

YTTRANDE  
29 november 2011  
Dnr. 6-22-11

Finansutskottet  
Riksdagen  
100 12 Stockholm

## Rapporten ”Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005-2010” (2010/2011:RFR5)

### **SAMMANFATTNING**

- Konjunkturinstitutet delar rapportens allmänna bedömning att det goda resultatet av hanteringen av den finansiella krisen 2007–2009 uppnåddes trots en bristfällig institutionell struktur och att denna struktur alltså bör förbättras.
- Det är svårt att ta ställning till utvärderingens förslag till ansvarfördelning mellan myndigheter eftersom det saknas en utredning av vilka verktyg som ska fördelas. En sådan utredning bör bland annat analysera dels de verktyg Riksbanken har tillgång till redan i dag, dels hur samspelet mellan rena makrotillsynsverktyg och andra politikåtgärder ska hanteras.
- Konjunkturinstitutet delar rapportens bedömning att stresstest av det svenska banksystemet är viktiga, särskilt i ljuset av den likviditetsrisk bankerna bär i utländsk valuta. Konjunkturinstitutet vill dock betona att i det fall ett stresstest uppvisar att risken är för hög i banksystemet (eller i delar av det), så måste åtgärder vidtas som leder till att denna risk blir permanent lägre.
- Till skillnad från rapportförfattarna anser Konjunkturinstitutet att Riksbanken bör ändra det explicita inflationsmålet från att gälla KPI till att gälla ett inflationsmått som inte direkt påverkas av räntekostnader för egna hem.
- Det är i praktiken svårt att tillämpa rapportens rekommendation om att långsiktiga reporänteprognoser bör baseras på en formel som införlivar marknadens avkastningskurva.

### **FÖRDELNING AV ANSVAR FÖR FINANSIELL STABILITET**

Rapporten förordar två alternativ till hur ansvaret för finansiell stabilitet (makrotillsyn) ska fördelas mellan svenska myndigheter:

1. Svenska myndigheter delar på ansvar och verktyg för makrotillsyn och en systemrisknämnd inrättas för att samordna myndigheternas agerande.

2. Riksbanken tilldelas hela ansvaret och alla verktyg för makrotillsyn samt att det inom banken inrättas en stabilitetskommitté fristående från direktionen. Konjunkturinstitutet anser att det är svårt att ta ställning till rapportens förslag till ny institutionell ordning eftersom det saknas en analys av vilka verktyg som ska fördelas. I rapporten finns inte heller någon närmare utredning av de komplicerade rättsliga förutsättningarna när både Riksbanken, regeringen och olika myndigheter under regeringen ska samspela. I direktiven till Finanskriskommittén, *Översyn av regelverket för hantering av finansiella kriser*, ingår att analysera ansvarsfördelningen och samspelet mellan Riksbanken, Riksgälden, Finansinspektionen och Regeringskansliet. Konjunkturinstitutet anser att det är rimligt att vänta på den utredningens slutsatser innan en detaljerad bedömning görs av hur ansvar och befogenheter för finansiell krishantering bör fördelas mellan svenska myndigheter.

Konjunkturinstitutet vill ändå ta upp några viktiga allmänna aspekter då det gäller den institutionella ordningen för makrotillsyn i Sverige:

- Redan i dagsläget förfogar Riksbanken över verktyg för makrotillsyn (till exempel kassakrav på banker). Konjunkturinstitutet saknar en grundlig analys av på vilket sätt dessa kan användas och i vilken mån de kan bidra till att minska sannolikheten för uppkomsten av finansiella kriser. En sådan analys skulle visa vilken potential för makrotillsyn som finns givet den nu rådande institutionella strukturen i Sverige.
- Det är viktigt att betona att många av de verktyg som kan användas för makrotillsyn ofta har andra syften. Vissa typer av skatter, vars huvudsakliga syften till exempel kan vara fördelningspolitiska, kan även ha effekt på finansiella variabler och därigenom påverka sannolikheten för uppkomsten av finansiella kriser. Sådana verktyg kommer emellertid inte en myndighet med ansvar makrotillsyn att ha till sitt förfogande. Icke desto mindre måste effekterna på den finansiella stabiliteten av förändringar i sådana variabler beaktas i ett makrotillsynsarbete. Det bör utredas i vilket institutionellt sammanhang som sådana frågor ska uppmärksammas.

