsmisslyckande.²¹

Enligt kommitténs förslag ska Riksbanken i finansiellt stabilitets-syfte endast agera som marknadsgarant ”i sista instans” (eng. *market maker of last resort*) liksom den agerar som ”sista låneinstans” (eng. *lender of last resort*). Riksbankens åtgärder handlar om att återställa en marknads funktionssätt genom att förbättra likviditeten på en marknad vars illikviditet utgör ett hot mot den finansiella stabiliteten. Syftet med centralbankens intervention är att den ska få s.k. katalytisk effekt så att förtroendet på marknaderna snabbt återvänder och centralbanken sedan kan lämna rollen som marknadsgarant.

Som noteras i avsnitt 22.7.5 kan Riksgäldskontoret besluta om garantiprogram kopplade till vissa nyemitterade värdepapper som ges ut av ett kreditinstitut. Det kan ha samma syfte som när Riksbanken agerar som marknadsgarant.²² Genom en sådan garanti minskar investerarens risk, vilket ökar tillgångarnas likviditet vilket i sin

²¹ Se avsnitt 22.7.5 för en utförligare beskrivning.

²² Riksbanken är kan dock även agera marknadsgarant i värdepapper som inte emitterats av kreditinstitut.

tur leder till att handeln i instrumenten fungerar bättre. Riksgäldskontorets garantibefogenhet kan därför vara ett alternativ till att Riksbanken träder in som marknadsgarant i sista instans. Eftersom Riksbanken och Riksgäldskontoret båda har instrument som kan komma i fråga när ovan nämnda problem uppkommer är samverkan av stor vikt.

25.3.3 Diskussion

Som framgår ovan skiljer sig syftena åt när det gäller köp och försäljning av värdepapper inom ramen för penningpolitiken respektive arbetet med att bidra till ett stabilt och effektivt finansiellt system. I det första fallet är det huvudsakliga syftet att påverka marknadsräntor och därmed penningpolitikens expansivitet. I det andra fallet är det huvudsakliga syftet att omedelbart åtgärda en illikvid, dysfunktionell marknad och därigenom motverka allvarliga störningar i det finansiella systemet. För att tydliggöra skillnaderna framhåller kommittén vidare att handel med värdepapper inom ramen för penningpolitiken inte ska användas för att motverka värdepappersmarknadens bristande funktionssätt.²³ På motsvarande sätt har kommittén framhållit att Riksbanken endast får agera marknadsgarant om ett marknadsmisslyckande bedöms föreligga.²⁴

En annan skillnad är att när handel med privata värdepapper vidtas i penningpolitiskt syfte ska det enligt kommittén ske så brett som möjligt för att begränsa resurs- och kreditallokerings effekter av åtgärden. Det omvända gäller när Riksbanken träder in som marknadsgarant i finansiellt stabilitets syfte. Då handlas endast den typ av privata värdepapper där ett marknadsmisslyckande bedöms föreligga.

25.4 Sammanfattande kommentarer

Som framhålls i kapitlets inledning är det inget mål i sig att göra åtskillnad mellan åtgärder i syfte att nå prisstabilitet respektive att bidra till ett stabilt och effektivt finansiellt system. Det är i stället ett *medel* för att stärka förutsättningarna för samverkan och därigenom säkerställa att samhällsekonomiskt effektiva åtgärder som förbättrar

²³ Se avsnitt 18.11.3.

²⁴ Se avsnitt 22.7.5.

stabiliteten i det finansiella systemet, speciellt i kristider, kommer till stånd.

Behovet av att motivera beslut

För en centralbank som vill vara transparent och åtnjuta en hög grad av trovärdighet, är det viktigt att motivera sina åtgärder utifrån ett tydligt syfte. Enligt förvaltningslagen (2017:900) ska myndigheter, om det inte är uppenbart obehövligt, motivera sina beslut. En sådan motivering ska innehålla uppgifter om vilka bestämmelser som har tillämpats och vilka omständigheter som har varit avgörande för Riksbankens ställningstagande.

Behovet av samverkan

Genom att skilja ut åtgärder vars huvudsakliga syfte är ett stabilt och effektivt finansiellt system, ges ett ökat utrymme för samverkan och därmed koordinering jämfört med om Riksbankens samtliga åtgärder som rör krediter och köp och försäljning av värdepapper faller inom det penningpolitiska mandatet. Att myndigheter är skyldiga att samverka med varandra framgår av en bestämmelse i förvaltningslagen. Där anges att en myndighet inom sitt verksamhetsområde ska samverka med andra (8 §).

Som framhållits i kapitlet har Riksgäldskontoret, ibland med regeringens godkännande, instrument som är nära substitut eller komplement till Riksbankens krediter respektive handel med värdepapper inom ramen för dess arbete med att bidra till finansiell stabilitet och effektivitet. Vidare är Finansinspektionens bedömning av exempelvis företagets livskraft och systemviktighet av stor betydelse i samband med att Riksbanken överväger att ge en nödkredit. En konsekvens av kommitténs ställningstagande angående samverkan är därför att Riksbanken först efter samråd (se avsnitt 24.4) med berörda myndigheter ska besluta om åtgärder vars huvudsyfte är att bidra till ett stabilt och effektivt finansiellt system.²⁵ Samråd behöver dock inte ske om det är uppenbart obehövligt eller om det finns andra synnerliga skäl för att inte samråda. Sådana synnerliga skäl kan vara att situationen är sådan att andra myndigheter inte berörs i

²⁵ Se avsnitt 24.4.

nämnavärd utsträckning, t.ex. då dess instrument inte är aktuella att använda, eller om behovet av skyndsämhet starkt talar emot samråd. När krav på skyndsämhet hindrar ett samrådsförfarande ska dock Riksbanken informera Finansinspektionen eller Riksgäldskontoret om beslutet och lämna de uppgifter som berörda myndigheter behöver för sin verksamhet.

Riksbanken fattar självständiga beslut

Avslutningsvis vill kommittén betona att Riksbanken självständigt fattar sina beslut om hur den ska använda sina befogenheter. Det säkerställer att Riksbanken vid behov snabbt kan fatta beslut att vidta åtgärder för att motverka allvarliga störningar i det finansiella systemet. Att Riksbanken ska bestämma det huvudsakliga syftet med en åtgärd ska därför inte hindra att åtgärden genomförs skyndsamt om det anses nödvändigt.

Eftersom det finns samband – i båda riktningarna – mellan prisstabilitet respektive finansiell stabilitet, kan det uppkomma situationer (gränsfall) där det huvudsakliga syftet med en åtgärd inte är uppenbart. Kommittén anser dock att eventuella svårigheter att bestämma ett huvudsakligt syfte med en åtgärd, uppvägs av fördelarna med den tydlighet och den ökade möjlighet till samverkan inom finansiell stabilitet som följer av kommitténs förslag. Därutöver säkerställs, som nämns ovan, att Riksbanken kan agera snabbt och självständigt. Den föreslagna ordningen underlättar även utvärdering och demokratiskt ansvarsutkrävande då Riksbankens åtgärder, jämfört med nuvarande lagstiftning, tydligare kopplas till dess mål för respektive verksamhetsområde.

25.5 Referenser

Bank of Canada (2016), *Bank of Canada's framework for market operations and liquidity provision*, oktober.

Bank of England (2015), *The Bank of England's Sterling Monetary Framework*, juni.

Bertsch, C. och J. Molin (2016), "Revisiting the role of central banks as liquidity providers – old and new challenges", *Penning- och valutapolitik* 2016:2, s. 89–158. Riksbanken.

Del 4:

Riksbankens internationella arbete

26 Internationellt arbete

26.1 Inledning

Sverige är en liten, öppen, ekonomi som påverkas starkt av utvecklingen i världsekonomin. Eftersom finansiella kriser snabbt sprids över geografiska gränser gynnas en liten exportberoende ekonomi som den svenska av att globala regler är tillräckligt strikta för att minska de finansiella spridningsriskerna. Globala finansmarknadsregler har karaktären av en kollektiv vara. Utan globala regler ökar risken att andra länder inför inhemska regellättnader som på kort sikt främjar den egna finansiella sektorns internationella konkurrenskraft. Om allt fler länder agerar så, ökar riskerna för global finansiell instabilitet, vilket riskerar att drabba Sverige oproportionerligt hårt. Internationellt framtagna gemensamma regelverk minskar även företagens möjligheter till regelarbitrage.

Globaliseringen och utvecklingen med banker som har dotterbolag och filialer i flera länder motiverar tätare samarbete på finansmarknadsområdet mellan regeringar, tillsynsmyndigheter, resolutionsmyndigheter och centralbanker. De lagar och regler som styr svenska banker och andra finansiella företag bygger i hög utsträckning på internationellt överenskomna standarder som tas fram av olika globala expertgrupper. Dessa standarder blir i sin tur en del av EU-rätten via EU-förordningar och EU-direktiv. Sådana internationellt överenskomna standarder tas fram av bl.a. Baselkommittén för banktillsyn där Riksbanken och Finansinspektionen är medlemmar. Baselkommittén är den primära globala standardsättaren för bankreglering. Ett annat exempel rör globala standarder för finansiella infrastrukturer som BIS¹ kommitté för betalningssystem och finansiella infrastrukturer, CPMI, gemensamt tar fram med Iosco²

¹ Med BIS avses Banken för internationell betalningsutjämning.

² Den internationella organisationen för värdepapperstillsyn.

(där medlemmarna är värdepapperstillsynsmyndigheter). Riksbanken deltar i CPMI och Finansinspektionen i Iosco. Exempel på globala standardsättare på andra områden inkluderar IASB (International Accounting Standards Board) som tar fram redovisningsregler och vars medlemmar består av oberoende privata aktörer.

Sverige har länge varit en stark anhängare av internationellt samordnad reglering på finansmarknadsområdet; både nuvarande och tidigare regeringar har betonat vikten av internationell finansmarknadsreglering.³ Riksbanken, liksom andra svenska myndigheter, har omfattande kontakter och samarbeten med myndigheter i andra länder och internationella organisationer.

I praktiken är det expertmyndigheter, i Sveriges fall Riksbanken och Finansinspektionen, som deltar i de grupper som tar fram globala standarder för bankreglering. Detta innebär en viss risk för att makt förskjuts från folkvalda politiker till experter. Samtidigt bidrar expertgruppernas arbete till att globala överenskommelser kan komma till stånd, vilket krävs för att bankreglering ska vara effektiv. Den direkta demokratiska förankringen kommer i ett relativt sent skede, när de internationella standarderna genom politiska beslut blir till lagstiftning på EU-nivå och nationell nivå. Det finns därför ett behov av att ur ett demokratiskt perspektiv informera om, och i så hög grad som möjligt, på lämplig politisk nivå förankra centrala svenska positioner som av myndigheter drivs internationellt inom EU-organ, Internationella valutafonden (IMF) och andra internationella standardsättande expertgrupper såsom Baselkommittén.

Det bör även noteras att omfattningen av svenska myndigheters deltagande i internationellt arbete inte enbart drivs av direkta svenska intressen i enskilda sakfrågor utan också utifrån en vilja att bidra till en gynnsam omvärldsutveckling. Internationell samverkan kräver därför att de svenska representanterna också engagerar sig i frågor som i första hand berör förhållanden i andra länder och som kan vara av mindre relevans för svenska förhållanden.

³ Se exempelvis Utfrågning om finansiell stabilitet 2017/18:RFR8, stenografisk utskrift från den offentliga utfrågningen med finansmarknadsminister Per Bolund (MP). Även finansminister Anders Borg (M) betonade under 2008 behovet av ett starkare internationellt regelverk (se Borås tidning, 2008).

Sverige riskerar över tid att få ett minskat inflytande i internationella sammanhang, bl.a. till följd av en krympande andel av världens BNP.⁴ Att svenska myndigheter har ett brett engagemang är viktigt för att motverka att Sveriges internationella inflytande minskar. För att Sverige ska kunna upprätthålla inflytande i internationella förhandlingar eller diskussioner behöver de svenska myndigheter som deltar ha hög kompetens och ett bra samarbete både med deltagare från andra länders myndigheter och med varandra.

Vidare finns det institutionella omständigheter att förhålla sig till. Det kan t.ex. vara så att centralbanker i en internationell grupp ges en tydlig och ibland ledande roll, samtidigt som Riksbanken inte har tilldelats motsvarande ansvar i den svenska rättsordningen. I sådana lägen kan det ur ett svenskt inflytandeperspektiv vara motiverat att Riksbanken deltar i det internationella forumet trots att Riksbanken inte har nationellt ansvar för frågorna som diskuteras. Däremot gör det behovet av samarbete med den ansvariga myndigheten ännu tydligare. Det bör även noteras att internationella organisationer i sina stadgar kan sätta vissa restriktioner på sina medlemmar om hur arbetet utförs.

I nästa avsnitt redogörs för kommittédirektiven avseende Riksbankens internationella arbete och vilka avgränsningar som har gjorts för analysen. Därefter redogörs för principiella utgångspunkter för analysen av Riksbankens roll i det internationella arbetet och hur denna roll bör utformas i relation till regeringen och dess myndigheter. Därpå följer bakgrundsbeskrivningar av det arbete som Riksbanken bedriver internationellt. Slutligen redogörs för kommitténs överväganden rörande Riksbankens internationella arbete utom IMF.

26.2 Kommitténs uppdrag

Kommittédirektiven lyfter särskilt fram behovet av att utreda Riksbankens roll i IMF. Eftersom analysen av IMF, i linje med kommitténs uppdrag enligt direktiven, är mer omfattande än analysen av Riksbankens övriga internationella arbete behandlas IMF separat i kapitel 27. I direktiven ges också kommittén i uppdrag att mer allmänt analysera hur ansvaret för Sveriges arbete i internationella

⁴ Länderna och regionerna i G20 är den mest inflytelserika landgrupperingen, och där är Sverige endast indirekt representerat genom EU.

sammanhang ska utformas och fördelas mellan regeringen, inklusive dess myndigheter, och Riksbanken.

Riksbanken deltar i ett stort antal internationella organisationer och arbetsgrupper. Under 2019 deltar Riksbanken i över 100 olika internationella samarbetsformer eller arbetsgrupper. Det är varken praktiskt möjligt eller relevant för kommittén att beskriva och analysera alla dessa. I stället har kommittén valt att fördjupa analysen av de internationella grupper som kommittén bedömer som mest relevanta avseende frågan om ansvarsfördelning och samarbete mellan regeringen (inklusive dess myndigheter) och Riksbanken.

Riksbanken beskriver i sin årsredovisning det mest centrala internationella arbetet som det som sker inom ramen för Baselkommittén, kommittén för betalningar och finansiell infrastruktur (CPMI), IMF och olika EU-organ såsom Europeiska centralbankssystemet (ECBS), Europeiska systemrisknämnden (ESRB), Europeiska bankmyndigheten (EBA) och Ekonomiska och finansiella kommittén (EFK). Riksbanken har dessutom ett omfattande samarbete med andra centralbanker, bl.a. inom ECBS. Riksbankens samarbeten inom ramen för ECBS följer av Sveriges medlemskap i EU och behandlas inte vidare i detta kapitel. Kommittén har valt att inrikta analysen på följande organisationer och grupper:

- IMF (se kapitel 27)
- Banken för internationell betalningsutjämning (BIS)
- Baselkommittén för banktillsyn, det globala rådet för finansiell stabilitet (FSB), samt övriga kommittéer som får stöd från BIS (däribland CPMI)
- Europeiska systemrisknämnden (ESRB)
- övriga EU-samarbeten: Europeiska banktillsynsmyndigheten (EBA) och Ekonomiska och finansiella kommittén (EFK).

I de följande avsnitten (26.4–26.8) ges bakgrundsbeskrivningar som ligger till grund för de bedömningar och förslag rörande Riksbankens internationella arbete som redovisas i avsnitt 26.9.

26.3 Några utgångspunkter för Riksbankens internationella arbete

För att kunna utföra sina uppgifter på bästa sätt är det naturligt att Riksbanken deltar i relevanta internationella sammanhang som rör dessa uppgifter. Sådant deltagande bidrar därmed till möjligheterna för Riksbanken att uppfylla sina uppdrag. Inom dessa områden kan det också förutsättas att Riksbanken har specialistkompetens och en komparativ fördel att representera Sverige. På motsvarande sätt är det naturligt att t.ex. Finansinspektionen deltar i relevanta internationella sammanhang som berör dess uppgifter inom mikro- och makrotillsyn. Inom ramen för sina uppgifter kan Finansinspektionen förväntas ha specialistkompetens och bäst kunna representera Sverige.

Riksbankslagen

I gällande rätt regleras Riksbankens roll i internationella sammanhang i huvudsak av vissa bestämmelser i 7 kap. riksbankslagen. Riksbanken får verka som förbindelseorgan i förhållande till de internationella finansorgan som Sverige är medlem i (7 kap. 6 §). Bestämmelsen har utformats med hänsyn till att även regeringen och eventuellt andra myndigheter kan företräda Sverige i dessa sammanhang (prop. 1986/87:143, s. 68).

Vidare finns i 7 kap. 4 § riksbankslagen bestämmelser om Riksbankens kreditgivning till, och upptagande av lån från, internationella finansorgan. Paragrafen innehåller en bestämmelse om befogenheter som inte kräver riksdagens medgivande (första stycket). Utan ett sådant medgivande får Riksbanken ta upp utländsk kredit och kredit i utländsk valuta, bevilja kredit till annan centralbank, bevilja kredit inom ramen för BIS samt för EU:s system för medelfristigt finansiellt stöd. Riksdagens medgivande krävs dock för avtal med andra organ än BIS (andra stycket), tillskjutande av insatskapital i IMF (tredje stycket) och finansiering av viss annan verksamhet inom IMF (fjärde stycket).

I riksbankslagen finns inga särskilda regler som berör Riksbankens arbete med policyfrågor i t.ex. Baselkommittén eller ESRB.

Regeringsformens bestämmelser om finansmakten och internationella förhållanden

Vid bedömningen av hur Riksbankens internationella arbete bör bedrivas i framtiden och Riksbankens samverkan med riksdagen och regeringen, behöver hänsyn tas till regeringsformens bestämmelser om finansmakten (9 kap.) och om internationella förhållanden (10 kap.). I avsnitt 11.5 görs en genomgång av riksdagens, regeringens och förvaltningsmyndigheters befogenheter att ingå internationella överenskommelser för Sveriges räkning.

Utgångspunkten enligt regeringsformen är att regeringen ansvarar för utrikespolitiken (se vidare avsnitt 11.5.1). Vid sidan om detta ansvar samarbetar svenska förvaltningsmyndigheter med utländska myndigheter i sådan verksamhet som delegerats till dem. Riksbanken har exempelvis ett löpande samarbete och informationsutbyte med andra centralbanker i Norden och Baltikum. Enligt regeringsformen har Riksbanken givits ansvar för penningpolitiken (9 kap. 13 §). Riksbanken har också i riksbankslagen uttryckligen tilldelats vissa ytterligare uppgifter, såsom rollen att vara förbindelseorgan i förhållande till IMF. Vissa av de åtaganden som Riksbanken får göra förutsätter dock godkännande av riksdagen.

Bestämmelserna i regeringsformen är tillämpliga på internationella överenskommelser av offentligrättslig karaktär som ingås av Riksbanken (se vidare avsnitt 11.5.4). Varken Riksbankens valutaåterköpsavtal eller de globala standarder som Riksbanken är med och utvecklar inom Baselkommittén utgör internationella överenskommelser i regeringsformens mening. Detta faktum utesluter dock inte att det i den nya riksbankslagen tas in begränsningar av Riksbankens befogenheter att ingå vissa typer av avtal när så bedöms lämpligt, som t.ex. det nu gällande kravet på riksdagens godkännande för vissa avtal med IMF.

En del av Riksbankens internationella verksamhet kan komma att påverka storleken på statens inkomster och utgifter och därmed statens lånebehov, budgetsaldo och finansiella sparande. Dit hör exempelvis intäkter och kostnader till följd av finansiering av IMF (som påverkar Riksbankens resultat och därmed i förlängningen påverkar det eventuella överskott som Riksbanken kan leverera in till inkomstsidan av statens budget). Vid bedömningen av vilken handlingsfrihet Riksbanken ska ha måste det beaktas att det är riksdagen

som har finansmakten och bestämmer hur statens medel ska användas (1 kap. 4 § regeringsformen). Hänsyn behöver emellertid också tas till att Riksbankens verksamhet i vissa avseenden skiljer sig från andra statliga myndigheters. Riksbanken har exempelvis en egen balansräkning skild från den övriga statens.

Instruktionsförbudet enligt EU-rätten

Kommittén gör i kapitel 12 bedömningen att det unionsrättsliga kravet på oberoende, i termer av instruktionsförbud, endast gäller ECBS-relaterade uppgifter. En centralbank får därutöver tilldelas andra uppgifter som är förenliga med unionsrätten.

Kommittén bedömer vidare i kapitel 12 att fördraget inte kräver att instruktionsförbudet ska gälla för sådana nationella centralbanksuppgifter som Riksbanken, vid sidan om fördraget, tilldelas i syfte att främja den finansiella stabiliteten eller som avser Riksbankens roll i internationella organ (som inte ägnar sig åt penningpolitik eller övriga ECBS-relaterade grundläggande uppgifter). För de uppgifter som Riksbanken tilldelas och som inte omfattas av det unionsrättsliga instruktionsförbudet får arbetet i överensstämmelse med svensk rätt (bl.a. 12 kap. 2 § regeringsformen) koordineras med andra involverade myndigheter i den omfattning som bedöms lämplig, och med beaktande av behovet av demokratisk förankring.

26.4 Banken för internationell betalningsutjämnings (BIS)

Banken för internationell betalningsutjämnings (Bank for International Settlements, BIS) är ett samarbetsorgan för centralbanker. BIS bildades 1930 med avsikt att bl.a. reglera krigsskadestånd mellan medlemsländerna efter första världskriget.

BIS främsta uppgift är numera att främja internationellt monetärt och finansiellt samarbete. BIS fungerar som ett diskussionsforum för centralbanker och det hålls regelbundna möten både på centralbankschefsnivå och tjänstemannanivå i BIS lokaler i Basel, Schweiz. BIS ger även stöd till ett antal kommittéer och grupper som arbetar som globala standardsättare, däribland Baselkommittén för banktillsyn och det globala rådet för finansiell stabilitet (Financial Stability

Board, FSB). Stödet ges bl.a. i form av att BIS tillhandahåller sekretariat till dem.

BIS förvaltar även finansiella medel för enskilda centralbankers räkning och kan vid behov förmedla och i vissa fall bidra med egna finansiella resurser i internationella stödinsatser.⁵

26.4.1 BIS ägare och organisation

BIS är ett aktiebolag hemmahörande i Schweiz och ägs av 60 centralbanker, vars länder totalt står för omkring 95 procent av världens BNP. Bland BIS ägare finns Riksbanken och samtliga övriga centralbanker i Norden och Baltikum.

BIS viktigaste beslutande organ är dess styrelse. Årsmötet antar årsräkenskaper och beslutar om styrelsens ansvarsfrihet, men utöver det tas alla strategiska beslut av styrelsen. Styrelsen kan bestå av upp till 18 ledamöter och beslut tas i regel med enkel majoritet, med en röst per ledamot. Grundarländerna Belgien, Frankrike, Italien, Storbritannien, Tyskland och USA är garanterade var sin plats i styrelsen.⁶ Utöver det kan upp till elva ytterligare styrelsemedlemmar väljas.⁷ Nuvarande riksbankschef är en av de valda styrelsemedlemmarna och Riksbanken har, frånsett några kortare perioder, varit representerad i styrelsen ända sedan 1931. Det finns dock ingen garanti för att någon företrädare för Riksbanken även framgent blir invald i BIS styrelse. Riksbanken äger 17 224 aktier i BIS, vilket ger en röstandel om 2,9 procent vid BIS årsmöte.⁸

⁵ Riksbankens hemsida (www.riksbank.se/sv/om-riksbanken/riksbankens-uppdrag/internationellt-arbete/bis/).

⁶ Utöver det utser de sex grundarländerna ytterligare en styrelseledamot från ett av dessa länder. Alltså innehar de sex grundarländerna sju styrelseplatser.

⁷ BIS stadgar (2016), reviderad artikel 27 trädde i kraft i januari 2019. Innan revideringen fanns endast nio valbara styrelseplatser.

⁸ Riksbankens hemsida (www.riksbank.se/sv/om-riksbanken/riksbankens-uppdrag/internationellt-arbete/bis/).

26.4.2 Riksbankens finansiella avtal med BIS

Riksbanken ingick efter finanskrisens utbrott 2008 ett s.k. inlåningsavtal med BIS, vilket ger Riksbanken möjlighet att låna utländsk valuta av BIS.⁹

Av Riksbankens aktieinnehav i BIS är 25 procent av det nominella värdet inbetalt. Riksbanken har ett åtagande att inom tre månader efter anfordran från BIS betala återstående 75 procent av det nominella värdet av sitt aktieinnehav i BIS. Det åtagandet uppgick vid utgången av 2018 till ett värde av 797 miljoner kronor.¹⁰

26.5 Baselkommittén för banktillsyn

Baselkommittén är den globala standardsättaren för bankreglering, med fokus på internationellt aktiva banker. För sådana banker utvecklar den standarder för kapital- och likviditetskrav. Kommittén tar också fram riktlinjer för god banktillsyn. Baselkommitténs mandat är enligt dess stadgar att förstärka reglering, tillsyn och att påverka hur banker agerar världen över i syfte att förbättra finansiell stabilitet.¹¹ Baselkommittén har ingen formell övernationell befogenhet, och dess beslut har ingen legal kraft. Baselkommittén är inte någon juridisk person utan ett nätverk bestående av centralbanker och tillsynsmyndigheter som har bestämt sig för att träffas regelbundet för att diskutera reglerings- och tillsynsfrågor.¹² I praktiken får dock kommitténs standarder och överenskommelser stort genomslag världen över. De har implementerats, på delvis olika sätt, i över 100 jurisdiktioner.¹³

Det bör inledningsvis betonas att Baselkommitténs medlemmar är experter från centralbanker och tillsynsmyndigheter, och inte politiskt valda. Baselkommittén är således en expertgrupp och både Finansinspektionen och Riksbanken behandlar den som en sådan, i be-

⁹ Riksbanken ingick 2008 ett s.k. inlåningsavtal med BIS med innebörden att Riksbanken får låna utländsk valuta av BIS (dels som oförbindande kreditförklaring, dels som valutaåterköpsavtal när den utländska valutan som erhålls från BIS byts mot värdepapper). Vid varje tillfälle krävs ett godkännande av BIS. Avtalen har förnyats flera gånger, vilket redovisas i Riksbankens årsredovisningar under rubriken inlåningsavtal. Se exempelvis Riksbankens Årsredovisning för 2017, Riksbanken (2018), not 38 (inom linjen förda poster), s. 91.

¹⁰ Riksbanken (2019), s. 96.

¹¹ Baselkommitténs stadgar (2018), avsnitt 1.

¹² Niemeyer (2016), s. 58.

¹³ Quaglia (2015), s. 7.

märkelsen att de inte har någon formell process för avstämning av positioner med sin respektive huvudman.

Baselkommitténs standarder blir som regel svensk rätt via EU-rättsakter, genom att EU-kommissionen föreslår nya EU-direktiv och förordningar baserat på Baselkommitténs standarder och överenskommelser. För att det ska bli ny EU-rättsakt måste Europaparlamentet och rådet godkänna förslaget. Direktiven tas därefter in i svensk lag, eller någon annan svensk författning. EU:s förordningar är direkt verkande i alla EU:s medlemsländer.

26.5.1 Organisation och beslutsprocess

Baselkommitténs medlemmar är centralbanker och tillsynsmyndigheter. I Baselkommitténs övervakningsorgan, GHOS (Governors and Heads of Supervision), deltar medlemsländernas centralbankschefer och i förekommande fall chefen för tillsynsmyndigheten. Baselkommittén leds av en ordförande som väljs bland GHOS medlemmar för en period av tre år, med ett möjligt omval. Hittills har sedan kommittén bildades 1974 samtliga ordföranden för Baselkommittén varit centralbanksföreträdare, men detta är praxis och regleras inte i kommitténs stadgar. Sveriges riksbankschef, Stefan Ingves, var ordförande för Baselkommittén under perioden juli 2011–mars 2019.

Baselkommittén har ett sekretariat som tillhandahålls av BIS och i huvudsak bemannas av personal som tillfälligt lånas ut av medlemmarna. En stor del av Baselkommitténs arbete sker i arbetsgrupper som bemannas av medlemmarna. Både Finansinspektionen och Riksbanken deltar i flera arbetsgrupper.

När Baselkommittén har tagit fram utkast på nya standarder eller riktlinjer skickas detta på offentlig konsultation varvid banker, intresseorganisationer och myndigheter ges möjlighet att lämna kommentarer på utkastet.¹⁴ Inkomna konsultationssvar publiceras vanligen på Baselkommitténs hemsida (ifall inte den svarande ber om att så inte ska ske). Baselkommitténs egna medlemmar och dess observatörer svarar inte på konsultationerna eftersom de har varit med om

¹⁴ Även riktlinjer och "sound practices" skickas normalt på publik konsultation men det är till skillnad från standarderna inte obligatoriskt. Se Baselkommitténs stadgar (2018), paragraf 17.

att ta fram utkastet.¹⁵ Medlemmarnas och observatörernas synpunkter blir därmed inte offentliga.

När konsultationssvaren har sammanställts och begrundats fattas besluten efter ytterligare diskussioner i Baselkommittén. I större frågor sanktioneras kommitténs beslut av GHOS. I de känsligaste frågorna, om t.ex. kapitalkrav, fattas besluten i praktiken av GHOS, efter beredning i Baselkommittén och dess undergrupper, även om det formellt är Baselkommittén som är beslutsorgan.¹⁶

Det sker ingen röstning, utan alla beslut fattas med konsensus. Det innebär således att alla medlemmarna måste kunna acceptera en överenskommelse för att den ska kunna ingås. I praktiken finns en stor vilja att nå en överenskommelse och därmed en stor kompromissvilja, varför det är ytterst ovanligt att ett land blockerar en överenskommelse.¹⁷

26.5.2 Medlemmar

Baselkommitténs medlemmar utgörs av centralbanker och tillsynsmyndigheter från G20-länderna¹⁸, Beneluxländerna¹⁹ samt Spanien, Sverige och Schweiz. År 2014 blev även ECB och den europeiska gemensamma tillsynsmekanismen SSM medlemmar.²⁰ Kommittén har 2019 45 medlemmar som är centralbanker och, i förekommande fall, banktillsynsmyndigheter från 28 jurisdiktioner. Anledningen till att vissa jurisdiktioner har två platser i stället för en beror på att banktillsynen inte ligger på centralbanken utan på en separat tillsynsmyndighet. Det finns inget land i Baselkommittén där endast tillsynsmyndigheten (och alltså inte även centralbanken) deltar. Som observatörer i kommitténs arbete deltar bl.a. även EU-kommissionen, EBA, BIS och IMF.

¹⁵ Quaglia (2015), s. 13.

¹⁶ Niemeyer (2016), s. 59.

¹⁷ Ibid.

¹⁸ G20 består av Argentina, Australien, Brasilien, Kanada, Kina, Frankrike, Tyskland, Indien, Indonesien, Italien, Japan, Mexiko, Ryssland, Saudiarabien, Sydafrika, Sydkorea, Turkiet, Storbritannien, USA och EU.

¹⁹ Beneluxländerna är Belgien, Nederländerna och Luxemburg.

²⁰ SSM (Single Supervisory Mechanism) är systemet för banktillsyn i Europa. Det består av ECB och de nationella tillsynsmyndigheterna i de deltagande länderna.

Av Baselkommitténs stadgar framgår att medlemskap och observatörsstatus ses över periodiskt. Enligt stadgarna kan dock endast centralbanker och tillsynsmyndigheter vara medlemmar i Baselkommittén. Vid överväganden om att ta in nya medlemmar eller observatörer ska hänsyn tas till hur stor vikt det nationella banksystemet har för den internationella finansiella stabiliteten. Kommittén lämnar sedan rekommendationer till GHOS, som i sin tur beslutar om medlemskap i Baselkommittén.²¹ Det är även GHOS som har mandat att besluta om eventuella ändringar i stadgan.²²

Medlemmarnas åtaganden

De tillsynsmyndigheter och centralbanker som är medlemmar i Baselkommittén åtar sig enligt stadgarna bl.a. att:

- arbeta för att uppnå Baselkommitténs mandat
- främja finansiell stabilitet
- aktivt bidra i framtagandet av Baselkommitténs standarder och riktlinjer
- verka för att implementera och använda Baselkommitténs standarder i sina jurisdiktioner, inom överenskomna tidsramar
- delta i utvärderingar av hur överenskommelserna faktiskt efterlevs nationellt (s.k. RCAP eller Regulatory Consistency Assessment Program)
- främja global finansiell stabilitet och inte bara tillvarata nationella intressen.²³

26.5.3 Standarder, riktlinjer och god praxis

Baselkommittén kommer överens om standarder, riktlinjer och principer (eng. *guidelines*) och god praxis (eng. *sound practices*). Standarderna utgör minimikrav och medlemmarna förbinder sig att verka

²¹ Baselkommitténs stadgar (2018), avsnitt 4.

²² Ibid., avsnitt 6a.

²³ Ibid., avsnitt 5, punkterna a–g.

för att de implementeras i sina hemländer. Standarderna (Basel I, II och III) utgörs bl.a. av kapitaltäckningsregler för internationellt aktiva banker och har blivit alltmer detaljerade över tid.²⁴ Riktlinjerna och principerna är inte lika bindande som standarderna, men tanken är ändå att de ska bli normgivande för medlemmarna. Baselkommittén utvecklar också dokument som ska fungera som god praxis kring hur tillsynsmyndigheter och banker bör bedriva sitt arbete. Detta är därmed den mjukaste formen av vägledning till banker och tillsynsmyndigheter.²⁵

År 1997 publicerade kommittén även ”principer för effektiv banktillsyn” (eng. *Core Principles for Effective Banking Supervision*). Dessa principer har uppdaterats över tid. FSB har inkluderat dem i sin lista över nyckelstandarder för en sund finanssektor och de ingår även i IMF:s utvärderingar av länders finansiella sektorer.²⁶

De överenskomna standarderna anger miniminivåer, med möjlighet för de jurisdiktioner som så önskar att ställa högre krav på bankerna. Om ett land däremot väljer att införa lägre krav än standarden kritiserar landet i de utvärderingar som Baselkommittén genomför och publicerar. Om ett land inte följer riktlinjerna eller god praxis föranleder det dock inte någon offentlig kritik i dessa rapporter.

26.5.4 Politisk vägledning

Under och efter den globala finanskrisen har internationella standardsättande organ, däribland Baselkommittén, kommit överens om ett stort antal nya standarder för finansmarknaderna. Baselkommittén får normalt sitt uppdrag att arbeta fram nya standarder från GHOS, som godkänner Baselkommitténs arbetsprogram. Ibland har Baselkommittén även fått politisk vägledning på övergripande nivå från stats- och regeringscheferna i G20. Så var fallet när Baselkommittén efter finanskrisens utbrott beslutade om den s.k. Basel III-överenskommelsen. År 2009 antog G20-ledarna en deklaration där de uppmanade Baselkommittén att ”se över minimikapitaltäckningsnivåer och ta fram rekommendationer under 2010” och ”att utveckla och komma överens om ett globalt ramverk för att främja starkare

²⁴ Quaglia (2015), s. 7.

²⁵ Niemeyer (2016), s. 58.

²⁶ Quaglia (2015), s. 7.

likviditetsbuffertar hos finansiella institut, inklusive gränsöverskridande institut.²⁷

G20-ledarna har även på ett övergripande plan uttryckt stöd för Basel III-överenskommelsen och åtagit sig att dess medlemmar ska implementera överenskommelserna inom den tidsram som kommittén hade kommit överens om.²⁸ G20 får löpande rapporter från Baselkommittén rörande genomförandet av Basel III-överenskommelsen.²⁹

Vidare har på EU-nivå även ministerrådet i juni 2019 understrukt vikten av att etablera ett gemensamt europeiskt regelverk av harmoniserade regler som är direkt tillämpliga på alla finansinstitut som är aktiva på den inre marknaden (prop. 2013/14:228, s. 111).

26.5.5 Inflytande över lagstiftningen

Inget land, inte heller de som har representanter i Baselkommittén, är juridiskt bundet att implementera de standarder som experterna inom Baselkommittén kommer överens om, och lagstiftarna deltar inte i Baselkommitténs diskussioner. Ändå implementeras standarderna ofta av de som har befogenhet att stifta lagar. Det finns även länder som inte har några representanter i Baselkommittén, och därmed inte har något inflytande över dess överenskommelser, men som ändå väljer att implementera Baselkommitténs standarder. Det finns flera skäl till att Baselkommitténs överenskommelser i praktiken blir normgivande.

Bankkriser medför stora samhällsekonomiska kostnader. Internationellt aktiva banker påverkar inte bara samhällsekonomin i hemlandet utan även globalt. Det finns därför en stark politisk vilja att få till stånd globala överenskommelser om bl.a. miniminivåer för bankers skyddsbuffertar i form av kapitaltäckningsnivåer. Det är dock inte lätt att enas om krav som kan vara kostsamma för enskilda länders banker.

Troligen förenklas diskussionerna kring nya regelverk av att Baselkommittén består av just expertmyndigheter och inte av politiska företrädare. Det kan göra det lättare att komma överens om beslut som gynnar den globala finansiella stabiliteten men som (i vart

²⁷ G20 (2009), avsnitt "prudential regulation".

²⁸ G20 (2010), paragraf 29.

²⁹ Se t.ex. Basel Committee on Banking Supervision (2018).

fall på kort sikt) inte nödvändigtvis gynnar enskilda länder. Det demokratiska underskottet som uppkommer genom att så viktiga och starkt normerande överenskommelser träffas i en expertgrupp som Baselkommittén kan därmed delvis vara ett svar på ett politiskt misslyckande. Det misslyckandet består i att varje enskilt land i sin bankreglering inte tillräckligt beaktar spridningseffekter från bankkriser till andra länder. Ur det enskilda landets perspektiv kan det vara optimalt att ha mindre strikta regler för det egna banksystemet, givet att andra länder har en strikt reglering. Detta kan ses som en form av fångarnas dilemma (eng. *prisoner's dilemma*). Stark fokusering på nationella perspektiv riskerar att leda till för svag bankreglering globalt sett. Globala överenskommelser om miniminivåer för bankreglering är en lösning på detta problem. Som en liten öppen ekonomi ligger det extra mycket i Sveriges intresse att de globala standarderna inte urvattnas.