#### **STRESSTEST AV DET SVENSKA BANKSYSTEMET**

Eftersom det svenska banksystemet i en betydande utsträckning har lån i utländsk valuta är bankerna känsliga för snabba förtroendeskit på den internationella penningmarknaden. Detta blev inte minst uppenbart under finanskrisens akuta fas 2008–2009 då svenska banker blev beroende av ECB och Federal Reserve för en del av sin finansiering i euro och dollar. Utredningen rekommenderar därför att Riksbanken regelbundet genomför stresstester utifrån ett scenario där kapitalmarknaderna upphör att fungera och i det fall då ECB och Federal Reserve inte erbjuder lån.

Konjunkturinstitutet delar rapportens slutsats. Det är dock viktigt att betona att stresstest inte är oproblematiske. Ett exempel är om ett stresstest visar att ett finansiellt institut skulle gå i konkurs till följd av den händelse som analyseras. Det är då av högsta vikt att åtgärder för att minska risken för händelsen kan offentliggöras samtidigt som resultatet av stresstestet. Kreditmarknaden måste nämligen övertygas om att en konkurs bär en tillräckligt liten sannolikhet samt att de kreditförluster som följer av konkursen inte får systemmässiga konsekvenser. Om man misslyckas med detta kan offentliggörandet av resultatet av stresstestet i sig föda en uttagningsanstormning (bank run) som kan bli destabiliserande för det enskilda finansiella institutet, men även för banksystemet i stort.

I ljuset av resonemanget ovan anser Konjunkturinstitutet att om ett scenario där svenska banker inte får tillgång till finansiering i utländsk valuta bedöms vara behäftat med en inte helt obetydlig sannolikhet, så måste åtgärder vidtas som leder till en permanent lägre likviditetsrisk i det svenska banksystemet. Det är bra att Riksbanken regelbundet har uppmärksammat likviditetsriskerna i banksystemet, bland annat i sin publikation *Finansiell stabilitet*. Men för att undvika en oönskad utveckling är det viktigt att Riksbanken samtidigt vidtar konkreta åtgärder i det fall riskerna bedöms vara allvarliga.

#### **REKOMMENDATIONER AVSEENDE PENNINGPOLITIKEN**

Rapportförfattarna anser att Riksbanken bör fortsätta att använda KPI som sitt mål för analyser på medellång sikt och KPIF för att bedöma måluppfyllelsen på kortare sikt. Slutsatsen motiveras bland annat av att en alltför expansiv penningpolitik i en liten öppen ekonomi bland annat kan leda till snabb husprisinflation. Rapportförfattarna anser därmed att det är viktigt att basera inflationsmålet på ett mått som fångar upp sådana prisrörelser.

Konjunkturinstitutet vill till att börja med påpeka att snabba husprisstegringar inte direkt slår igenom i KPI, eftersom huspriser ingår i KPI som ett långt glidande medelvärde. Konjunkturinstitutet anser vidare att Riksbanken bör ändra det explicita inflationsmålet från att gälla KPI till att gälla ett inflationsmått som inte direkt påverkas av räntekostnader för egna hem. Detta eftersom KPI på kort sikt till stor del påverkas av förändringar i det penningpolitiska verktyget, reporäntan. I rapporten diskuteras detta problem, men författarna menar att det bäst hanteras genom att KPIF används för att bedöma måluppfyllelsen på kortare sikt. Konjunkturinstitutet anser däremot att en sådan ordning gör penningpolitiken svårare att förstå och utvärdera.

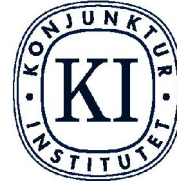
Konjunkturinstitutet vill till sist kommentera rapportens rekommendation om att de mer långsiktiga reporänteprognoserna bör baseras på någon typ av formel som införlivar marknadens avkastningskurva. För att en sådan regel ska vara meningsfull måste man utgå från den avkastningskurva som fångar de för penningpolitiken

relevanta förväntningarna. En sådan avkastningskurva är svår, för att inte säga omöjlig, att bilda utifrån tillgänglig data.

Beslut i detta ärende har fattats av generaldirektör Mats Dillén. Föredragande har varit Thomas Jonsson.

Mats Dillén

Thomas Jonsson



YTTRANDE  
29 november 2011  
Dnr. 6-22-11

Finansutskottet  
Riksdagen  
100 12 Stockholm

## Rapporten ”Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005-2010” (2010/2011:RFR5)

### **SAMMANFATTNING**

- Konjunkturinstitutet delar rapportens allmänna bedömning att det goda resultatet av hanteringen av den finansiella krisen 2007–2009 uppnåddes trots en bristfällig institutionell struktur och att denna struktur alltså bör förbättras.
- Det är svårt att ta ställning till utvärderingens förslag till ansvarfördelning mellan myndigheter eftersom det saknas en utredning av vilka verktyg som ska fördelas. En sådan utredning bör bland annat analysera dels de verktyg Riksbanken har tillgång till redan i dag, dels hur samspelet mellan rena makrotillsynsverktyg och andra politikåtgärder ska hanteras.
- Konjunkturinstitutet delar rapportens bedömning att stresstest av det svenska banksystemet är viktiga, särskilt i ljuset av den likviditetsrisk bankerna bär i utländsk valuta. Konjunkturinstitutet vill dock betona att i det fall ett stresstest uppvisar att risken är för hög i banksystemet (eller i delar av det), så måste åtgärder vidtas som leder till att denna risk blir permanent lägre.
- Till skillnad från rapportförfattarna anser Konjunkturinstitutet att Riksbanken bör ändra det explicita inflationsmålet från att gälla KPI till att gälla ett inflationsmått som inte direkt påverkas av räntekostnader för egna hem.
- Det är i praktiken svårt att tillämpa rapportens rekommendation om att långsiktiga reporänteprognoser bör baseras på en formel som införlivar marknadens avkastningskurva.

### **FÖRDELNING AV ANSVAR FÖR FINANSIELL STABILITET**

Rapporten förordar två alternativ till hur ansvaret för finansiell stabilitet (makrotillsyn) ska fördelas mellan svenska myndigheter:

1. Svenska myndigheter delar på ansvar och verktyg för makrotillsyn och en systemrisknämnd inrättas för att samordna myndigheternas agerande.

2. Riksbanken tilldelas hela ansvaret och alla verktyg för makrotillsyn samt att det inom banken inrättas en stabilitetskommitté fristående från direktionen. Konjunkturinstitutet anser att det är svårt att ta ställning till rapportens förslag till ny institutionell ordning eftersom det saknas en analys av vilka verktyg som ska fördelas. I rapporten finns inte heller någon närmare utredning av de komplicerade rättsliga förutsättningarna när både Riksbanken, regeringen och olika myndigheter under regeringen ska samspela. I direktiven till Finanskriskommittén, *Översyn av regelverket för hantering av finansiella kriser*, ingår att analysera ansvarsfördelningen och samspelet mellan Riksbanken, Riksgälden, Finansinspektionen och Regeringskansliet. Konjunkturinstitutet anser att det är rimligt att vänta på den utredningens slutsatser innan en detaljerad bedömning görs av hur ansvar och befogenheter för finansiell krishantering bör fördelas mellan svenska myndigheter.

Konjunkturinstitutet vill ändå ta upp några viktiga allmänna aspekter då det gäller den institutionella ordningen för makrotillsyn i Sverige:

- Redan i dagsläget förfogar Riksbanken över verktyg för makrotillsyn (till exempel kassakrav på banker). Konjunkturinstitutet saknar en grundlig analys av på vilket sätt dessa kan användas och i vilken mån de kan bidra till att minska sannolikheten för uppkomsten av finansiella kriser. En sådan analys skulle visa vilken potential för makrotillsyn som finns givet den nu rådande institutionella strukturen i Sverige.
- Det är viktigt att betona att många av de verktyg som kan användas för makrotillsyn ofta har andra syften. Vissa typer av skatter, vars huvudsakliga syften till exempel kan vara fördelningspolitiska, kan även ha effekt på finansiella variabler och därigenom påverka sannolikheten för uppkomsten av finansiella kriser. Sådana verktyg kommer emellertid inte en myndighet med ansvar makrotillsyn att ha till sitt förfogande. Icke desto mindre måste effekterna på den finansiella stabiliteten av förändringar i sådana variabler beaktas i ett makrotillsynsarbete. Det bör utredas i vilket institutionellt sammanhang som sådana frågor ska uppmärksammas.