Baselkommittén har bedömts vara användbar av det politiska systemet. Det visas exempelvis av att G20 gav Baselkommittén i uppdrag att komma överens om striktare bankreglering efter den globala finanskrisen. Det visas även av att så många länder och regioner väljer att lagstifta i enlighet med Baselkommitténs standarder, trots att de inte är juridiskt bundna att göra det. Samtidigt finns ett demokratiskt underskott i att så i praktiken bindande överenskommelser fattas av expertorgan som Baselkommittén. Bland annat EU-företrädare har framfört kritik mot detta.

26.5.6 EU och Baselkommittén

EU-kommissionen, som är den institution som har mandat att lägga fram förslag på lagstiftning inom EU, kan enligt Baselkommitténs stadgar inte bli medlem men deltar som observatör. Medlagstiftarna Europaparlamentet och Rådet har ingen plats i Baselkommittén. Det bör noteras att ingen av Baselkommitténs medlemmar har befogenhet att stifta lagar. På det sättet är EU-kommissionens deltagande som observatör unikt. Det sker inte någon formell EU-samordning inför Baselkommitténs möten, men Ekonomiska och finansiella kommittén (EFK) diskuterar ibland frågorna. Diskussioner förs ibland även i EU-kommissionens expertgrupp för banker, betalningar och försäkringar.

Europaparlamentets resolution om Basel III, Politisk policyvägledning i november 2016

I november 2016 antog Europaparlamentet en resolution om sin syn på färdigställandet av den s.k. Basel III-överenskommelsen.³⁰ I resolutionen betonas att det pågående arbetet i Baselkommittén ska respektera den princip som Baselkommitténs högsta beslutande organ GHOS har beslutat; nämligen att inte signifikant öka övergripande kapitaltäckningskrav på global nivå, samtidigt som den övergripande finansiella styrkan hos europeiska banker ska stärkas. Europaparlamentet erinrar också i resolutionen om principen om en rättvis global spelplan, och att inte otillbörligt straffa den europeiska bankmodellen. Europaparlamentet uppmanade Baselkommittén att revidera sitt förslag i linje med principerna. Europaparlamentet uppmanade också ECB och SSM att bl.a. förvissa sig om att dessa principer efterlevs. Resolutionen innehöll också uppmaningar till EU-kommissionen. Slutligen betonade Europaparlamentet att detta var avgörande för att parlamentet, som medlagstiftare inom EU, senare skulle faktiskt kunna införa de överenskomna standarderna i europeisk rätt.

26.5.7 Svensk samordning inför Baselkommitténs möten

Inför mötena i Baselkommittén arbetar tjänstemännen på Finansinspektionen och Riksbanken tillsammans med att ta fram gemensamma underlag. I underlaget framgår eventuella åsiktsskillnader mellan myndigheterna. Dessa arbetsformer är inte reglerade. Ingen av myndigheterna har någon formell avstämningsprocess med regeringen eller riksdagen rörande vilka ståndpunkter som respektive myndighet ska driva i Baselkommittén. Varken regeringen eller riksdagen har därmed något direkt inflytande över de ståndpunkter som expertmyndigheterna framför i dessa sammanhang. Så vitt kommittén känner till har andra medlemmar i Baselkommittén inte heller någon reglerad avstämning med sin respektive regering kring den position de intar i Baselkommitténs diskussioner.

Under framtagandet av Basel III-överenskommelsen framförde Finansinspektionen och Riksbanken i vissa fall olika uppfattningar i kapitaltäckningsfrågor, särskilt vad gällde utformningen av ett icke-

³⁰ Europaparlamentet (2016).

riskbaserat kapitalkrav. Detta faktum motiverar en djupare analys av samarbetsformerna inom just Baselkommittén (se avsnitt 26.9.2).

26.6 Andra kommittéer och internationella grupper som BIS stödjer

26.6.1 CGFS, CPMI och MC

Utöver Baselkommittén deltar Riksbanken bl.a. även i:

- Kommittén för det globala finansiella systemet (CGFS),
- Kommittén för betalningar och finansiell infrastruktur (CPMI), samt
- Marknadskommittén (MC).

CPMI liknar Baselkommittén i och med att den tillsammans med Iosco kommer överens om globala standarder, fast för betalningssystem och andra finansiella infrastrukturer.³¹

Dessa tre kommittéer har endast centralbanker som medlemmar.

26.6.2 Rådet för finansiell stabilitet (FSB)

Rådet för finansiell stabilitet har etablerats av G20 med uppgift att verka för global finansiell stabilitet genom att koordinera framtagandet av nya finansiella regelverk. Likt Baselkommitténs standarder är FSB:s riktlinjer inte legalt bindande men starkt normgivande internationellt. FSB har bl.a. utvecklat ett krav som syftar till att stärka bankernas totala förlustabsorberande kapacitet (eng. *total loss-absorbing capacity*, TLAC), vilket EU-kommissionen har ställt sig bakom.

FSB är en internationell sammanslutning av G20-länderna (finansministerier, centralbanker och tillsynsmyndigheter) samt ECB, EU-kommissionen, Baselkommittén och IMF. Sverige representeras

³¹ Till skillnad från i Baselkommittén tas de globala standarderna för finansiella infrastrukturer fram av CPMI och Iosco tillsammans, men utan att en gemensam kommitté formas. I stället har de två organen satt upp gemensamma arbetsgrupper som tar fram förslag till standarder som organisationerna därefter kommer överens om inom det gemensamma forumet CPMI-Iosco Steering Group. När CPMI och Iosco har kommit överens om en standard ska den därefter godkännas enligt motsvarande process som Baselkommitténs standarder. CPMI-Iosco arbetar även gemensamt med uppföljning av att deras globala standarder blir genomförda i de deltagande jurisdiktionerna.

indirekt genom EU. Baselkommittén representeras i FSB av sin ordförande, vilket således innebär att riksbankschefen Stefan Ingves under perioden 2011–2019 har deltagit vid mötena i egenskap av Baselkommitténs ordförande.

Varken Sverige eller några svenska myndigheter är medlemmar i FSB. Däremot har FSB regionala konsultationsgrupper för att diskutera gemensamma frågor och olika förslag från FSB. Sverige deltar i den europeiska konsultationsgruppen och representeras där av Finansdepartementet, Finansinspektionen och Riksbanken. För perioden 2019–2021 har vice riksbankschefen Henry Ohlsson utsetts till en av två ordföranden i denna regionala grupp. Dessutom deltar Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgäldskontoret i vissa av FSB:s undergrupper på speciell inbjudan.

26.7 Europeiska systemrisknämnden (ESRB)

Efter den senaste globala finanskrisen har samarbetet kring makrotillsyn formaliserats på europeisk nivå. År 2010 antog Europaparlamentet och rådet förordningen om Europeiska systemrisknämnden (European Systemic Risk Board, ESRB).³² Enligt den s.k. ESRB-förordningen är ESRB:s syfte att bidra till att förhindra eller minska risker för stabiliteten i det finansiella systemet. ESRB ska bl.a. lämna varningar och rekommendationer när den identifierar hot mot den finansiella stabiliteten inom EU. ESRB ansvarar dock inte för makrotillsynsbeslut, vilket i stället ligger på nationell nivå (och för länderna i bankunionen delvis på SSM). ESRB har i praktiken också kommit att få något av en standardiserande roll vad gäller makrotillsynen av det finansiella systemet i EU.

Det är inte EU-länderna som är medlemmar i ESRB, utan EU-ländernas nationella centralbanker och tillsynsmyndigheter, i Sveriges fall Riksbanken och Finansinspektionen. Enligt ESRB-förordningen har centralbankerna rösträtt medan tillsynsmyndigheterna deltar utan rösträtt, oavsett om de har nationellt ansvar för makrotillsyn eller inte.³³ Vidare ställer ESRB-förordningen krav på bl.a. oberoende och det finns ett instruktionsförbud för medlemmarna. Det är för svensk

³² Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1092/2010 av den 24 november 2010 om makrotillsyn av det finansiella systemet på EU-nivå och om inrättande av en europeisk systemrisknämnd.

³³ Artikel 6 i ESRB-förordningen.

del därmed inte möjligt att ändra vare sig vilken myndighet som innehar rösträtten i ESRB eller att ställa krav på samordning av Riksbankens och Finansinspektionens positioner i ESRB-arbetet. Inför möten på högre nivåer i ESRB tar tjänstemännen på Riksbanken och Finansinspektionen dock fram gemensamma underlag. I de underlagen framgår eventuella åsiktsskillnader mellan myndigheterna.

I mars 2019 nådde Rådet och EU-parlamentet en preliminär överenskommelse om revidering av ESRB-förordningen som bl.a. innebär att en mer flexibel rösträtt införs som kan anpassas efter nationella ansvarsförhållanden vad gäller makrotillsyn.³⁴ Den flexibla rösträtten innebär att i de fall en medlemsstats centralbank inte har ansvar för makrotillsynen (såsom den definieras i direktiv 2013/36 [kapitalkravsdirektivet] och förordning 575/2013 [tillsynsförordningen]), kan medlemsstaten om den så önskar nominera en högnivå-representant från den nationella myndighet som har dessa uppgifter till röstande medlem i ESRB:s styrelse. Centralbanken deltar i så fall som icke-röstande medlem.

Överenskommelsen väntas antas formellt i december 2019. Om denna förändring genomförs är det möjligt att utse Finansinspektionen, i egenskap av makrotillsynsmyndighet, som den svenska myndigheten med rösträtt i ESRB.

26.8 Övrigt EU-samarbete: EBA och EFK

26.8.1 Europeiska bankmyndigheten (EBA)

Även samarbetet kring s.k. mikrotillsyn har formaliserats på europeisk nivå efter finanskrisen. År 2010 antog Europaparlamentet och rådet förordningarna som etablerade de tre europeiska tillsynsmyndigheterna Europeiska bankmyndigheten (European Banking Authority, EBA)³⁵, Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (European Securities and Markets Authority, Esma)³⁶ och Europeiska för-

³⁴ Europeiska unionens råd (2019).

³⁵ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1093/2010 av den 24 november 2010 om inrättande av en europeisk tillsynsmyndighet (Europeiska bankmyndigheten), om ändring av beslut nr 716/2009/EG och om upphävande av kommissionens beslut 2009/78/EG.

³⁶ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1095/2010 av den 24 november 2010 om inrättande av en europeisk tillsynsmyndighet (Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten), om ändring av beslut nr 716/2009/EG och om upphävande av kommissionens beslut 2009/77/EG.

säkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (European Insurance and Occupational Pension Authority, Eiopa)³⁷.

Riksbanken är inte medlem i Esmå eller Eiopa men deltar utan rösträtt i EBA:s styrelse. Däremot är Finansinspektionen medlem och deltar med rösträtt i EBA. EBA:s främsta uppgift är att bidra till upprättandet av harmoniserade regler för bankverksamhet i Europa, bl.a. genom att anta bindande tekniska standarder och riktlinjer. Den förordning som styr EBA har liknande regler om oberoende som ESRB-förordningen.³⁸ Likt vad som gäller för ESRB finns ett instruktionsförbud. Det är därmed inte möjligt att ställa krav på att de svenska myndigheterna som deltar i EBA beslutar om svenska positioner i samråd med regeringen eller med varandra. Inför mötena i EBA:s styrelse deltar dock Riksbanken på Finansinspektionens beredningsmöte. Riksbanken informerar även Finansinspektionen om sina ståndpunkter.

26.8.2 Ekonomiska och finansiella kommittén (EFK)

Riksbanken är med och bidrar till förberedelserna inför EU-ländernas finansministermöten (Ekofin) i och med sin medverkan i den rådgivande Ekonomiska och finansiella kommittén (EFK).

I ministerrådet samarbetar ministrar från EU-ländernas regeringar. Deras uppdrag är att diskutera, ändra och anta förslag från EU-kommissionen på nya lagar och samordna politiken. Samarbetet är uppdelat i tio olika politikområden. För att finansmarknadslagstiftning ska antas måste ministerrådet vara överens med Europaparlamentet. När ekonomi- och finansministrarna möts kallas ministerrådet för Ekofin. En gång per halvår äger ett s.k. informellt Ekofinmöte rum. Vid dessa tillfällen deltar även de nationella centralbankscheferna. Vid de informella mötena tas inga formella beslut.

Ekofinmötena bereds av den Ekonomiska och Finansiella Kommittén, EFK. EFK är ett rådgivande organ som har inrättats för att främja den samordning av EU-ländernas politik som behövs för att den inre marknaden ska fungera. EFK möts i två konstellationer,

³⁷ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1094/2010 av den 24 november 2010 om inrättande av en europeisk tillsynsmyndighet (Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten), om ändring av beslut nr 716/2009/EG och om upphävande av kommissionens beslut 2009/79/EG.

³⁸ Artikel 42 om oberoende i EBA-förordningen.

med eller utan de nationella centralbankerna. Från Sverige deltar Finansdepartementet (statssekreterare) och Riksbanken (vice riksbankschef). I de enstaka fall då EFK röstar är det endast finansdepartementen som har rösträtt i sådana frågor som senare kan komma att behandlas av finansministrarna.³⁹ Inför mötena i EFK informerar Finansdepartementet och Riksbanken varandra om sina respektive ståndpunkter. Dessa arbetsformer är dock inte reglerade.

26.9 Kommitténs överväganden

26.9.1 Riksbankens deltagande i internationella sammanhang

Kommitténs förslag: Riksbanken får delta i sådant internationellt samarbete som

1. har betydelse för förutsättningarna att nå målen enligt riksbankslagen.
2. rör kunskapsutbyte med andra centralbanker.

I den nuvarande riksbankslagen framgår det inte – med några undantag – att Riksbanken får delta i internationellt samarbete. Riksbankens internationella arbete är i stället ett utflöde av de uppgifter som Riksbanken tilldelats. Kommittén bedömer att det i riksbankslagen bör föras in en uttrycklig bestämmelse avseende vilket internationellt samarbete Riksbanken får delta i.

De uppgifter Riksbanken har tilldelats, t.ex. avseende penningpolitiken och det finansiella systemet, påverkas av skeenden i andra länder. Det förekommer också i internationella fora diskussioner om exempelvis finansmarknaden och regelverk. Centralbankerna ingår också överenskommelser, s.k. MoU:er, om olika typer av samarbete. För att på bästa sätt kunna utföra sina uppgifter behöver Riksbanken delta i sådana internationella samarbeten som har betydelse för Riksbankens verksamhet och möjlighet att uppnå sina mål. Kommittén föreslår att detta kommer till uttryck genom en bestämmelse som anger att Riksbanken får delta i sådant internationellt samarbete som har betydelse för förutsättningarna att nå målen enligt denna lag. Be-

³⁹ EFK:s stadgar, artikel 5. Se EFK (2012).

stämelsen har samma utformning som bestämmelsen avseende vilken forskning Riksbanken får bedriva, se avsnitt 13.9.

Riksbanken behöver även kunna delta i sådant internationellt samarbete som rör kunskapsutbyte med andra centralbanker. I detta fall krävs alltså inte att Riksbankens deltagande har betydelse för förutsättningarna för Riksbanken att nå sina tilldelade mål, utan det kan handla primärt om att bistå andra centralbanker. Med stöd av den föreslagna bestämmelsen kan Riksbanken exempelvis lämna expertstöd till utvecklingsländer avseende centralbanksverksamhet. Riksbanken bedriver sedan en tid tillbaka sådan verksamhet med finansiering av Sida. Bestämmelsen innefattar också bredare kunskapsutbyte centralbanker emellan, såsom tillfälliga personalutbyten för att utbyta erfarenheter och kunskap.

Utöver tillämpningsområdet för denna bestämmelse faller internationella konferenser och liknande som inte innebär ett organiserat internationellt samarbete, även om det får förutsättas att sådant deltagande har samband med dess verksamhet. Konferenser och motsvarande sammankomster får anses utgöra ett naturligt inslag i Riksbankens verksamhet och behöver inte regleras särskilt.

Utöver det internationella samarbetet i nu aktuell bemärkelse faller också finansiella avtal om exempelvis krediter, valutaåterköpsavtal, inlåning och förvaltning av guld som Riksbanken ingår (se avsnitt 26.9.6).

Kommittén bedömer att detta förslag innebär att Riksbanken fortsatt får delta i de internationella forum den deltar i i dag. Det inkluderar bl.a. de organ som beskrivs i avsnitten 26.4–26.8. I det följande lämnas några kommentarer rörande de internationella fora som har beskrivits tidigare i kapitlet.

26.9.2 Fördjupade bedömningar rörande Baselkommittén

Baselkommitténs mandat är att stödja finansiell stabilitet genom att förstärka reglering och tillsyn samt att påverka hur banker agerar världen över i syfte att förbättra finansiell stabilitet (se avsnitt 26.5).

Arbetet i Baselkommittén relaterar till de uppgifter som Riksbanken tilldelas i den föreslagna riksbankslagen, vad gäller att bidra till stabilitet och effektivitet i det finansiella systemet. I avsnitt 24.2 föreslår kommittén bl.a. att Riksbanken ska bedöma om det finansi-

ella systemet är stabilt och effektivt och verka för att identifiera sårbarheter och risker i det finansiella systemet som kan leda till allvarliga störningar eller betydande effektivitetsförluster. Av detta följer att Riksbanken får delta i Baselkommittén.

Finansinspektionen deltar i Baselkommittén i egenskap av Sveriges mikro- och makrotillsynsmyndighet. En fråga som uppkommer i detta sammanhang är hur Riksbankens internationella arbete ska utformas när Riksbankens och Finansinspektionens uppfattningar skiljer sig åt i en viktig policyfråga. Liknande frågeställningar kan uppkomma i andra internationella organ, t.ex. FSB, men för enkelhetens skull tar kommittén för den generella bedömningen sin utgångspunkt i Baselkommittén. Givet den betydelse som globala överenskommelser de facto har på finansmarknadsregleringen i Sverige är det värdefullt att Sverige ges inflytande genom Riksbankens och Finansinspektionens deltagande i Baselkommitténs arbete. Det finns i dagsläget inga mekanismer för att säkerställa att det är den av Sveriges riksdag och regering önskade inriktningen som drivs i dessa diskussioner, vare sig vad gäller Finansinspektionen eller Riksbanken. Detsamma torde gälla för expertmyndigheter från andra jurisdiktioner som är medlemmar i Baselkommittén.

Bakgrunden till detta är att det bara är centralbanker och tillsynsmyndigheter som kan vara medlemmar i Baselkommittén, och att kommitténs överenskommelser inte är internationella överenskommelser i regeringsformens mening. Hade det varit internationella överenskommelser så skulle regeringen ha behövt ge Riksbanken och Finansinspektionen uttryckliga bemyndiganden att ingå sådana. Dessutom skulle riksdagen behöva godkänna alla beslut med lagstiftningskonsekvenser, budgetmässiga konsekvenser eller som i övrigt är av större vikt (jfr 10 kap. 3 § regeringsformen).