#### **STRESSTEST AV DET SVENSKA BANKSYSTEMET**

Eftersom det svenska banksystemet i en betydande utsträckning har lån i utländsk valuta är bankerna känsliga för snabba förtroendeskit på den internationella penningmarknaden. Detta blev inte minst uppenbart under finanskrisens akuta fas 2008–2009 då svenska banker blev beroende av ECB och Federal Reserve för en del av sin finansiering i euro och dollar. Utredningen rekommenderar därför att Riksbanken regelbundet genomför stresstester utifrån ett scenario där kapitalmarknaderna upphör att fungera och i det fall då ECB och Federal Reserve inte erbjuder lån.

Konjunkturinstitutet delar rapportens slutsats. Det är dock viktigt att betona att stresstest inte är oproblematiske. Ett exempel är om ett stresstest visar att ett finansiellt institut skulle gå i konkurs till följd av den händelse som analyseras. Det är då av högsta vikt att åtgärder för att minska risken för händelsen kan offentliggöras samtidigt som resultatet av stresstestet. Kreditmarknaden måste nämligen övertygas om att en konkurs bär en tillräckligt liten sannolikhet samt att de kreditförluster som följer av konkursen inte får systemmässiga konsekvenser. Om man misslyckas med detta kan offentliggörandet av resultatet av stresstestet i sig föda en uttagningsanstormning (bank run) som kan bli destabiliserande för det enskilda finansiella institutet, men även för banksystemet i stort.

I ljuset av resonemanget ovan anser Konjunkturinstitutet att om ett scenario där svenska banker inte får tillgång till finansiering i utländsk valuta bedöms vara behäftat med en inte helt obetydlig sannolikhet, så måste åtgärder vidtas som leder till en permanent lägre likviditetsrisk i det svenska banksystemet. Det är bra att Riksbanken regelbundet har uppmärksammat likviditetsriskerna i banksystemet, bland annat i sin publikation *Finansiell stabilitet*. Men för att undvika en oönskad utveckling är det viktigt att Riksbanken samtidigt vidtar konkreta åtgärder i det fall riskerna bedöms vara allvarliga.

#### **REKOMMENDATIONER AVSEENDE PENNINGPOLITIKEN**

Rapportförfattarna anser att Riksbanken bör fortsätta att använda KPI som sitt mål för analyser på medellång sikt och KPIF för att bedöma måluppfyllelsen på kortare sikt. Slutsatsen motiveras bland annat av att en alltför expansiv penningpolitik i en liten öppen ekonomi bland annat kan leda snabb husprisinflation. Rapportförfattarna anser därmed att det är viktigt att basera inflationsmålet på ett mått som fångar upp sådana prisrörelser.

Konjunkturinstitutet vill till att börja med påpeka att snabba husprisstegringar inte direkt slår igenom i KPI, eftersom huspriser ingår i KPI som ett långt glidande medelvärde. Konjunkturinstitutet anser vidare att Riksbanken bör ändra det explicita inflationsmålet från att gälla KPI till att gälla ett inflationsmått som inte direkt påverkas av räntekostnader för egna hem. Detta eftersom KPI på kort sikt till stor del påverkas av förändringar i det penningpolitiska verktyget, reporäntan. I rapporten diskuteras detta problem, men författarna menar att det bäst hanteras genom att KPIF används för att bedöma måluppfyllelsen på kortare sikt. Konjunkturinstitutet anser däremot att en sådan ordning gör penningpolitiken svårare att förstå och utvärdera.

Konjunkturinstitutet vill till sist kommentera rapportens rekommendation om att de mer långsiktiga reporänteprognoserna bör baseras på någon typ av formel som införlivar marknadens avkastningskurva. För att en sådan regel ska vara meningsfull måste man utgå från den avkastningskurva som fångar de för penningpolitiken

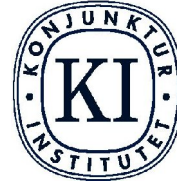
relevanta förväntningarna. En sådan avkastningskurva är svår, för att inte säga omöjlig, att bilda utifrån tillgänglig data.

Beslut i detta ärende har fattats av generaldirektör Mats Dillén. Föredragande har varit Thomas Jonsson.