Baselkommitténs standarder och överenskommelser tas fram av experter utan lagstiftares medverkan. Överenskommelsen blir förvisso svensk rätt först när en rättsakt antagits av EU och i förekommande fall införlivats i svensk rätt. Men givet hur styrande Baselkommitténs överenskommelser i praktiken har blivit, skulle det kunna vara problematiskt att den demokratiska förankringen kommer in i ett sent skede.

Det är dock inte bara i Baselkommittén som svenska myndigheter arbetar självständigt. Liknande exempel på när Riksbanken respektive Finansinspektionen självständigt är med och tar fram olika typer

av regelverk är diskussionerna inom ESRB och EBA. En skillnad i dessa fall är att beslutsordningen följer av EU-rätten som medlemsländerna har beslutat.

26.9.3 Information till riksdagen och regeringen om internationellt arbete

Kommitténs förslag: Riksbanken ska säkerställa att regeringen fortlöpande är informerad om förhållanden av betydelse för det internationella samarbete som Riksbanken deltar i.

Kommitténs bedömning: Riksdagen hålls informerad bl.a. genom den information som Riksbanken regelbundet, eller på begäran av finansutskottet, ska lämna.

De internationella standarder som Riksbanken, Finansinspektionen och andra myndigheter medverkar till att ta fram i internationella fora och de överenskommelser som ingås har stark påverkan på framtida finansmarknadsreglering. Det är därför viktigt att regering och riksdag i ett tidigt skede är väl informerad om diskussionerna som Riksbanken och Finansinspektionen deltar i.⁴⁰ I dagsläget lämnar Riksbanken viss information om sitt internationella arbete till fullmäktige.⁴¹ Information som lämnas till finansutskottet är mer sparsam, förutom vad gäller IMF där det finns en utarbetad process för informationsgivning.⁴² Det händer också att läget i Baseldiskussionerna tas upp vid Finansiella stabilitetsrådets möten.⁴³ Behovet av information till huvudmannen kan variera med vilken arbetsgrupp som avses och vilka frågor den för närvarande hanterar. I det följande ligger fokus på Riksbankens informationsgivning till riksdagen och regeringen.

⁴⁰ Tucker (2018) betonar att en oberoende myndighet, som är involverad i arbetet med att ta fram internationella policystandarder, av demokrati- och legitimitetsskäl ska göra vad den kan för att säkerställa att frågorna är lämpligt belysta i hemlandet.

⁴¹ Direktionsledamöterna berättar om bl.a. internationella samarbeten och diskussioner vid fullmäktigemötena. Fullmäktiges ordförande kan också vid agendautformningen efterfråga information som hen önskar att fullmäktige ska få ta del av.

⁴² Se regeringens årliga skrivelse om IMF, samt information inför IMF:s (och Världsbankens) årsmöte och vårmöte i finansutskottet (och utrikesutskottet).

⁴³ Det finansiella stabilitetsrådet är en mötesform med företrädare från regeringen, Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgäldskontoret. De träffas regelbundet för att diskutera finansiella stabilitetsfrågor, m.m.

Information till riksdagen

Vad gäller information från Riksbanken till riksdagens finansutskott föreslås i avsnitt 33.6.3 att Riksbanken regelbundet, och därutöver på finansutskottets begäran, till utskottet ska redogöra för sin internationella verksamhet. Det överensstämmer med nuvarande ordning. När det gäller exempelvis arbetet i Baselkommittén kan vidare finansutskottet såsom i dag välja att i särskild ordning kalla både Riksbanken och Finansinspektionen till finansutskottet för att informera om pågående diskussioner inom Baselkommittén.

Enligt kommitténs bedömning kommer det alltså att finnas goda förutsättningar för att finansutskottet ska kunna få tillräcklig information om det internationella arbete i vilket Riksbanken deltar. Riksdagens återkommande utvärderingar av Riksbanken bör dessutom omfatta även det internationella arbetet, vilket ger ytterligare tillfällen för finansutskottet att behandla dessa frågor.

Information till regeringen

Regeringen ansvarar för utrikespolitiken och företräder Sverige i internationella sammanhang, inte minst i de förhandlingar som sker i EU. Även om Riksbanken inte är en myndighet under regeringen behöver regeringen hållas tillräckligt informerad om det internationella arbete som Riksbanken bedriver.

Kommittén föreslår därför att det införs en bestämmelse i riksbankslagen enligt vilken Riksbanken ska säkerställa att regeringen fortlöpande är informerad om förhållanden av betydelse för det internationella arbete som Riksbanken deltar i. Riksbankens informationsskyldighet behöver inte vara mer omfattande än den som myndigheter under regeringen har (enligt 7 § myndighetsförordningen [2007:515]), och ska inte utmyнна i konkreta instruktioner till Riksbanken. Regeringen ska inte heller utvärdera Riksbankens internationella arbete. Den utvärderingen görs i stället av riksdagen. Om det står klart att Finansinspektionen, som är en myndighet under regeringen, redan har lämnat all väsentlig information till regeringen i ett visst ärende, behöver förstås Riksbanken inte göra det.⁴⁴

⁴⁴ En myndighet under regeringen ska enligt 7 § myndighetsförordningen bl.a. fortlöpande hålla regeringen informerad om förhållanden av betydelse för internationellt samarbete.

Eftersom Riksbankens informationsgivning bör kunna anpassas till de behov som föreligger, avstår kommittén från att föreslå att riksbankslagen ska föreskriva hur ofta informationen ska lämnas och vad den ska innehålla. Det är dock rimligt att informationen överlämnas åtminstone årligen.

26.9.4 Samarbetsformer för myndigheterna i det internationella arbetet

Kommitténs förslag: I fråga om principiellt viktiga ställningstaganden i internationella sammanhang som har samband med en annan myndighets verksamhet ska Riksbanken samråda med myndigheten i fråga.

Varje myndighet bör bereda en fråga så att det underlag den har för ett beslut eller något annat ställningstagande håller hög kvalitet. I många fall förutsätter det att myndigheten samråder med andra myndigheter och inhämtar annan nödvändig information. Myndigheter samverkar därför frekvent med varandra även i internationella frågor. En allmän skyldighet att samverka följer av förvaltningslagen.

Kommittén har tidigare i detta betänkande föreslagit att Riksbanken ska samråda med bl.a. Finansinspektionen och Riksgäldskontoret i viktigare frågor som rör dessa myndigheters arbete med finansiell stabilitet. Det är förstås viktigt att samråd sker även när viktiga frågor av mer principiell art diskuteras inom ramen för det internationella samarbetet.

Kommittén föreslår därför att det i riksbankslagen ska tas in en uttrycklig bestämmelse om samrådsskyldighet i principiellt viktiga ställningstaganden som uppkommer i Riksbankens internationella arbete. Bestämmelsen förhindrar inte att Riksbanken samråder även i andra frågor. (Se även avsnitt 24.4.1 rörande innebörden av samverkan och samråd.)

Samråd och annan samverkan blir särskilt viktigt i fråga om ställningstaganden som rör en uppgift för vilken en annan myndighet har tilldelats nationellt ansvar. Som exempel kan nämnas Baselkommittén där både Finansinspektionen och Riksbanken är representerade. Riksbanken deltar i Baselkommittén till följd av sina uppgifter som centralbank men det är Finansinspektionen som är tillsynsmyndig-

het. När Riksbanken deltar i ett internationellt forum tillsammans med en annan svensk myndighet, blir det särskilt viktigt att myndigheterna förankrar sina positioner och strävar efter att nå gemensamma ställningstaganden i principiellt viktiga frågor.

Som grund för gemensamma ställningstaganden kan myndigheterna komma överens om vissa principer som bör vägleda det internationella arbetet. Som exempel kan nämnas den s.k. novemberöverenskommelsen om kapitalkrav på svenska banker som träffades mellan Finansdepartementet, Finansinspektionen och Riksbanken i november 2011.⁴⁵

Att myndigheterna i de olika expertgrupper som arbetar fram förslag redovisar olika synpunkter av mer teknisk art kan bidra till en allsidig belysning av sakfrågan. Det skulle dock kunna minska det svenska inflytandet om myndigheterna på högre nivå företräder olika inriktningar i principiellt viktiga ställningstaganden.

En ansats som har övervägts är att vid svensk oenighet inom Baselkommittén rörande principiellt viktiga ställningstaganden låta Finansinspektionen bestämma den svenska linjen som Riksbanken ska vara skyldig att följa, eller i vart fall inte få motsäga. På så sätt får den myndighet som har nationellt ansvar för banktillsyn även det motsvarande inflytandet i svensk position internationellt.

Kommittén bedömer dock att det inte vore lämpligt att införa en generell bestämmelse som anger att en myndighet (Riksbanken) i ett internationellt sammanhang ska framföra samma ståndpunkter som en annan myndighet (Finansinspektionen) i det internationella arbetet. Det får nämligen förutsättas att om en myndighet får vara med i en expertgrupp har myndigheten kompetens i de frågor som diskuteras och bör också få uttrycka en egen ståndpunkt.

En utgångspunkt för kommittén är att inte begränsa Riksbankens oberoende men säkerställa att det finns en process för samråd myndigheterna emellan, såsom inom området finansiell stabilitet. Mot den bakgrunden bedöms det vara mindre lämpligt att exempelvis Finansinspektionen bestämmer vilken position Riksbanken ska inta i internationella diskussioner. Det passar för övrigt inte in i den svenska förvaltningsmodellen med svenska självständiga myndigheter. Om en annan myndighet har det primära ansvaret för en viss fråga bör dock Riksbanken ta särskild hänsyn till detta när den agerar i internationella sammanhang. Tröskeln för att Riksbanken ska framföra

⁴⁵ Riksbanken (2011).

avvikande synpunkter vad gäller viktigare frågor ska därför vara hög. På motsvarande sätt bör annan myndighet ta särskild hänsyn när Riksbanken har det primära ansvaret.

26.9.5 Vägledning från regeringen och riksdagen

Kommitténs förslag: Riksbanken ska i sitt internationella arbete ta sin utgångspunkt från uttalanden som regeringen eller riksdagen har gjort i fråga om övergripande svensk inriktning.

Om Riksbankens huvudman riksdagen, eller regeringen – inom ramen för sitt ansvar för utrikespolitiken – tar fram övergripande prioriteringar och övergripande inriktningar, och dessa har betydelse för fackmyndigheternas internationella diskussioner i exempelvis Baselkommittén, bör Riksbanken när den utformar sina ståndpunkter ta sin utgångspunkt från dessa. Kommittén föreslår därför att det i den nya riksbankslagen tas in en bestämmelse om att Riksbanken ska ta sin utgångspunkt från sådana övergripande uttalanden. Med denna ansats behåller myndigheterna ett stort mått av självständighet i de frågor där de har expertkompetens.

Om riksdagen har ställt upp övergripande mål som har betydelse för Riksbankens internationella arbete är det rimligt att Riksbanken intar samma inriktning. Riksdagen skulle, när så bedöms vara lämpligt, även kunna besluta om övergripande mål för det internationella arbetet, på samma sätt som riksdagen beslutar övergripande mål för finansmarknadsområdet.

När det gäller regeringen kan en övergripande inriktning framgå av regeringsförklaringen eller av regeringens utrikesdeklaration. Det kan också framgå av en uttrycklig bedömning eller ett förslag i en proposition som har antagits av riksdagen.

En övergripande svensk inriktning är avsedd att beröra samhället i stort och utgör inte instruktioner till en enskild myndighet och berör inte en viss förhandling eller en specifik internationell organisation. Avsikten med den föreslagna bestämmelsen är att Riksbanken på ett övergripande plan ska arbeta i samma riktning som staten i övrigt.

Om Riksbanken ändå väljer att i internationella sammanhang driva en ståndpunkt som inte ligger i linje med den övergripande svenska inriktningen bör Riksbanken inför finansutskottet kunna förklara vilka omständigheter som har föranlett denna ståndpunkt.

En annan ansats som har övervägts är bindande vägledning i form av instruktioner från regeringen. Regeringen skulle då kunna instruera Riksbanken och Finansinspektionen i viktigare ställningstaganden i exempelvis Baselkommittén. Det skulle kunna åstadkommas genom att införa en bestämmelse i den nya riksbankslagen som anger att regeringen får besluta vilken ståndpunkt Riksbanken ska företräda och att Riksbanken ska följa regeringens beslut. På så sätt skulle det bli regeringens syn som framförs i frågor där det i senare skede är regeringen som har inflytande (främst i EU-förhandlingar), och ställs till svars. Med denna ansats är Riksbanken och Finansinspektionen alltså medlemmar, men det är regeringens ståndpunkter (förankrade i EU-nämnden) som framförs vid mötena. En fördel med en sådan ansats skulle kunna vara att Sveriges inflytande torde kunna bli större om myndigheterna framför en gemensam position.

Det finns dock betydande nackdelar med en sådan ansats. Baselkommittén är en expertgrupp och det är på de premisserna som kommittén arbetar. Så vitt kommittén känner till har ingen av Baselkommitténs medlemmar med sig bindande mandat från det egna landets regering. Vidare framgår det i Baselkommitténs stadgar att medlemmarna ska arbeta för att stärka global finansiell stabilitet och inte endast måna om nationella intressen. Om svenska myndigheter får instruktioner från regeringen kan det av andra medlemmar ses som ett sätt att prioritera nationella intressen framför global finansiell stabilitet. Det riskerar att minska trovärdigheten och inflytandet för de svenska myndigheterna som är medlemmar. En ytterligare nackdel är att bindande mandat kan vara svårt att förhålla sig till i en grupp som fattar beslut med konsensus.⁴⁶

Vidare är detta alternativ oprövat mark när Riksbanken representerar sig själv och inte regeringen (i Baselkommittén är Riksbanken och Finansinspektionen medlemmar, inte landet Sverige).

⁴⁶ Liknade argumentation framförs i Magnus och Korpas (2017).

26.9.6 Övriga bestämmelser för Riksbankens internationella verksamhet

Kommitténs förslag: Riksbanken får ge kredit till internationella finansorgan som Sverige är medlem i och sluta avtal med sådana organ om långsiktiga internationella låneåtaganden, om riksdagen har godkänt detta.

Riksbanken får med eller utan räntegottgörelse ta emot insättningar i valuta eller guld från, och göra sådana insättningar hos, banker, utländska bankföretag, centralbanker, kreditmarknadsföretag, utländska kreditföretag, Banken för internationell betalningsutjämning (BIS) och Internationella återuppbyggnads- och utvecklingsbanken (IBRD). Riksbanken får även ta emot sådana insättningar från andra stater och mellanstatliga organ.

Riksbanken får medverka vid avveckling av internationella betalningar från eller till andra centralbanker och mellanstatliga organ. Riksbanken får ta ut avgifter för sådan medverkan.

Riksbanken får ingå avtal om skyldigheter och rättigheter som anknyter till sådana insättningar och betalningar som avses i första respektive i andra stycket.

I kapitel 27 beskrivs under vilka förutsättningar Riksbanken enligt nuvarande regler får finansiera IMF:s verksamhet. Enligt den nuvarande riksbankslagen får Riksbanken även, under vissa förutsättningar, bevilja kredit till vissa andra finansorgan.

För det första får Riksbanken, i valutapolitiskt syfte och efter medgivande av riksdagen, bevilja kredit till internationella finansorgan som Sverige är medlem i (t.ex. Världsbanken) och sluta avtal om långsiktiga internationella låneåtaganden (7 kap. 4 § andra stycket). Kommittén anser att Riksbanken även fortsättningsvis bör få finansiera utländska finansorgan. Bestämmelsen i den nuvarande riksbankslagen bör därför överföras till den nya riksbankslagen. Orden ”i valutapolitiskt syfte” bör dock utgå, eftersom kommittén i avsnitt 19.1 föreslår att begreppet valutapolitik inte längre ska användas i riksbankslagen pga. dess oklara innebörd. Riksdagens godkännande ska dock alltså krävas för sådana avtal.

För det andra får Riksbanken bevilja kredit för Europeiska unionens system för medelfristigt finansiellt stöd. För sådana krediter krävs det inte något medgivande från riksdagen. Den möjligheten har

funnits i riksbankslagen sedan den 1 juli 1995 (se prop. 1994/95:50). En sådan stödform finns fortfarande inom unionen.⁴⁷ Den gör det möjligt att bevilja lån till en eller flera medlemsstater som har drabbats av svårigheter eller allvarligt hotas av svårigheter avseende betalningsbalansen eller kapitalbalansen. Kommittén föreslår att den här bestämmelsen utgår dels eftersom bestämmelsen inte är utnyttjad, dels eftersom det skulle kunna strida mot förbudet mot monetär finansiering att centralbanker beviljar kredit för stödformen i dess nuvarande utformning.

För det tredje får Riksbanken enligt gällande rätt, med eller utan räntegottgörelse, ta emot insättningar i valuta eller guld från, och göra sådana insättningar hos, banker, utländska bankföretag, centralbanker, kreditmarknadsföretag, utländska kreditföretag, Banken för internationell betalningsutjämnning (BIS) och Internationella återuppbyggnads- och utvecklingsbanken (IBRD). Riksbanken får även ta emot sådana insättningar från andra stater och mellanstatliga organ. Riksbanken får även ingå avtal om skyldigheter och rättigheter som anknyter till de insättningar som anges. Enligt förarbetena till 1988 års riksbankslag syftar bestämmelsen i huvudsak på de insättningar som har samband med Riksbankens medverkan i de internationella betalningssystemen och förvaltningen av valutareserven. Bestämmelsen har enligt förarbetena även viss anknytning till de betalningar som Riksbanken gör för statens räkning. Insättningarna kan avse såväl guld som valuta, svensk eller utländsk (prop. 1986/87:143 s. 51). Kommittén anser att bestämmelsen i 1988 års lag bör föras över till den nya riksbankslagen. Kommittén anser dock att det finns skäl att förtydliga att Riksbanken även får medverka vid avveckling av internationella betalningar och ta ut avgifter för sådan medverkan. De internationella betalningar som är aktuella i detta sammanhang omfattar transaktioner från eller till andra centralbanker och mellanstatliga organ.

Att centralbanker samarbetar med varandra vid avveckling av internationella betalningar hänger samman med deras uppdrag och kan bl.a. underlätta förvaltningen av nationella guld- och valutareserver. De upparbetade betalningskanalerna mellan centralbanker påverkas inte av oro på de finansiella marknaderna och kan därför med fördel användas av centralbankerna i kristider. Centralbankerna har samar-

⁴⁷ Rådets förordning (EG) nr 332/2002 av den 18 februari 2002 om upprättandet av ett system för medelfristigt ekonomiskt stöd till medlemsstaters betalningsbalans. Den förordningen har ersatt en tidigare förordning från 1988.

betat med varandra vid clearing och avveckling av internationella betalningar i flera decennier och fortsätter att göra det i betydande omfattning än i dag. Centralbankssamarbetet på detta område omfattar numera olika typer av banktjänster och andra aktörer såsom mellanstatliga organ.⁴⁸ Riksbanken deltar i detta samarbete och medverkar i dagsläget vid internationella betalningar från eller till andra centralbanker eller mellanstatliga organ. Kommittén föreslår alltså att det uttryckligen ska framgå av den nya riksbankslagen att Riksbanken får medverka i sådana sammanhang.

⁴⁸ Se Bank of Englands hemsida (<https://www.bankofengland.co.uk/banking-services>), och Deutsche Bundesbanks hemsida (<https://www.bundesbank.de/en/tasks/payment-systems/customer-access-mechanism/correspondent-banking/correspondent-banking-626406>) för exempel på omfattningen av centralbankers verksamhet vid clearing och avveckling av internationella betalningar.

26.10 Referenser

- Baselkommitténs stadgar (2018), tillgänglig på följande webbplats: www.bis.org/bcbs/charter.htm, 5 juni.
- Basel Committee on Banking Supervision (2018), *Implementation of Basel standards. A report to G20 Leaders on implementation of the Basel III regulatory reforms*, november, Bank for International Settlements.
- BIS stadgar (2016), *Statutes of the Bank for International Settlements*, BIS statutes. Bank for international Settlements.
- Borås tidning (2008), "Anders Borg: Girighet bakom krisen", 10 januari.
- EFK (2012), *Council Decision of 26 April 2012 on a revision of the statutes of the Economic and Financial Committee (2012/245/EU)*. Ekonomiska och Finansiella Kommitténs stadgar. Official Journal of the European Union.
- Europaparlamentet (2016), *Europaparlamentets resolution av den 23 november 2016 om fullbordandet av Basel III (2016/2959(RSP))*.
- Europeiska unionens råd (2019), *Finansiell tillsyn: rådets ordförandeskap och Europaparlamentet når preliminär överenskommelse om ramarna för tillsynen över europeiska finansinstitut*, pressmeddelande 21 mars.
- G20 (2009), *Global plan annex: Declaration of strengthening the financial system*, 2 april, London.
- G20 (2010), *The Seoul Summit Document*, 12 november, Seoul.
- Magnus, M. och A. Korpas (2017), "The role of the Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). A de facto standard setter in banking legislation", *Briefing*, IPOL Economic Governance Support Unit, Europaparlamentet, oktober.
- Niemeyer, J. (2016), "Basel III – vad och varför?", *Penning- och valutapolitik* 2016:1, s. 57–89. Riksbanken.
- Riksbanken (2011), "Nya kapitalkrav på svenska banker", *Pressmeddelande*, 25 november.
- Riksbanken (2011), "Nya kapitalkrav på svenska banker", *Pressmeddelande*, 25 november.

- Riksbanken (2018), *Årsredovisning för Sveriges riksbank 2017*.
- Riksbanken (2019), *Årsredovisning för Sveriges riksbank 2018*.
- Tucker, P. (2018), *Unelected power, the quest for legitimacy in central banking and the regulatory state*, Princeton: Princeton University Press.

27 Internationella valutafonden

27.1 Inledning

Enligt kommittédirektiven ska kommittén behandla Riksbankens roll i internationella sammanhang. Särskild vikt läggs vid Internationella valutafonden (IMF). Kommittén ges i uppdrag att utvärdera hur ansvaret för Sveriges arbete i IMF-sammanhang ska utformas och fördelas mellan regeringen och Riksbanken. Kommittén ska också utvärdera om Riksbanken eller någon annan myndighet ska ansvara för de finansiella förpliktelser som följer av Sveriges deltagande i IMF och hur dessa ska redovisas.

Landet Sverige är medlem i IMF. Praktiskt fungerar det löpande IMF-arbetet för svensk del så att finansdepartementet och Riksbanken tillsammans formulerar svenska ståndpunkter i diverse IMF-relaterade frågor. Regeringen har utsett Riksbanken till förbindelseorgan gentemot IMF. Riksbanken är även utsedd till s.k. finansiell motpart (eng. *fiscal agency*) gentemot IMF, vilket innebär att det är Riksbanken som står för Sveriges finansiella förpliktelser mot IMF. Den nuvarande ansvarsfördelningen mellan regeringen och Riksbanken har gällt ända sedan Sverige gick med i IMF 1951.¹

Centralbanker världen över har tilldelats uppgifter som rör IMF-arbetet. Den exakta ansvarsfördelningen mellan regering och centralbank skiljer sig åt nationellt. Att centralbanken deltar i verksamhet som rör IMF är inte en av de uppgifter som en centralbank inom EU måste tilldelas enligt unionsrätten. Det står dock heller inte i strid med unionsrätten att ett lands centralbank finansierar landets IMF-åtagande och strider inte heller mot förbudet mot monetär finan-

¹ Ekelund och Mannefred (2012), s. 1.

siering.² ECB har för övrigt välkomnat en statlig garanti för vissa förluster hänförliga till en centralbanks åtaganden gentemot IMF.³ I dagsläget deltar samtliga europeiska centralbanker aktivt i IMF-arbetet.

När IMF bildades 1944 var syftet att övervaka Bretton Woods-systemet, som byggde på fasta växelkurser.⁴ Växelkursens centrala ställning bidrog antagligen till att centralbankerna gavs en så framträdande roll inom IMF. I takt med att det internationella monetära systemet har förändrats har även IMF:s uppgifter delvis förändrats. Det handlar inte längre primärt om ett växelkurssamarbete utan om stöd till länder med olika former av statsfinansiella problem. Sådant stöd lämnas typiskt sett till regeringen i landet.

Utlåning till krisdrabbade länder har ända sedan grundandet varit en central del av IMF:s verksamhet, även om omfattningen har varierat kraftigt över tid. IMF:s låneverksamhet utvecklas ständigt. Till exempel har IMF på senare år skapat ett försäkringsliknande förebyggande låneavtal för länder utan akuta lånebehov (eng. *Flexible Credit Line*). Vidare ägnar sig IMF numer även åt subventionerad utlåning till låginkomstländer, något som ursprungligen endast var systerorganisationen Världsbankens uppdrag.

IMF-utlåningen kan även i sin nuvarande form stärka förtroendet för mottagarlandet och indirekt bidra till att stabilisera dess valuta. Dessutom publicerar IMF årligen en bedömning av i vilken grad länders växelkurser avviker från den nivå som motiveras av relevanta ekonomiska variabler.⁵ Det finns därmed kvar en koppling till växelkurser i förhållande till IMF:s insatser, men den är svagare än den tidigare har varit. Hur IMF:s verksamhet har ändrats under årens gång kan i sig motivera en analys av hur Sverige har organiserat sitt arbete i fonden, och om nuvarande arbetsformer fortfarande bedöms vara ändamålsenliga.

I nästa avsnitt redogörs för bakgrundsfakta om IMF. Därefter redogörs för tidigare utredningar och Sveriges syn på IMF. I avsnitt 27.4 redogörs för IMF:s organisation. Det följs i avsnitt 27.5 av

² Se artikel 7 i rådets förordning (EG) nr 3603/93 av den 13 december 1993 om fastställande av definitioner för tillämpningen av de förbud som avses i artiklarna 104 och 104b.1 i fördraget. Se även ECB (2017a, b).

³ ECB (2017a).

⁴ Bretton Woods växelkurssystem 1945–1971. Bretton Woods-systemet upphörde formellt 1973. År 1971 är dock det år som systemet i praktiken slutade att fungera eftersom USA då deklarerade att dollar inte längre kunde konverteras till guld.

⁵ Det görs i rapportserien *External Sector Reports*.

en redogörelse av gällande rätt. I avsnitt 27.6 görs en internationell utblick av hur andra länder arbetar gentemot IMF. I avsnitt 27.8 redogörs därefter för Riksbankens finansiella åtaganden mot IMF. Slutligen redogörs för kommitténs överväganden.

27.2 Bakgrundsfakta om Internationella valutafonden (IMF)

27.2.1 Grundande länder och medlemsländer

Internationella valutafonden, IMF (International Monetary Fund) grundades i slutet av andra världskriget. I stort sett alla världens länder är i dagsläget medlemmar i IMF; nämligen 189 av 195 länder. Sverige gick med i IMF 1951 och har en röstandel på cirka en procent. Det nationella ansvaret för att hantera IMF-frågor är fördelat mellan finansdepartement och centralbanker i respektive medlemsland, men hur ansvarsfördelningen ser ut skiljer sig åt mellan länder.

27.2.2 IMF:s verksamhet

IMF:s övergripande mål är att upprätthålla stabilitet i det internationella monetära systemet. Mer konkret arbetar IMF i dag för hållbar global tillväxt, minskade handelshinder och att säkra finansiell stabilitet. Detta försöker IMF uppnå på tre sätt:

- genom att övervaka medlemsländernas ekonomi och den globala ekonomin
- genom att låna ut pengar till länder som har problem med finansieringen
- genom att ge rådgivning till medlemsländerna.⁶

I övervakningen (den första punkten ovan) ingår bl.a. IMF:s landrapporter. IMF:s granskning av de enskilda ländernas ekonomiska utveckling och politik presenteras årligen i en s.k. artikel IV-rapport. IMF granskar också i en separat rapport den finansiella sektorn i respektive land, en s.k. FSAP-rapport (eng. *Financial Sector Assess-*

⁶ Information från IMF:s webbplats (www.imf.org/en/About).

ment Program), för svensk del vart femte år. I dessa rapporter lämnar IMF råd och rekommendationer till medlemsländerna i syfte att förbättra ekonomins funktionssätt. IMF:s övervakning av global ekonomi redovisas i de årliga IMF-rapporterna World Economic Outlook (WEO) och Global Financial Stability Report (GFSR).

När kriser inträffar kan IMF ge finansiellt stöd (den andra punkten ovan). Detta gör IMF inom ramen för ett reformprogram och under övervakning av att landet följer programmet. Det faktum att IMF löpande granskar medlemsländernas ekonomi och finansiella marknader innebär att IMF har förutsättningar för att vid en kris kunna bedöma landets behov av lån och reformer. Ett för landet individuellt utformat reformprogram tas fram i samarbete mellan IMF:s stab och landets regering.⁷ Syftet med reformprogrammet är att landet ska binda sig vid att vidta åtgärder för att häva situationen som gjorde att det fick finansieringsproblem från början. Att länderna som lånar av IMF i normalfallet ska förbinda sig att följa ett reformprogram minskar även problemen med att länder tar emot stöd utan att använda det för att komma till rätta med underliggande problem. Det säkerställer samtidigt att landet kommer att kunna betala tillbaka lånet.

Ända sedan IMF bildades har utlåning till krisdrabbade länder varit en central del av verksamheten. Ungefär 80 procent av medlemsländerna har någon gång utnyttjat möjligheten att låna pengar av IMF. Sverige tillhör minoriteten som aldrig har lånat pengar av IMF.⁸ Vilka länder och vilka delar av världen som lånar av IMF har varierat över tiden. I samband med skuldskrisen i euroområdet blev flera europeiska länder stora låntagare. IMF:s största låntagare i slutet av 2018 var Argentina, Egypten, Grekland, Pakistan och Ukraina (skr. 2018/19:35, s. 13).

När ett land behöver låna stora belopp brukar IMF efterfråga samfinansiering från andra internationella organisationer och länder för att få ihop ett tillräckligt stort stödpaket. En anledning till att andra organisationer och länder kan tänka sig att samfinansiera är dels att IMF utformar reformprogram som bedöms vara verkningsfulla, dels att IMF följer upp att landet efterlever reformkraven. IMF:s långivning spelar därmed en nyckelroll i den internationella

⁷ Både finansministern och centralbankschefen brukar sedan skriva under det s.k. intentionsbrevet (eng. *letter of intent*).

⁸ Ekelund och Mannefred (2012), s. 1.

krishanteringen. Ofta är deltagande från IMF ett krav från övriga internationella aktörer för att de ska bidra med finansiering (prop. 2011/12:13 s. 5).

Slutligen kan IMF (punkt 3 ovan) även ge praktisk hjälp på plats i ett medlemsland. Det kan t.ex. handla om hjälp att inrätta eller stärka viktiga institutioner i medel- och låginkomstländer.

27.3 Tidigare utredningar och Sveriges syn på IMF

27.3.1 Regeringens och finansutskottets syn på IMF

Regeringen ska vartannat år i en särskild skrivelse redogöra för arbetet inom Internationella valutafonden (och andra internationella finansiella institutioner), i enlighet med riksdagens tillkännagivande. I regeringens redovisning av verksamheten i Internationella valutafonden 2016 och 2017 redovisas regeringens prioriteringar. Där framförs att det för en liten öppen ekonomi som Sveriges är viktigt ”att det globala finansiella skyddsnätet är förutsägbart, heltäckande och tillhandahåller skydd på likvärdiga villkor och i likvärdig omfattning”, samt att IMF har en central roll i det finansiella skyddsnätet. Regeringen framhåller vidare att det är viktigt att värna ett starkt IMF, eftersom Sverige och flera länder i närområdet inte omfattas av Europeiska stabilitetsmekanismen (ESM), utan endast av EU:s mindre facilitet, betalningsbalansstödet (skr. 2017/18:52 s. 7).

Vad gäller IMF:s övervakning ansåg regeringen att ”IMF fyller en viktig funktion genom att institutionen, med en hög grad av integritet och oberoende, utvärderar och lämnar rekommendationer om enskilda länder och den globala ekonomin.” (skr. 2017/18:52 s. 9). Vad gäller IMF:s utlåning och resurssituation framförde regeringen att ”utlåningen är en viktig del i IMF:s arbete att verka för finansiell och monetär stabilitet.” (skr. 2017/18:52 s. 12).

Finansutskottet delade regeringens positiva syn och skrev i sitt betänkande att ”IMF har en central roll i det finansiella skyddsnätet, och utskottet delar regeringens syn att det är viktigt att värna ett starkt IMF med tillräckliga resurser för att främja global finansiell stabilitet. IMF har också en viktig roll i att analysera och övervaka den globala ekonomin samt att förmedla forskning och kunskap” (bet. 2017/18:FiU22 s. 15).

27.3.2 Tidigare utredningar och ställningstaganden relaterade till IMF-åtagandena

Flamutredningen föreslog att Riksbankens åtaganden gentemot IMF skulle placeras på en egen balansräkning (SOU 2013:9). Utlåning till IMF föreslogs finansieras genom upplåning av Riksgäldskontoret och eventuella kreditförluster förknippade med IMF-åtaganden föreslogs bäras av staten. På så vis skulle inte valutareserven behöva tas i anspråk för att tillmötesgå sådana förpliktelser. Inte heller skulle Riksbanken behöva någon kapitalbuffert för att ta höjd för kreditförluster.

Separata balansräkningar hos en och samma myndighet kan dock vara problematiskt ur ett redovisningstekniskt perspektiv. I regeringens utkast till lagrådsremiss föreslogs därför att IMF-åtagandena ska vara kvar på Riksbankens balansräkning.⁹ Därmed görs även bedömningen att Riksbanken behöver ha tillgång till förlustabsorberande eget kapital för att kunna hantera förluster som kan uppkomma till följd av dessa risker. I utkastet till lagrådsremiss framförs i övrigt inga förslag på finansieringen av åtaganden gentemot IMF.

27.4 IMF:s organisation

27.4.1 Guvernörstyrelsen är IMF:s högsta beslutande organ

IMF:s högsta beslutande organ är guvernörstyrelsen (Board of Governors) och den möts en gång om året. I guvernörstyrelsen representeras varje land av en guvernör och en biträdande guvernör. Guvernörstyrelsen har delegerat det mesta beslutsfattandet till exekutivstyrelsen (se avsnitt 27.4.3). De frågor som guvernörstyrelsen formellt beslutar om är av mer övergripande natur såsom IMF-personalens lönerevideringar, nya medlemsländer i IMF och förändring i medlemsländernas kvot/röststyrka inom IMF. Guvernörstyrelsens beslut förbereds av exekutivstyrelsen.

⁹ Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning, diarienummer Fi 2017/01329/B, s. 20.

Sveriges representation i guvernörstyrelsen

Riksbankschefen är guvernör och statssekreteraren med ansvar för IMF-frågor är biträdande guvernör. Det är enligt IMF:s stadgar upp till varje medlemsland att utse guvernörerna.¹⁰ I Sverige utser regeringen guvernören och den biträdande guvernören. När guvernörstyrelsen ska besluta om ändringar i IMF:s stadgar (som vid de kontinuerliga ändringarna av medlemsländernas röststyrka) sker det för svensk del genom en proposition där regeringen ber riksdagen om ett bemyndigande.¹¹

Internationell utblick: hur andra länder är representerade i guvernörstyrelsen

Av EU:s 28 länder har nio länder valt att utse finans-/ekonomiministern till guvernör, medan resterande 19 länder har utsett centralbankschefen till guvernör.¹² De nordiska länderna har samtliga valt att ha sin centralbankschef som guvernör och en statssekreterare från finansdepartementet som biträdande guvernör. Ett annat land som har valt att utse centralbankschefen till guvernör är Tyskland.

Länder som i stället har valt att utse finansministern till guvernör är t.ex. Frankrike, Japan, Spanien, Storbritannien och USA. I de EU-länder där finansministern är guvernör är centralbankschefen i stället biträdande guvernör.¹³

27.4.2 IMFC är IMF:s viktigaste policyskapande organ

Två gånger om året håller IMF stora möten: IMF:s vårmöten och IMF:s årsmöten som hålls till hösten. Vid dessa två tillfällen möts bl.a. IMFC (International Monetary and Financial Committee), som är en rådgivande kommitté och IMF:s viktigaste policyskapande organ.

¹⁰ IMF:s stadgar, artikel XII stycke 2a. Se IMF (2016b).

¹¹ Se t.ex. www.regeringen.se/rattsdokument/proposition/2011/09/prop.-20111213/

¹² IMF:s webbplats (www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx).

¹³ Kombinerad information från IMF:s lista över guvernörer och biträdande guvernörer (www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx), samt ECB (2017b).

Sveriges representation i IMFC

Sverige ingår i en valkrets bestående av de åtta länderna i Norden-Baltikum; nämligen Danmark, Estland, Finland, Island, Lettland, Litauen, Norge och Sverige. Praktiskt innebär arrangemanget att länderna i Norden-Baltikum (både finansdepartement och centralbanker) koordinerar sina ståndpunkter och talar med en gemensam röst i IMFC. Länderna i den nordisk-baltiska valkretsen turas om att representera valkretsen i IMFC.

När det är Sveriges tur att representera den nordisk-baltiska valkretsen i IMFC görs detta av finansministern. I de fall finansministern inte kan delta vid IMFC utser finansministern en ersättare i samråd med riksbankschefen. Praxis har varit att ansvaret då övergår till riksbankschefen.

Internationell utblick: representation i IMFC

De flesta av IMF:s medlemsländer har ingen egen representant i IMFC. De har i stället liksom Sverige en gemensam representant för en grupp av länder, eller en s.k. valkrets. Några stora länder tillsätter dock en egen IMFC-medlem. De länder som har en egen röst är Frankrike, Japan, Kina, Ryssland, Saudiarabien, Storbritannien, Tyskland och USA. I IMFC deltar, utöver länder och valkretsar, även observatörer från ett antal internationella organisationer, däribland Världsbanken.

27.4.3 Exekutivstyrelsen sköter det dagliga arbetet

IMF:s dagliga arbete sköts av exekutivstyrelsen (Executive Board), som möts tre gånger per vecka i Washington DC. Exekutivstyrelsen består av 24 exekutivdirektörer som representerar antingen en valkrets (samma valkretsar som i IMFC) eller ett enda land.

Sveriges representation i exekutivstyrelsen

Den nordisk-baltiska valkretsen har 3,2 procent av den totala röststyrkan i styrelsen. Exekutivdirektörposten i den nordisk-baltiska valkretsen roterar mellan länderna enligt ett i förväg bestämt schema.