Mats Dillén

Thomas Jonsson





YTTRANDE  
29 november 2011  
Dnr. 6-22-11

Finansutskottet  
Riksdagen  
100 12 Stockholm

## Rapporten ”Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005-2010” (2010/2011:RFR5)

### **SAMMANFATTNING**

- Konjunkturinstitutet delar rapportens allmänna bedömning att det goda resultatet av hanteringen av den finansiella krisen 2007–2009 uppnåddes trots en bristfällig institutionell struktur och att denna struktur alltså bör förbättras.
- Det är svårt att ta ställning till utvärderingens förslag till ansvarfördelning mellan myndigheter eftersom det saknas en utredning av vilka verktyg som ska fördelas. En sådan utredning bör bland annat analysera dels de verktyg Riksbanken har tillgång till redan i dag, dels hur samspelet mellan rena makrotillsynsverktyg och andra politikåtgärder ska hanteras.
- Konjunkturinstitutet delar rapportens bedömning att stresstest av det svenska banksystemet är viktiga, särskilt i ljuset av den likviditetsrisk bankerna bär i utländsk valuta. Konjunkturinstitutet vill dock betona att i det fall ett stresstest uppvisar att risken är för hög i banksystemet (eller i delar av det), så måste åtgärder vidtas som leder till att denna risk blir permanent lägre.
- Till skillnad från rapportförfattarna anser Konjunkturinstitutet att Riksbanken bör ändra det explicita inflationsmålet från att gälla KPI till att gälla ett inflationsmått som inte direkt påverkas av räntekostnader för egna hem.
- Det är i praktiken svårt att tillämpa rapportens rekommendation om att långsiktiga reporänteprognoser bör baseras på en formel som införlivar marknadens avkastningskurva.

### **FÖRDELNING AV ANSVAR FÖR FINANSIELL STABILITET**

Rapporten förordar två alternativ till hur ansvaret för finansiell stabilitet (makrotillsyn) ska fördelas mellan svenska myndigheter:

1. Svenska myndigheter delar på ansvar och verktyg för makrotillsyn och en systemrisknämnd inrättas för att samordna myndigheternas agerande.

2. Riksbanken tilldelas hela ansvaret och alla verktyg för makrotillsyn samt att det inom banken inrättas en stabilitetskommitté fristående från direktionen. Konjunkturinstitutet anser att det är svårt att ta ställning till rapportens förslag till ny institutionell ordning eftersom det saknas en analys av vilka verktyg som ska fördelas. I rapporten finns inte heller någon närmare utredning av de komplicerade rättsliga förutsättningarna när både Riksbanken, regeringen och olika myndigheter under regeringen ska samspela. I direktiven till Finanskriskommittén, *Översyn av regelverket för hantering av finansiella kriser*, ingår att analysera ansvarsfördelningen och samspelet mellan Riksbanken, Riksgälden, Finansinspektionen och Regeringskansliet. Konjunkturinstitutet anser att det är rimligt att vänta på den utredningens slutsatser innan en detaljerad bedömning görs av hur ansvar och befogenheter för finansiell krishantering bör fördelas mellan svenska myndigheter.

Konjunkturinstitutet vill ändå ta upp några viktiga allmänna aspekter då det gäller den institutionella ordningen för makrotillsyn i Sverige:

- Redan i dagsläget förfogar Riksbanken över verktyg för makrotillsyn (till exempel kassakrav på banker). Konjunkturinstitutet saknar en grundlig analys av på vilket sätt dessa kan användas och i vilken mån de kan bidra till att minska sannolikheten för uppkomsten av finansiella kriser. En sådan analys skulle visa vilken potential för makrotillsyn som finns givet den nu rådande institutionella strukturen i Sverige.
- Det är viktigt att betona att många av de verktyg som kan användas för makrotillsyn ofta har andra syften. Vissa typer av skatter, vars huvudsakliga syften till exempel kan vara fördelningspolitiska, kan även ha effekt på finansiella variabler och därigenom påverka sannolikheten för uppkomsten av finansiella kriser. Sådana verktyg kommer emellertid inte en myndighet med ansvar makrotillsyn att ha till sitt förfogande. Icke desto mindre måste effekterna på den finansiella stabiliteten av förändringar i sådana variabler beaktas i ett makrotillsynsarbete. Det bör utredas i vilket institutionellt sammanhang som sådana frågor ska uppmärksammas.