När det är ett lands tur att utse exekutivdirektören är det upp till det landet, i Sveriges fall regeringen, att utse en kandidat som sedan formellt väljs av exekutivstyrelsen. Exekutivdirektören har till sin hjälp ett valkretskontor på plats i Washington DC. Där arbetar en representant från varje land i valkretsen.

I den nordisk-baltiska valkretsen utarbetas löpande gemensamma ståndpunkter i viktigare policyfrågor som ska behandlas i exekutivstyrelsen. Ansvaret för koordinering inom valkretsen ligger hos det land som har tillsatt exekutivdirektören, vilket för perioden 2016–2019 är Sverige. På finansdepartementet arbetar två till tre årsarbetskrafter med IMF-frågorna och på Riksbanken cirka tre årsarbetskrafter. Tjänstemän på finansdepartementet och Riksbanken tar gemensamt fram svenska ståndpunkter. Vid behov involveras även t.ex. Finansinspektionen, Riksgäldskontoret och UD, men de deltar inte i det löpande arbetet.

Valkretskoordineringen går till så att Riksbanken och finansdepartementet enas om ett utkast till nordisk-baltisk ståndpunkt, som sedan skickas ut till valkretsen. Övriga länder i valkretsen lämnar sedan synpunkter och deras svar ska vara gemensamt för landet, dvs. ett gemensamt svar från respektive lands centralbank och finansdepartement. De överenskomna nordisk-baltiska ståndpunkterna blir sedan underlag för exekutivdirektörens inlägg i diskussionen i IMF:s exekutivstyrelse. I samtliga länder i den nordisk-baltiska valkretsen sköter finansdepartementen och centralbankerna IMF genom samarbete.

Ett exempel på frågor som hanteras i exekutivstyrelsen är låneprogram och uppföljning av låneprogram, inklusive bedömning av om ett låntagarland uppfyller villkoren och därmed kvalificerar sig för en ny utbetalning. Sverige har därmed ingen egen röst i sådana beslut utan måste koordinera sin ståndpunkt och tillsammans med övriga länder i den nordisk-baltiska valkretsen enas om en position.

27.4.4 IMF-frågor koordineras även inom EU

I en del viktigare IMF-frågor sker även en informell samordning av EU-ländernas ståndpunkter inom Ekonomiska och finansiella kommittén (EFK), där Sverige representeras av statssekreteraren med ansvar för IMF-frågor och en vice riksbankschef. Dessa diskussioner

förbereds av en undergrupp som kallas SCIMF (Sub-Committee for IMF Issues) där varje land representeras av en handläggare från finansdepartementet och en handläggare från centralbanken. Om frågor inte kan lösas ut på EFK kan de hissas till finansministermötet Ekofin, eller i enstaka fall kan en omröstning ske i EFK.¹⁴ För länderna som deltar i eurosamarbetet sker även en koordinering av IMF-arbetet inom eurogruppen.

27.4.5 IMF:s stadgar om hur medlemsländerna ska arbeta

Enligt IMF:s regelverk ska varje medlemsland utse en finansiell motpart (eng. *fiscal agency*), vilket är den myndighet som fullgör landets finansiella åtaganden gentemot IMF.¹⁵ Den finansiella motparten är enligt IMF:s regelverk den som ger IMF instruktioner om transaktioner mellan motparten och IMF.¹⁶ Vidare framgår av IMF:s stadgar att om ett land har en centralbank så ska denna vara förvaringsinstitut gentemot IMF vilket för svensk del innebär att Riksbanken förvarar IMF:s innehav av svenska kronor.¹⁷ Flertalet länder har valt att utse sin centralbank till både förvaringsinstitut och finansiell motpart, men det är inget som IMF kräver.

Vidare har IMF som utgångspunkt att den myndighet som är finansiell motpart också är landets primära kontaktmyndighet, men andra nationella arrangemang mot IMF är möjliga. I IMF:s stadgar framgår att varje IMF-medlemsland står i förbindelse med fonden enbart genom sitt finansdepartement, sin centralbank, sin stabiliseringsfond eller annan liknande finansinstitution, och fonden ska stå i förbindelse med medlemmarna enbart genom nämnda institutioner.¹⁸

¹⁴ Det kan noteras att i de enstaka fall då EFK röstar är det endast finansdepartementen som har rösträtt i sådana frågor som senare kan komma att behandlas av finansministrarna. Röstningsförfarandet i EFK beskrivs i stadgarna, artikel 5. Se EFK (2012).

¹⁵ IMF (2016a), avsnitt G1.

¹⁶ Ibid., avsnitt G2.

¹⁷ IMF (2016b), artikel XIII avsnitt 2a.

¹⁸ Ibid., artikel V avsnitt 1.

27.5 Gällande rätt

27.5.1 Riksbanken är finansiell motpart mot IMF

Det är Riksbanken som står för Sveriges finansiella åtaganden mot IMF. Så har det varit ända sedan Sverige gick med i IMF 1951. De närmare ramarna för denna uppgift framgår av riksbankslagen:

- Riksbanken får efter medgivande av riksdagen av egna medel tillskjuta insatskapital till Internationella valutafonden (7 kap. 4 § tredje stycket).
- Riksbanken får i valutapolitiskt syfte efter riksdagens medgivande sluta avtal om långsiktiga internationella åtaganden (7 kap. 4 § andra stycket).
- Riksbanken får efter medgivande av riksdagen också på annat sätt än som anges ovan delta i finansiering inom ramen för IMF:s verksamhet. Medgivande behövs dock inte om finansieringen har ett valutapolitiskt syfte eller om det finns särskilda skäl (7 kap. 4 § fjärde stycket riksbankslagen).
- Riksbanken får ta emot insättningar i guld eller valuta från bl.a. IMF (7 kap. 7 §).

Riksbanken tillhandahåller (i egenskap av finansiell motpart) utländsk valuta ur valutareserven när IMF behöver det för vidareutlåning till krisdrabbade länder. IMF:s stadgar och Riksbankens avtal med IMF reglerar gränserna för vad IMF kan begära från Sverige. När IMF vänder sig till sina medlemsländer med fråga om ytterligare bilaterala och frivilliga lånearrangemang fattas beslut om att Sverige ska delta av riksdagen efter en framställning från Riksbanken.

I redovisningen av Sveriges finansiella åtaganden mot IMF följer Riksbanken i sin årsredovisning Europeiska centralbankssystemets (ECBS) redovisningsregler, vilka främst anger var i balansräkningen IMF-posterna ska redovisas.

27.5.2 Riksbanken är förbindelseorgan gentemot IMF

Riksbanken är sedan 1951 Sveriges förbindelseorgan mot IMF. Att Riksbanken får vara förbindelseorgan gentemot internationella finansorgan som Sverige är medlem i (däribland IMF) regleras i riksbankslagen (7 kap. 6 §).

Det som praktiskt utmärker att Riksbanken är förbindelseorgan, eller primär kontaktmyndighet i valkretssammanhang, är att en handläggare på Riksbanken är s.k. huvudkoordinator. Rollen kan ses som den formella kontaktpunkten för landet, t.ex. är uppteckningar från IMF:s styrelsemöten adresserade till huvudkoordinatorerna, medan en bredare kontaktlista får kopior av sådana meddelanden. Sveriges kontakter med IMF sker framför allt genom valkretskontoret i Washington DC. I praktiken har både Riksbanken och finansdepartementet direkta kontakter med valkretskontoret.

27.5.3 Riksbanken får förvärva och handla med IMF:s särskilda dragningsrätter

Enligt 7 kap. 5 § riksbankslagen får Riksbanken förvärva de särskilda dragningsrätter som tillkommer Sverige genom deltagandet i Internationella valutafonden. (Se avsnitt 27.7.3 för beskrivning av de särskilda dragningsrätterna.) Det åligger vidare Riksbanken att fullgöra de skyldigheter som följer av Sveriges deltagande i detta system.

27.6 En internationell utblick: andra länders val av kontaktmyndighet och finansiell motpart

I samtliga nordisk-baltiska länder är det en handläggare från centralbanken som är den primära kontaktpunkten mot IMF. Sju av åtta länder i Norden-Baltikum har utsett centralbanken som finansiell motpart till IMF. Undantaget är Lettland som reformerade sitt system 2008 när landet självt blev IMF-låntagare, på så sätt att de pengar som Lettland lånade från IMF skulle tas upp direkt i statsbudgeten i stället för i centralbanken. Grekland, Irland och Portugal har dock inte gjort motsvarande reform trots att även de har lånat pengar av IMF, utan i dessa länder är centralbankerna fortsatt finansiell motpart till IMF.

Inom EU är IMF-finansiering via centralbanken det vanligaste. Det är endast Lettland och Storbritannien som har valt andra arrangemang. I Storbritannien finns dubbla valutareserver, en som ägs av regeringen men sköts av centralbanken (där finns IMF-fonderingen), och en mindre valutareserv som centralbanken äger och förvaltar. Den brittiska centralbankens mindre valutareserv är till för penningpolitiska syften.¹⁹ Det ska noteras att i det lettiska fallet finns de särskilda dragningsrätterna fortsatt på centralbankens balansräkning, trots att banken inte längre är finansiell motpart till IMF.

27.7 Medlemsländernas finansiella åtaganden mot IMF

I detta avsnitt ges en översiktlig bild över de olika finansieringssätt som IMF har tillgång till. IMF kan använda finansiella resurser från medlemmarna för att låna ut till länder i kris. Medlemsländernas finansiella åtaganden mot IMF kan delas in i fyra delar:

- insatskapital (insatskapitalet har delvis inbetalats i guld)
- frivilliga bilaterala eller multilaterala s.k. lånearrangemang med IMF
- åtaganden relaterade till innehav av IMF:s reservtillgång SDR
- frivilliga åtaganden relaterade till IMF:s utlåning till låginkomstländer.

27.7.1 Ett medlemslands insatskapital

När ett land går med i IMF räknas dess ägarandel i IMF ut, vilket med IMF:s terminologi kallas för landets kvot. Ett lands kvot bestämmer dess röststyrka inom IMF. Respektive medlemslands kvot räknas fram med en formel som lägger tyngdpunkten på landets BNP. Andra variabler är bl.a. landets handel, finansiella flöden och storleken på landets valutareserv. Kvoten bestämmer även landets automatiska, och på medlemskapet följande, finansieringsåtagande i IMF, eller m.a.o. landets insatskapital. Insatskapitalet behöver inte

¹⁹ Information hämtad från Bank of Englands webbplats om dess valutareserv den 1 februari 2018 (www.bankofengland.co.uk/markets/foreign-currency-reserves).

betalas in i sin helhet utan det är ett lånelöfte som IMF kan be medlemslandet att tillhandahålla när det behövs för vidareutlåning till andra länder. Det inbetala insatskapitalet består främst av landets egna valuta, dvs. svenska kronor i Riksbankens fall.

Enligt IMF:s stadga ska det göras en allmän översyn av medlemsländernas kvoter och insatskapital åtminstone vart femte år. Det senaste beslutet om en höjning av insatskapital fattades av riksdagen 2011. Då bemyndigades regeringen, genom en proposition till Riksdagen, att öka den svenska kapitalinsatsen. I samma proposition bemyndigades Riksbanken att betala in nödvändiga insatsbelopp till IMF.²⁰ Ett syfte med översynerna av kvoter och insatskapital är att anpassa IMF:s resurser till resursbehoven. Eftersom medlemsländernas röststyrka i IMF till stor del baseras på medlemsländernas kvotandelar är syftet med översynerna också att anpassa medlemsländernas röststyrka till ländernas aktuella ekonomiska styrka (prop. 2011/12:13 s. 4 och 5).

Det framgår av IMF:s stadgar att det är möjligt att öka insatskapitalet när IMF behöver öka sin utlåningskapacitet. En förändring av insatskapital och kvoter är dock omständlig eftersom den måste godkännas av medlemsländer som tillsammans har 85 procent av röststyrkan i IMF. Den senaste reformen av insatskapital och kvoter beslutades, efter flera års förhandlingar, av IMF:s guvernörstyrelse i december 2010. Sveriges riksdag godkände reformen 2011 men det var inte förrän 2015 som tillräckligt många av IMF-länderna hade ratificerat reformen i sina respektive parlament. Först i januari 2016 trädde beslutet i kraft. Förstärkning av insatskapitalet är därmed inte särskilt användbart när IMF snabbt behöver resurser för att öka sin kapacitet att i närtid kunna bistå krisdrabbade länder med lån.

27.7.2 Frivilliga bilaterala eller multilaterala lånearrangemang med IMF

IMF har andra, och snabbare, möjligheter att ta in pengar genom att länder frivilligt ansluter sig till bilaterala eller multilaterala lånearrangemang för att täcka extraordinära behov av IMF-utlåning vid kris. Sådana extraordinära behov uppkom exempelvis i samband med

²⁰ Anledningen till att det är regeringen och inte Riksbanken som ber riksdagen om bemyndigande är att en ökning av insatskapitalet innebär en ändring av en redan ingången internationell överenskommelse.

den globala finanskrisen och den europeiska skuldkrisen. Den här delen av IMF-åtagandena har dock en lång historia. Redan år 1962 beslöt världens då tio största västliga industriländer att bistå IMF med ytterligare resurser multilateralt, om detta skulle krävas. Samarbetet hanterades inom G10-gruppen.²¹ Samarbetet har utvidgats över tid och de nuvarande arrangemangen har flera medlemmar. Det multilaterala lånearrangemanget heter NAB (eng. *New Arrangements to Borrow*) och är ett slags multilateralt och frivilligt åtagande gentemot IMF, som i Riksbankens årsredovisning kallas IMF:s nya lånearrangemang.²² Utöver det har ett antal länder även ingått bilaterala lånearrangemang med IMF. Länders lånearrangemang med IMF påverkar inte deras röststyrka i IMF, då endast andelen av insatskapitalet styr landets röststyrka. Precis som med insatskapitalet behöver bidrag till IMF:s lånearrangemang inte med automatik betalas in till IMF, utan det är ett löfte om att tillhandahålla pengar när IMF behöver det. Eftersom IMF betalar ränta till medlemsländerna när de lånar av dem, har IMF inte intresse av att ha mer inbetalt än vad organisationen för närvarande behöver.

27.7.3 Åtaganden relaterade till innehav av IMF:s reservtillgång SDR

År 1969 skapade IMF en internationell reservtillgång som kallas särskilda dragningsrätter, SDR (eng. *Special Drawing Rights*). IMF:s medlemsländer har tilldelats SDR i proportion till sitt insatskapital. Syftet med skapandet av SDR var att tillgodose IMF:s medlemsländers behov av valutareserver i den omfattning som krävs för en stabil tillväxt i världsekonomin (prop. 1997/98:162 s.5). Genom sitt medlemskap i IMF har Sverige förbundit sig att växla den internationella reservtillgången SDR mot internationellt gångbar valuta. På detta sätt kan IMF:s medlemsländer på ett formaliserat sätt hjälpa varandra med likviditet i valuta. I ett eventuellt framtida krisläge där Sverige har betalningsbalansproblem skulle Riksbanken kunna framföra till IMF att Sverige önskar växla SDR mot utländsk valuta med andra centralbanker.

²¹ Frankrike, Italien, Japan, Kanada, Storbritannien, Tyskland, USA, Belgien, Nederländerna och Sverige. År 1964 tillkom Schweiz. G10 har således elva medlemmar numera.

²² Riksbanken (2017).

Utöver att SDR fyller en funktion som reservtillgång är SDR även IMF:s räkneenhet.²³ Det innebär att samtliga transaktioner mellan IMF och dess medlemsländer redovisas i SDR, men transaktionerna görs oftast i traditionella valutor (till den växelkurs som råder under transaktionens dag). Se faktaruta för en detaljerad beskrivning av de särskilda dragningsrätterna.

Faktaruta om särskilda dragningsrätter (SDR)

IMF har (utan motprestation) tilldelat samtliga sina 189 medlemsländer särskilda dragningsrätter. De särskilda dragningsrätterna (SDR) är en vägd korg av fem stora valutor; den amerikanska dollarn, euro, kinesiska renminbi, japansk yen och brittiska pund. IMF beräknar en marknadsmässig SDR-ränta som utgör basen för beräkning av IMF:s in- och utlåningsräntor.

Storleken på varje lands SDR-tilldelning är relaterad till landets insatskapital. Totalt har IMF delat ut 204 miljarder SDR till sina medlemsländer. Värdet av totalt utgivna SDR motsvarade 2017 cirka 2 350 miljarder svenska kronor. Som en jämförelse motsvarar det omkring hälften av Sveriges BNP samma år.

SDR-innehaven ökar ländernas valutareserver och ger innehavaren en rättighet, men även en skyldighet, att växla SDR mot någon av de fem valutorna som ingår i SDR-korgen. IMF administrerar den handel med SDR som sker mellan medlemsländerna, och IMF eftersträvar en jämn bördefördelning. Vidare ger IMF fem arbetsdagens förvarning på varje SDR-transaktion. I praktiken kan Riksbanken bli kontaktad och uppmanad att med fem arbetsdagens varsel ta emot SDR och i gengäld lämna ifrån sig internationell valuta (till den växlingskurs som SDR den dagen står i). Alternativt kan ett land vilja köpa SDR av Riksbanken. SDR-handeln har hittills skett på frivillig basis men i ett läge där det behövs kan IMF aktivera sina fördelningskrav. Fördelningskraven innebär att ett finansiellt starkt land kan behöva växla in upp till 300 procent av sina tilldelade SDR för att på det sättet ge svagare länder åtkomst till internationell valuta.

²³ SDR används även som räkneenhet i diverse internationella konventioner, t.ex. i konventionen den 28 maj 1999 om vissa enhetliga regler för internationella lufttransporter (Montrealkonventionen).

Det är värt att betona att SDR räknas till landets valutareserv enligt internationell redovisningspraxis. En ökning eller minskning av ett lands SDR-innehav genom transaktioner med andra IMF-medlemsländer varken minskar eller ökar landets valutareserv utan är endast ett byte av innehållet i reserven. Om exempelvis ett land vill sälja SDR till Riksbanken tar Riksbanken emot SDR och lämnar i gengäld ifrån sig internationell valuta till samma värde. Storleken på valutareserven är därmed oförändrad. Däremot innehåller valutareserven mer av en mindre likvid tillgång (SDR) jämfört med tidigare (en internationell valuta som t.ex. amerikanska dollar). Anledningen till att SDR kan ses som mindre likvid är att den inte handlas på samma sätt som andra valutor, och den kan t.ex. inte användas för att ge nödkredit till en bank.

Endast länder med ett faktiskt betalningsbalansbehov förväntas initiera SDR-handel. Det ska alltså inte göras i syfte att ändra sammansättningen av valutareserven. I Sverige är det Riksbanken som fattar beslut om SDR-handeln, men det sker enligt riktlinjer från IMF. Enligt IMF:s stadgar (artikel XXII) är medlemsländerna skyldiga att agera så att SDR-handeln ska fungera effektivt.

27.7.4 Åtaganden relaterade till IMF:s utlåning till låginkomstländer

IMF:s utlåning sker i normalfallet, som i beskrivningarna ovan, mot ränta och under villkor om reformer. IMF ägnar sig dock även åt subventionerad utlåning till låginkomstländer, men i betydligt mindre volymer än de andra krislånen. Denna utlåning sker inom ramen för IMF:s fond PRGT (eng. *Poverty-Reduction and Growth Trust*). Subventioneringen består av särskilt förmånliga räntevillkor och/eller längre återbetalningstid på lånen.

Bakgrunden till att IMF subventionerar utlåning till låginkomstländer är att enligt IMF:s stadga ska alla medlemmar kunna låna från IMF. År 2000 bedömde Sveriges regering att det bör finnas tillgång till utlåning på s.k. mjuka villkor för att utvecklingsländer i praktiken ska ha denna möjlighet (prop. 1999/2000:50 s. 24).

27.7.5 IMF:s finansiella transaktionsplan (FTP) och förhandsavisering till medlemsländerna rörande transaktioner

IMF redovisar halvårsvis en finansiell transaktionsplan, FTP (eng. *Financial Transaction Plan*) som fördelar finansieringen av IMF:s program bland de av IMF:s medlemmar som ingår i FTP. IMF söker att fördela bördan jämnt mellan medlemmarna, i relation till landets ägarandel och enligt riktlinjer som exekutivstyrelsen beslutar om.²⁴ I FTP redogör IMF för maximala och förväntade dragningar från medlemmarna under det kommande halvåret. FTP ger medlemmarna en indikation om hur mycket pengar som kommer att behövas från respektive land under det kommande halvåret. Vid större händelser uppdateras den oftare än halvårsvis. Det fungerar rent praktiskt så att de finansiella resurser som medlemsländerna bidrar med (vilka har aviserats i FTP) lånas vidare till IMF:s låntagarländer. När låntagaren framöver betalar tillbaka till IMF så återförs pengarna till de länder som genom FTP bidrog till utlåningen.²⁵

Utöver den halvårsvisa FTP ger IMF normalt förhandsavisering fem affärsdagar innan de behöver nyttja resurser från ett medlemsland. Som allra minst ger IMF detaljerade betalningsinstruktioner två dagar innan transaktionen.

Ett medlemsland i IMF kan undantas från att bidra till IMF:s finansiering. Bland annat innebär det att ett land som själva lånar av IMF inte behöver bidra till att samtidigt finansiera andra låntagares IMF-program. Även andra länder än låntagarländer kan dock undantas från skyldigheten att låna ut. Huruvida en specifik IMF-medlem inkluderas i FTP avgörs baserat på en periodisk utvärdering i exekutivstyrelsen om det aktuella landet har en tillräckligt stark extern position för att delta i FTP, och därmed bidra till att låna ut pengar till andra länder i behov.

²⁴ IMF (2018), s. 26.

²⁵ Ibid., s. 25.

27.7.6 Kreditrisk vid utlåning till IMF

Slutligen finns det skäl att beröra kreditrisken i utlåningen till IMF. Det finns flera skäl för att anta att kreditrisken i att låna ut pengar genom IMF är mycket begränsad:

- IMF har byggt upp reserver under en lång tid, bl.a. genom att ta högre ränta för sin utlåning än för inlåningen.
- IMF kräver normalt sett reformer för att låna ut till ett land vilket, givet att reformerna är ändamålsenligt utformade, ökar sannolikheten för att landet ska kunna betala tillbaka.
- IMF är en s.k. prioriterad fordringsägare.

Det är därför mycket ovanligt att IMF gör kreditförluster på sin utlåning. Även när det sker har IMF hittills – under sina 75 år – aldrig låtit sina medlemmar bära några förluster, vilket även gäller utlåningen till låginkomstländer. Även Flamutredningen bedömde risken för kreditförluster på IMF-lån som liten.²⁶ Medlemsländerna tar alltså endast en liten risk för kreditförluster. Däremot accepterar de en låg avkastning på de medel som de tillhandahåller IMF. Räntan som IMF lämnar för sin inlåning kan anses vara relativt låg i förhållande till andra, mer långsiktiga, placeringar som Riksbanken kan investera i.²⁷

27.8 Riksbankens finansiella åtaganden mot IMF

27.8.1 En samlad bild av de finansiella åtagandena mot IMF

Riksbankens finansiella åtaganden gentemot IMF uppgick i slutet av 2018 till totalt 263 miljarder kronor (se Tabell 27.1). Åtagandena består dels av att Riksbanken på begäran ska tillhandahålla krediter till andra IMF-medlemsländer, dels att Riksbanken ska tillhandahålla utländsk valuta i utbyte mot s.k. särskilda dragningsrätter (SDR).

²⁶ SOU 2013:9, s. 134 och 135.

²⁷ Ekelund och Mannefred (2012), s. 3.

Tabell 27.1 Riksbankens finansiella åtagande gentemot IMF i slutet av 2018, miljoner kronor

	Utnyttjat	Maximalt	Outnyttjat
Insatskapital (kvot)	5 093	54 591	49 498
NAB	2 358	27 801	25 443
Kreditavtal	–	91 190	91 190
PRGT-avtal	–	6 162	6 162
SDR	27 289	83 143	55 854
Totalt	34 740	262 887	228 147

Källa: Riksbanken (2019a), s. 63, tabell 7.

Det utnyttjade åtagandet är som synes lågt, motsvarande mindre än 15 procent av det maximala åtagandet. Det bör också poängteras att det måste ses som mycket osannolikt att det maximala åtagandet skulle tas i anspråk. Särskilt osannolikt är det att det skulle hända i ett läge där Sverige har egna problem. IMF har nämligen en regel som innebär att ett land kan undantas från att bidra till IMF:s finansiering (se avsnitt 27.7.5).

27.8.2 Kommentarer om de svenska åtagandena

Gällande Sveriges åtagande i förhållande till IMF:s permanenta resurser, dvs. insatskapital, fattades beslut om en höjning senast 2011. Då bemyndigades regeringen, genom en proposition till riksdagen, att öka den svenska kapitalinsatsen. I samma proposition bemyndigades Riksbanken att betala in nödvändiga insatsbelopp till IMF. Vid inbetalning av kapital (t.ex. till följd av en höjning av IMF:s insatskapital) gäller att 75 procent betalas i nationell valuta (de facto krediteras det på IMF:s kronkonto i Riksbanken), och 25 procent betalas in i SDR eller valuta specificerad av IMF (prop. 2011/12:13 s. 6). Den senare delen kallas även reservposition. Hur stor reservpositionen är vid en tidpunkt varierar efter IMF:s utlåningsbehov. I mars 2019 uppgick den här delen till strax under 11 procent av Sveriges insatskapital.²⁸

²⁸ IMF:s webbplats (eng. *Sweden: Financial Position in the Fund as of March 31, 2019*).

Sverige har vid flera tillfällen ingått temporära multilaterala och bilaterala lånearrangemang med IMF (NAB och kreditavtal i tabellen). Det bilaterala låneavtalet (kreditavtal i tabellen) löper ut 2020. Det kan därefter bli aktuellt med nya bilaterala lån. NAB-avtalen förnyas vart femte år efter att avtalsformerna har beslutats i exekutivstyrelsen. När Sverige ingår i lånearrangemang med IMF sker det genom att IMF ställer en fråga om deltagande till Riksbanken. För att kunna delta behöver då Riksbanken göra en framställning till riksdagen. Riksdagen fattar sedan beslut i fråga om Riksbanken får delta.

Vad gäller de särskilda dragningsrätterna (SDR) tas de upp på tillgångssidan på Riksbankens balansräkning. På skuldsidan finns även en lika stor motpost gentemot IMF. Riksbanken har tilldelats totalt cirka 2,25 miljarder SDR från IMF, vilket motsvarar omkring 27,7 miljarder svenska kronor. År 2018 höll Riksbanken SDR till ett värde av 27 miljarder svenska kronor. Maximalt kan Riksbanken enligt IMF:s stadgar behöva hålla 300 procent av sin tilldelning i SDR, vilket motsvarar omkring 83,1 miljarder i svenska kronor. För en storleksreferens kan nämnas att värdet på Riksbankens guld- och valuta-reserv i december 2018 var 499,4 miljarder kronor.

Vad gäller Sveriges åtaganden relaterade till IMF:s verksamhet i låginkomstländer bad IMF 2012 medlemsländerna om att efterskänka övervinster på sitt guldinnehav hos IMF. Riksdagen godkände då att Riksbanken deltog. Riksdagen beslutade också att Riksbanken, för att finansiera detta, fick använda Sveriges andel av vinsten från försäljningen av IMF:s guldinnehav. Utöver det, och också på frivillig basis, har biståndsmyndigheten Sida efter regeringsbeslut bidragit med pengar till IMF:s mjuka utlåning. Sida kan även under vissa förutsättningar besluta om att bidra utan att det föregås av regeringsbeslut (till s.k. eng. *trust funds*).

Sveriges PRGT-finansiering genom IMF uppgick under 2018 till ett maximalt åtagande om 6,2 miljarder kronor (se Tabell 27.1). Den mjuka utlåningen är således en liten del av IMF:s verksamhet. Av Riksbankens maximala åtagande gentemot IMF (cirka 262,9 miljarder, se Tabell 27.1) utgör initiativet gentemot låginkomstländer således omkring 2,3 procent. Eftersom det är Riksbanken som är IMF:s finansiella motpart har Riksbanken hanterat IMF:s förfrågningar om att finansiera dess mjuka utlåning. I praktiken går det till så att Riksbanken efter en förfrågan från IMF överlägger med Regeringskansliet och därefter gör en framställning till finansutskottet. Riksdagen fattar

därefter beslut om huruvida Riksbanken ska delta i initiativet. Regeringen fattar beslut angående om även Sida ska delta i IMF:s mjuka utlåning.

Både Riksbanken och riksdagen har vid tidigare tillfällen lyft att beslutsordningen kring IMF:s mjuka utlåning bör utvärderas eftersom det ligger utanför Riksbankens normala ansvarsområde. Internationellt är det flera länder som har valt en särlösning för just den mjuka utlåningen. Exempelvis ger Danmark, Frankrike och Tjeckien ut en statlig garanti för centralbankens mjuka utlåning genom IMF. I Norge är regeringen formell avtalspart vad gäller den mjuka utlåningen (trots att det är Norges Bank som är finansiell motpart till IMF). I Storbritannien står staten för bidrag till den mjuka utlåningen (den brittiska centralbanken är inte finansiell motpart till IMF).

27.9 Kommitténs överväganden

27.9.1 Kommitténs övergripande bedömningar

Kommitténs bedömning: Det är olämpligt att valutareserven dimensioneras särskilt för potentiella åtaganden mot IMF. IMF:s utlåning till låginkomstländer ligger utanför Riksbankens verksamhetsområde. Det är i dag otydligt om det är finansdepartementet eller Riksbanken som bestämmer svensk position vid eventuella oenigheter i IMF-samarbetet.

Kommitténs förslag i de följande avsnitten syftar till att hantera de problembilder rörande IMF som har identifierats.

Det första problemet med nuvarande ordning är vad gäller finansieringen av IMF. Det är enligt kommitténs bedömning olämpligt att valutareserven dimensioneras särskilt för potentiella åtaganden mot IMF. Eftersom Riksbanken, till skillnad från Riksgäldskontoret, inte enkelt lånar upp utländsk valuta på kort tid på marknaden behöver Riksbanken i så fall hålla en extra stor valutareserv för IMF-åtagandena.²⁹ Att hålla tillgångar i valutareserven är förenat

²⁹ I mars 2019 bedömde Riksbanken att IMF-åtagandena motiverar en valutareserv på 5,5 miljarder amerikanska dollar, vilket motsvarar drygt 50 miljarder kronor i oktober 2019 (se avsnitt 30.6.3).

med kostnader för staten. Vidare innebär ordningen med att infria IMF-åtagandena med medel från valutareserven en väsentlig nackdel såtillvida att osäkerheten ökar kring hur stor valutareserv det finns att tillgå för andra ändamål. Dessutom innebär förfonderingen en låg transparens i kostnader och intäkter på IMF-utlåningen eftersom det inte finns någon öronmärkning i valutareserven avseende hur mycket som täcker just IMF-åtagandena. Vidare är det principiellt rimligt att räntekostnader och eventuella kreditförluster belastar statsbudgeten och inte Riksbankens resultat. Det bidrar även till att värna budgetlagens (2011:203) principer om tydlig redovisning av användningen av statens medel.

Ett annat problem som har identifierats är att det med nuvarande ordning är Riksbanken som ställer frågan till riksdagen om att delta i IMF:s utlåning till låginkomstländer. Eftersom dessa uppgifter är utanför Riksbankens verksamhetsområde är det enligt kommitténs bedömning en mindre lämplig ordning.

Slutligen har det även identifierats som ett problem att det i vissa fall är otydligt om det är Riksbanken eller finansdepartementet som bestämmer svensk position vid eventuella oenigheter i IMF-arbetet. Kommittén bedömer att det vore positivt att tydliggöra detta.

27.9.2 Riksbankens roll som förbindelseorgan

Kommitténs förslag: Riksbanken får verka som förbindelseorgan i förhållande till internationella finansorgan som Sverige är medlem i.

Kommitténs bedömning: Finansministern bör utses till guvernör i IMF:s guvernörstyrelse.

Det är värdefullt att Riksbanken även fortsättningsvis deltar i IMF-arbetet, i likhet med samtliga övriga EU-länders centralbanker. Därigenom kan Sverige också tillgodogöra sig Riksbankens upparbetade kompetens i IMF-arbetet. Kommittén bedömer därför att det är lämpligt att Riksbanken även fortsättningsvis får verka som förbindelseorgan i förhållande till IMF. Att Riksbanken får vara förbindelseorgan i förhållande till internationella finansorgan som Sverige är medlem i (vilket inkluderar IMF) anges i den nuvarande riksbanks-

lagen. En motsvarande bestämmelse ska föras över till den nya riksbankslagen.

Svenska ställningstaganden i IMF ska även i fortsättningen tas fram i samarbete mellan regeringen och Riksbanken. Enligt vad kommittén erfar fungerar detta samarbete väl. De närmare formerna för samarbetet lämpar sig inte för lagstiftning. Kommittén noterar dock att Sverige som land är medlem i IMF. Vid eventuell oenighet mellan företrädare för finansdepartementet och Riksbanken om vilken position som Sverige bör företräda, är det därför enligt kommitténs bedömning ytterst regeringen som bestämmer, såvida det inte handlar om penningpolitik eller övriga ECBS-relaterade frågor. Enligt förordningen (1996:1515) med instruktion för Regeringskansliet, kommer det som regel vara finansministern (och inte regeringen) som ansvarar för svenska svar och kommentarer inom förfaranden som följer av Sveriges medlemskap i IMF.

Eftersom det ytterst är regeringen som bestämmer den svenska positionen vid eventuella oenigheter finns det skäl att regeringen för tydlighetens skull utser finansministern (i stället för riksbankschefen) till guvernör och riksbankschefen som biträdande guvernör i guvernörstyrelsen, det högsta beslutande organet inom IMF.

27.9.3 Riksbankens roll som finansiell motpart

Kommitténs förslag: Riksbanken får vara finansiell motpart till Internationella valutafonden.

Riksbanken får av egna medel tillskjuta insatskapital i Internationella valutafonden, om riksdagen har godkänt detta.

Riksbanken får förvärva de särskilda dragningsrätter som tillkommer genom deltagande i Internationella valutafonden. Det åligger Riksbanken att fullgöra de skyldigheter som följer av Sveriges deltagande i detta system.

Riksbanken får ge krediter till eller delta i annan finansiering av Internationella valutafondens verksamhet, om finansieringen har godkänts av riksdagen.

I fråga om finansiering av Internationella valutafondens verksamhet riktad mot låginkomstländer, gäller dock att Riksbanken får delta när regeringen har lämnat besked om att riksdagen har godkänt detta.

I samband med att Riksbanken överför insatskapital eller medel för att finansiera Internationella valutafondens verksamhet (enligt ovan) ska Riksbanken låna motsvarande belopp i Riksgäldskontoret. Riksbanken ska betala ersättning till Riksgäldskontoret motsvarande den ränta som Riksbanken mottar från Internationella valutafonden. Kapitalbelopp som Riksbanken får tillbaka från Internationella valutafonden ska Riksbanken återföra till Riksgäldskontoret.

Kommitténs bedömning: Riksgäldskontoret bör ges i uppdrag att särredovisa räntenettet och eventuella kreditförluster för IMF-åtaganden.

När det gäller vilken myndighet som ska vara finansiell motpart gentemot IMF har i praktiken de flesta av IMF:s medlemmar valt att utse centralbanken till både finansiell motpart och förvaringsinstitut. Riksbanken har också sedan Sverige gick med i IMF varit finansiell motpart till IMF, vilket även är den i särklass vanligaste ordningen inom EU. Den ordningen bör kvarstå även i Sverige.

För att hantera de problem som har identifierats rörande finansieringen av IMF föreslår kommittén att Riksgäldskontoret ska ansvara för att löpande låna upp de medel som IMF ber Riksbanken att tillhandahålla. Denna ordning har likheter med den påfyllnadsprincip för valutareserven som kommittén föreslår i avsnitt 30.7. IMF-upplåningen och påfyllnadsprincipen rörande likviditetsstöd föreslås dock lyda under olika förutsättningar och villkor. Detta beror på att IMF är ett statligt åtagande. Det är riksdagen som godkänner nya åtaganden (se nästa avsnitt) och Riksbanken ska därför inte drabbas av kostnader eller förluster kopplade till detta. Vad gäller likviditetsstöd är det däremot Riksbankens ansvar, och beslut att lämna likviditetsstöd fattas av Riksbanken.

Riksgäldskontoret ska således enligt kommitténs förslag löpande låna ut medel till Riksbanken i samband med Riksbankens IMF-transaktioner. Räntan ska motsvara den ränta som Riksbanken mottar från IMF. När Riksgäldskontoret har lånat ut pengar till Riksbanken i syfte att betala IMF ska lånen återbetalas så snart IMF-lånet återbetalas till Riksbanken. I (den osannolika) händelsen av kreditförluster på IMF-lån påverkas med denna ordning inte Riksbanken utan Riksgäldskontoret, eftersom Riksbanken då inte kan återföra hela lånebeloppet till Riksgäldskontoret. Förlusten uppkommer i stället

på statens budget. Det gör därmed även att det eventuella behovet av statliga garantier för centralbankens IMF-utlåning faller bort, och det tydliggör att IMF är ett statligt åtagande. Lånemöjligheten vad gäller IMF-finansieringen är obegränsad och ger således Riksbanken ett starkt finansiellt oberoende när det gäller IMF-åtagandena.

Det behöver framgå i lag att det är möjligt för Riksgäldskontoret att ta upp lån för att tillgodose Riksbankens behov av att finansiera IMF-åtagandena. Enligt gällande rätt betalar Riksbanken enligt 5 kap. 1 § andra stycket budgetlagen kostnaderna för Riksgäldskontorets upplåning i syfte att förstärka valutareserven. Vid utlåning till IMF ska dock den ränta som Riksbanken betalar till Riksgäldskontoret i stället – enligt kommitténs förslag – motsvara den ränta som Riksbanken mottar från IMF på utlånade medel (enligt ovan).³⁰ I kommitténs förslag till lag om Riksgäldskontorets upplåning för Riksbankens behov finns ytterligare bestämmelser om upplåning.