#### **STRESSTEST AV DET SVENSKA BANKSYSTEMET**

Eftersom det svenska banksystemet i en betydande utsträckning har lån i utländsk valuta är bankerna känsliga för snabba förtroendeskit på den internationella penningmarknaden. Detta blev inte minst uppenbart under finanskrisens akuta fas 2008–2009 då svenska banker blev beroende av ECB och Federal Reserve för en del av sin finansiering i euro och dollar. Utredningen rekommenderar därför att Riksbanken regelbundet genomför stresstester utifrån ett scenario där kapitalmarknaderna upphör att fungera och i det fall då ECB och Federal Reserve inte erbjuder lån.

Konjunkturinstitutet delar rapportens slutsats. Det är dock viktigt att betona att stresstest inte är oproblematiske. Ett exempel är om ett stresstest visar att ett finansiellt institut skulle gå i konkurs till följd av den händelse som analyseras. Det är då av högsta vikt att åtgärder för att minska risken för händelsen kan offentliggöras samtidigt som resultatet av stresstestet. Kreditmarknaden måste nämligen övertygas om att en konkurs bär en tillräckligt liten sannolikhet samt att de kreditförluster som följer av konkursen inte får systemmässiga konsekvenser. Om man misslyckas med detta kan offentliggörandet av resultatet av stresstestet i sig föda en uttagningsanstormning (bank run) som kan bli destabiliserande för det enskilda finansiella institutet, men även för banksystemet i stort.

I ljuset av resonemanget ovan anser Konjunkturinstitutet att om ett scenario där svenska banker inte får tillgång till finansiering i utländsk valuta bedöms vara behäftat med en inte helt obetydlig sannolikhet, så måste åtgärder vidtas som leder till en permanent lägre likviditetsrisk i det svenska banksystemet. Det är bra att Riksbanken regelbundet har uppmärksammat likviditetsriskerna i banksystemet, bland annat i sin publikation *Finansiell stabilitet*. Men för att undvika en oönskad utveckling är det viktigt att Riksbanken samtidigt vidtar konkreta åtgärder i det fall riskerna bedöms vara allvarliga.

#### **REKOMMENDATIONER AVSEENDE PENNINGPOLITIKEN**

Rapportförfattarna anser att Riksbanken bör fortsätta att använda KPI som sitt mål för analyser på medellång sikt och KPIF för att bedöma måluppfyllelsen på kortare sikt. Slutsatsen motiveras bland annat av att en alltför expansiv penningpolitik i en liten öppen ekonomi bland annat kan leda snabb husprisinflation. Rapportförfattarna anser därmed att det är viktigt att basera inflationsmålet på ett mått som fångar upp sådana prisrörelser.

Konjunkturinstitutet vill till att börja med påpeka att snabba husprisstegringar inte direkt slår igenom i KPI, eftersom huspriser ingår i KPI som ett långt glidande medelvärde. Konjunkturinstitutet anser vidare att Riksbanken bör ändra det explicita inflationsmålet från att gälla KPI till att gälla ett inflationsmått som inte direkt påverkas av räntekostnader för egna hem. Detta eftersom KPI på kort sikt till stor del påverkas av förändringar i det penningpolitiska verktyget, reporäntan. I rapporten diskuteras detta problem, men författarna menar att det bäst hanteras genom att KPIF används för att bedöma måluppfyllelsen på kortare sikt. Konjunkturinstitutet anser däremot att en sådan ordning gör penningpolitiken svårare att förstå och utvärdera.

Konjunkturinstitutet vill till sist kommentera rapportens rekommendation om att de mer långsiktiga reporänteprognoserna bör baseras på någon typ av formel som införlivar marknadens avkastningskurva. För att en sådan regel ska vara meningsfull måste man utgå från den avkastningskurva som fångar de för penningpolitiken

relevanta förväntningarna. En sådan avkastningskurva är svår, för att inte säga omöjlig, att bilda utifrån tillgänglig data.

Beslut i detta ärende har fattats av generaldirektör Mats Dillén. Föredragande har varit Thomas Jonsson.

Mats Dillén

Thomas Jonsson