Genom att jämföra den ränta som Riksbanken betalar till Riksgäldskontoret för IMF-upplåningen med Riksgäldskontorets upplåningskostnader går det därmed att, till skillnad från i dag, beräkna ett tydligt räntenetto för IMF-utlåningen. Räntenettet som uppkommer till följd av Sveriges IMF-åtaganden hamnar därmed direkt på statens budget i stället för indirekt via Riksbankens resultat. Det vore enligt kommitténs bedömning lämpligt om Riksgäldskontoret gavs i uppdrag att särredovisa nettokostnaderna mot ett särskilt anslag eller anslagspost i statens budget så att IMF-åtagandenas budgeteffekter blir synliga. Det ligger dock utanför kommitténs uppdrag att lämna förslag i denna del.

Riksbanken blir med kommitténs förslag i det närmaste att betrakta som en betalningsförmedlare för statens IMF-åtagande, och den osäkerhetskomponent som IMF-åtagandena har inneburit för valutareserven elimineras. Därmed behöver inte valutareserven ökas i förebyggande syfte med hänvisning till det potentiella IMF-åtagandet. Detta arrangemang skulle därför enligt kommitténs bedömning bättre avspegla budgetlagens regler om tydlig redovisning av statens kostnader. Det följer även principerna för statlig tillgångs- och skuldförvaltning, dvs. att staten ska ha minsta möjliga skuld vid varje given tidpunkt och därmed största möjliga statsfinansiella handlingsfrihet

³⁰ Vid upplåning för att förstärka valutareserven av andra skäl bör däremot Riksbanken enligt gällande regler i budgetlagen ersätta Riksgäldskontoret för de kostnader som Riksgäldskontoret har för upplåningen. Se vidare kapitel 30.

för att hantera oväntade behov av utgifter. Staten lånar då i stället när behovet uppkommer. Till detta kan läggas att det avhänder Riksbanken det ekonomiska ansvaret för betalningsbalansstöd till andra stater.

Det kommer att finnas information som ger Riksgäldskontoret tid att låna upp valuta som Riksbanken ska tillhandahålla till IMF. Anledningen till detta är att IMF dels halvårsvis förmedlar till sina medlemsländer vilka resurser de som mest väntas behöva från dem (genom den finansiella transaktionsplanen FTP), dels i normalfallet ger en förhandsavisering om fem affärsdagar innan de behöver nyttja resurser från ett medlemsland. Riksgäldskontorets bedömning är att de snabbt kan låna upp medel för att uppfylla IMF-åtagandena. Det innebär att Riksbanken kommer att kunna få lån från Riksgäldskontoret i anslutning till Riksbankens begäran. Det ska också betonas att i ett (osannolikt) eventuellt framtida krisläge där Riksgäldskontoret har svårt att låna upp tillräcklig utländsk valuta för IMF-åtagandena är det osannolikt att Sverige av IMF bedöms vara tillräckligt starkt för att delta i IMF:s finansiella transaktionsplan, och därmed bidra till IMF-utlåningen. Med andra ord: om Sverige är i ett så svårt läge att påfyllnadsprincipen inte skulle fungera följer det av IMF:s regler att Sverige skulle befrias från att låna ut till andra länder genom IMF. Det är således osannolikt att Riksbanken behöver finansiera IMF-utlåning från valutareserven i ett sådant läge där Riksgäldskontoret inte förmår att fylla på dessa medel i valutareserven. Det ska också nämnas att i ett för Sverige mycket svårt statsfinansiellt läge finns även möjligheten för Sverige att själva söka hjälp från IMF, vilket dock skulle vara förknippat med en betydande anseendeförlust för Sverige. IMF-åtagandet kan därför också ses som en försäkring.

Vad gäller SDR-åtagandena ska dessa enligt kommitténs förslag även fortsatt finansieras genom avsättningar i valutareserven utan påfyllnad. Anledningen till att SDR-handeln inte bör omfattas av påfyllnadsprincipen är att handeln inte påverkar storleken på valuta-reserven utan endast innebär en ändring av sammansättning av valuta-reserven (byte av SDR mot utländsk valuta) och dess likviditet.³¹

Riksbanken ska i sin årsredovisning ge en samlad bild av Sveriges åtaganden gentemot IMF (förutom eventuella Sida-åtaganden).

³¹ Riksbanken (2019b) beskriver vidare att SDR-handeln de senaste åren oftare har tillfört amerikanska dollar till valutareserven än varit en belastning, detta eftersom andra länder i högre grad har efterfrågat att köpa SDR (och i gengäld betalat Riksbanken i amerikanska dollar) än att sälja SDR. Av detta drar Riksbanken slutsatsen att det talar för att behovet som kan uppstå i valutareserven på grund av handel i SDR är begränsat.

Kommittén har övervägt att hantera de ovan nämnda nackdelarna genom att i stället för Riksbanken tilldela Riksgäldskontoret uppgiften att vara finansiell motpart och därigenom finansiera Sveriges IMF-åtaganden. Det finns dock ett antal praktiska problem med denna lösning, däribland följande:

- Av IMF:s stadgar framgår att om ett land har en centralbank så ska denna vara förvaringsinstitut gentemot IMF. Det innebär att IMF enligt sina stadgar behöver ha konto i Riksbanken.³² Även SDR-tilldelningen kvarstår på Riksbankens balansräkning oavsett vilken myndighet som är finansiell motpart. SDR ingår per definition i ett lands valutareserv. Ingen annan myndighet än Riksbanken har således möjlighet att ha en samlad bild över IMF-åtagandena.
- Om Riksgäldskontoret blir finansiell motpart innebär det i praktiken att IMF får två olika kontaktmyndigheter.
- Riksbanken har en hög upparbetad kompetens vad gäller IMF-frågor medan Riksgäldskontoret inte deltar i det löpande IMF-arbetet.

Kommittén föreslår mot denna bakgrund att Riksbanken fortsatt är finansiell motpart men att Riksgäldskontoret löpande ska låna upp de medel som IMF ber Riksbanken att tillhandahålla.

Riksdagens godkännande av nya IMF-åtaganden

Förutom den mjuka utlåningen till låginkomstländer som berörs nedan ska Riksbankens finansiella åtaganden gentemot IMF enligt nuvarande riksbankslag ha ett valutapolitiskt syfte. Kommittén föreslår i kapitel 19 att uttrycket valutapolitiskt syfte inte ska användas i den nya riksbankslagen eftersom det har oklar innebörd. I överensstämmelse med vad som gäller enligt den nuvarande riksbankslagen (7 kap. 4 §) ska det krävas riksdagens medgivande i de fall där Sverige ska låna ut pengar till IMF, skjuta till insatskapital eller på annat sätt delta i finansiering inom ramen för IMF:s verksamhet. I fråga om andra transaktioner än de som nämns i de föregående styckena be-

³² IMF:s stadgar, artikel XIII, avsnitt 2a. Se IMF (2016b).

hövs enligt den nuvarande riksbankslagen inget medgivande om det har ett valutapolitiskt syfte.

Ett alternativ vore att i den nya riksbankslagen ersätta begreppet valutapolitiskt syfte. Kommittén anser dock att riksdagens godkännande alltid ska krävas när Riksbanken deltar i finansiering inom ramen för IMF:s verksamhet. Anledningen är att det är ett statligt åtagande, vilket även tydliggörs genom införande av en påfyllnadsprincip. Riksbanken får besluta om krediter eller annan finansiering av IMF:s verksamhet, om finansieringen har godkänts av riksdagen. Enskilda transaktioner inom godkänd ram behöver inte riksdagens godkännande.

Enligt den nuvarande ordningen gör Riksbanken en framställning till riksdagen om medgivande för att få delta i ny finansiering med IMF, förutom vad gäller ändringar i medlemskap (insatskapital). När det rör ändringar i medlemskapet är det regeringen som överlämnar en proposition till riksdagen, eftersom det är en internationell överenskommelse. Innan Riksbanken gör en framställning, eller regeringen beslutar om en proposition, konsulterar Regeringskansliet och Riksbanken varandra.³³ Kommitténs förslag är framtaget utifrån förutsättningen att dessa arbetsformer ska upprätthållas.

Vad gäller den mjuka utlåningen till låginkomstländer föreslås dock en ändring i arbetsformerna.

Mjuk utlåning till låginkomstländer

När det rör den s.k. mjuka utlåningen till låginkomstländer som bl.a. sker inom ramen för IMF:s Poverty Reduction and Growth Trust (PRGT) får Riksbanken enligt kommitténs förslag delta när Riksbanken har fått besked av regeringen att riksdagen har godkänt detta. Regeringen ska lämna en proposition till riksdagen för att be om bemyndigande om regeringen önskar finansiera den mjuka utlåningen genom Riksbanken (via valutareserven och med lån från Riksgäldskontoret). Beslutsgången vad gäller mjuk utlåning blir därmed densamma som vad gäller insatskapitalet. Anledningen till det är främst att den mjuka utlåningen till låginkomstländer ligger utanför Riksbankens verksamhetsområde varför det är lämpligare om det är

³³ I samband med höjningen av insatskapitalet 2011 föregicks regeringens proposition till riksdagen av en framställning från Riksbanken till regeringen. Se prop. 2011/12:13.

regeringen som ber om bemyndigande i dessa fall (se avsnitt 27.7.4). Det ska även noteras att internationellt är det flera andra länder som har valt att införa en särlösning för just den mjuka utlåningen. Dessutom är IMF:s utlåning till låginkomstländer mer riskfylld än den vanliga utlåningen.

I stället för att använda Riksbanken i egenskap av finansiell motpart kan regeringen välja att låta Sida delta i finansiering av IMF:s mjuka utlåning. Genom att ändra så att det framgent är regeringen (i stället för Riksbanken) som ber om ett eventuellt bemyndigande från riksdagen i dessa frågor blir det enklare för regeringen att ta ett samlat grepp om Sveriges bidrag till IMF:s mjuka utlåning.

I fråga om finansiering av IMF:s verksamhet riktad mot låginkomstländer föreslår kommittén sammanfattningsvis att Riksbanken får delta när Riksbanken genom regeringen har fått godkänt av riksdagen. Riksbankens begäran om godkännande ska alltså gå via regeringen genom att Riksbanken gör en framställning till regeringen som i sin tur lämnar en proposition till riksdagen.

27.10 Referenser

- ECB (2017a), *Opinion on Italy's participation in a number of International Monetary Fund programmes: the extension of the New Arrangements to Borrow, the contribution to the Poverty Reduction and Growth Trust, and a new bilateral loan agreement* (CON/2017/4). Europeiska centralbanken.
- ECB (2017b), *Opinion on conferring upon Lietuvos bankas the function of a fiscal agency of the International Monetary Fund* (CON/2017/53). Europeiska centralbanken.
- EFK (2012), *Council Decision of 26 April 2012 on a revision of the statutes of the Economic and Financial Committee (2012/245/EU)*. Ekonomiska och Finansiella Kommitténs stadgar. Official Journal of the European Union.
- Ekelund Å. och E. Mannefred (2012), "Riksbankens utlåning till Internationella valutafonden, IMF – hur och varför?", *Ekonomiska kommentarer* 2012:1, Riksbanken.
- IMF (2016a), *By-laws. Rules and regulations*, sextiotredje upplagan, april. Internationella valutafonden.
- IMF (2016b), *Articles of agreements*. Internationella valutafondens stadgar.
- IMF (2018), *IMF Financial operations 2018*, Internationella valutafonden.
- Riksbanken (2017), *Årsredovisning för Sveriges riksbank 2016*.
- Riksbanken (2019a), *Årsredovisning för Sveriges riksbank 2018*.
- Riksbanken (2019b), "Guld- och valutareserven minskas något", *Beslutsunderlag*, 6 mars.
- SOU 2013:9, *Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning*.

Statens offentliga utredningar 2019

Kronologisk förteckning

1. Santiagokonventionen mot organhandel. S.
2. Ingen regel utan undantag – en trygg sjukförsäkring med människan i centrum. S.
3. Effektivt, tydligt och träffsäkert – det statliga åtagandet för framtidens arbetsmarknad. A.
4. Framtidsval – karriärvägledning för individ och samhälle. U.
5. Tid för trygghet. A.
6. En långsiktig, samordnad och dialogbaserad styrning av högskolan. U.
7. Skogsbränderna sommaren 2018. Ju.
8. Kamerabevakning i kollektivtrafiken – ett enklare förfarande. Ju.
9. Privat initiativrätt – planintressentens medverkan vid detaljplaneläggning. N.
10. Stöd för validering eller kompetensåtgärder i samband med korttidsarbete. Fi.
11. Biojet för flyget. M.
12. Nya befogenheter på konsumentskyddsområdet. Fi.
13. Agenda 2030 och Sverige: Världens utmaning – världens möjlighet. Fi.
14. Ett säkert statligt ID-kort – med e-legitimation. Ju.
15. Komplementär och alternativ medicin och vård – säkerhet, kunskap, dialog. S.
16. Ny kärntekniklag – med förtydligt ansvar. M.
17. Bebyggelse- och transportplanering för hållbar stadsutveckling. N.
18. För flerspråkighet, kunskapsutveckling och inkludering. Modersmålsundervisning och studiehandledning på modersmål. U.
19. Belastningsregisterkontroll i arbetslivet – behovet av utökad författningsstöd. A.
20. Stärkt kompetens i vård och omsorg. S.
21. Effektivt investeringsfrämjande för hela Sverige. UD.
22. Sveriges miljöövervakning – dess uppgift och organisation för en god miljöförvaltning. M.
23. Styrkraft i funktionshinderspolitiken. S.
24. Stärkt integritet i idrottens antidopningsarbete. Ku.
25. Genomförande av ändringar i utstationeringsdirektivet. A.
26. Organbevarande behandling för donation. S.
27. Rasistiska symboler. Praxisgenomgång och analys. Ju.
28. Komplementär och alternativ medicin och vård – ny lagstiftning. S.
29. God och nära vård. Vård i samverkan. S.
30. Moderna tillståndprocesser för elnät. I.
31. F-skattesystemet – en översyn. Fi.
32. Straffrättsligt skydd för barn som bevittnar brott mellan närstående samt mot uppmaning och annan psykisk påverkan att begå självmord. Ju.
33. Ökad statlig närvaro i Härnösand. Fi.
34. Förbättrat skydd för totalförsvaret. Fö.
35. Demokrativillkor för bidrag till civilsamhället.
+ Demokrativillkor för bidrag till civilsamhället. Vägledning för handläggare. Ku.
36. Skattelättnad för arbetsresor. En avståndsberäknad och färdmedelsneutral skattereduktion för längre arbetsresor. Fi.
37. Kontroller vid högskoleprovet – ett lagförslag om åtgärder mot fusk. U.

38. Stora brottmål
– nya processrättsliga verktyg. Ju.
39. En moderniserad radio- och tv-lag
– genomförande av ändringar
i AV-direktivet. Ku.
40. Jämlikhet i möjligheter
och utfall i den svenska skolan. Fi.
41. Företagare i de sociala trygghets-
systemen. N.
42. Digifysiskt vårdval. Tillgänglig
primärvård baserad på behov
och kontinuitet. S.
43. Med tillit följer bättre resultat
– tillitsbaserad styrning och ledning
i staten. Fi.
44. Ett bättre premiepensionssystem. S.
45. Framtidens kemikaliekontroll.
Hantering av kombinationseffekter
och gruppvis bedömning av ämnen. M.
Future chemical risk management.
Accounting for combination effects
and assessing chemicals in groups. M.
46. En ny riksbankslag.
Volym 1, 2 och 3. Fi.

Statens offentliga utredningar 2019

Systematisk förteckning

Arbetsmarknadsdepartementet

Effektivt, tydligt och träffsäkert
– det statliga åtagandet för framtidens arbetsmarknad. [3]

Tid för trygghet. [5]

Belastningsregisterkontroll i arbetslivet
– behovet av utökad författningsstöd. [19]

Genomförande av ändringar i
utstationeringsdirektivet. [25]

Finansdepartementet

Stöd för validering eller kompetensåtgärder
i samband med korttidsarbete. [10]

Nya befogenheter på
konsumentskyddsområdet. [12]

Agenda 2030 och Sverige: Världens
utmaning – världens möjlighet. [13]

F-skattesystemet – en översyn. [31]

Ökad statlig närvaro i Härnösand. [33]

Skattelättnad för arbetsresor.
En avståndsberäknad och färdmedels-
neutral skattereduktion för längre
arbetsresor. [36]

Jämlikhet i möjligheter
och utfall i den svenska skolan. [40]

Med tillit följer bättre resultat
– tillitsbaserad styrning och ledning
i staten. [43]

En ny riksbankslag. Volym 1, 2 och 3. [46]

Försvarsdepartementet

Förbättrat skydd för totalförsvaret. [34]

Infrastrukturdepartementet

Moderna tillståndprocesser för elnät. [30]

Justitiedepartementet

Skogsbränderna sommaren 2018. [7]

Kamerabevakning i kollektivtrafiken
– ett enklare förfarande. [8]

Ett säkert statligt ID-kort
– med e-legitimation. [14]

Rasistiska symboler. Praxisgenomgång
och analys. [27]

Straffrättsligt skydd för barn som
bevittnar brott mellan närstående
samt mot uppmaning och annan
psykisk påverkan att begå självmord.
[32]

Stora brottmål
– nya processrättsliga verktyg. [38]

Kulturdepartementet

Stärkt integritet i idrottens antidopnings-
arbete. [24]

Demokrativillkor för bidrag till civil-
samhället.
+ Demokrativillkor för bidrag till
civilsamhället. Vägledning för hand-
läggare. [35]

En moderniserad radio- och tv-lag
– genomförande av ändringar
i AV-direktivet. [39]

Miljö- och energidepartementet

Biojet för flyget. [11]

Ny kärntekniklag
– med förtydligt ansvar. [16]

Sveriges miljöövervakning
– dess uppgift och organisation
för en god miljöförvaltning. [22]

Framtidens kemikaliekontroll.
Hantering av kombinationseffekter och
gruppvis bedömning av ämnen. [45]

Future chemical risk management.
Accounting for combination effects
and assessing chemicals in groups. [45]

Näringsdepartementet

- Privat initiativrätt – planintressentens medverkan vid detaljplanläggning. [9]
- Bebyggelse- och transportplanering för hållbar stadsutveckling. [17]
- Företagare i de sociala trygghetssystemen. [41]

Socialdepartementet

- Santiagokonventionen mot organhandel. [1]
- Ingen regel utan undantag – en trygg sjukförsäkring med människan i centrum. [2]
- Komplementär och alternativ medicin och vård – säkerhet, kunskap, dialog. [15]
- Stärkt kompetens i vård och omsorg. [20]
- Styrkraft i funktionshinderspolitiken. [23]
- Organbevarande behandling för donation. [26]
- Komplementär och alternativ medicin och vård – ny lagstiftning. [28]
- God och nära vård. Vård i samverkan. [29]
- Digifysiskt vårdval. Tillgänglig primärvård baserad på behov och kontinuitet. [42]
- Ett bättre premiepensionssystem. [44]

Utbildningsdepartementet

- Framtidsval – karriärvägledning för individ och samhälle. [4]
- En långsiktig, samordnad och dialogbaserad styrning av högskolan. [6]
- För flerspråkighet, kunskapsutveckling och inkludering. Modersmålsundervisning och studiehandledning på modersmål. [18]
- Kontroller vid högskoleprovet – ett lagförslag om åtgärder mot fusk. [37]

Utrikesdepartementet

- Effektivt investeringsfrämjande för hela Sverige. [21]