

Regeringskansliet
Finansdepartementet
103 33 STOCKHOLM

Riksbankens finansiella oberoende (SOU 2007:51)

(Dnr Fi2007/6427)

Sammanfattning

Riksgälden ställer sig till fullo bakom utredningens utgångspunkt, nämligen att det är väsentligt att komplettera Riksbankens lagstadgade institutionella oberoende med ett fullgott och lagstadgat finansiellt oberoende. Vi delar också utredningens uppfattning att finansiellt oberoende handlar om att Riksbanken ska kunna finansiera sin löpande verksamhet genom att förvalta tillgångar som ger avkastning och därmed inte vara beroende av årliga anslag från staten.

Riksgälden anser att det finansiella oberoendet är väl tillgodosett genom att sedelmängden fungerar som ett räntefritt lån till Riksbanken och banken kan använda avkastningen på sina tillgångar för att täcka sina löpande kostnader. Vidare anser vi att överkapitalisering av Riksbanken leder till merkostnader och risker för samhällsekonomin och statsfinanserna.

Vi betonar att anledningen till att centralbanken får ett långtgående institutionellt och operativt oberoende är att det finns ett *kortsiktig* incitamentsproblem i penningpolitiken. Däremot finns ingen *långsiktig* motsättning mellan det politiska systemet och centralbanken. Detta är en självklarhet, eftersom riksdagen inte skulle skapa en institution vars syfte gick på tvärs mot vad en bred riksdagsmajoritet anser vara ändamålsenligt. Frånvaron av en långsiktig intressekonflikt gör att det inte finns något egentligt motiv att sätta in en stor mängd kapital i Riksbanken för att säkra det finansiella oberoendet över perioder som sträcker sig över kanske flera decennier. Mer eller mindre uttalat ligger denna typ av långsiktiga konflikter bakom utredningens alternativ 2, där tanken är att Riksbanken inte under några omständigheter ska behöva vända sig till staten för ett kapitaltillskott.

Följaktligen avvisar Riksgälden alternativ 2 och förordar i stället utredningens alternativ 1, enligt vilket Riksbanken i utgångsläget ska ha ett eget kapital på 10 miljarder kronor.

Som ett komplement till det kostnadsfria kapitalet på Riksbankens balansräkning föreslår vi att det i riksbankslagen ska införas en rekapitaliseringsregel. Innebörden är att om det kostnadsfria kapitalet faller under en angiven nivå ska Riksbanken ha en automatisk rätt att få ett kapitaltillskott från staten. En sådan regel skyddar Riksbankens finansiella oberoende vid extrema förluster samt om sedelmängden skulle minska drastiskt, utan onödig kapitalbindning.

Med denna lösning finns en liten risk att Riksbanken under en viss tid redovisar ett negativt eget kapital. Om det uppfattas som oacceptabelt, är det möjligt att koppla en rekapitaliseringsregel till det egna kapitalet. Staten skulle i så fall åta sig att tillföra så mycket kapital att det egna kapitalet alltid är positivt. En sådan lösning innebär också att staten under normala förhållanden inte binder onödigt kapital i Riksbanken. Däremot är det mer sannolikt att rekapitalisering ska behövas och att staten måste tillföra kapital trots att Riksbankens finansiella oberoende i realiteten inte är hotat. Enligt vår bedömning är det därför bättre att koppla rekapitaliseringen till det kostnadsfria kapitalet, men kapitaltillskott som utlöses av nivån på det egna kapitalet vore ändå klart bättre än alternativ 2, just genom att det inte på förhand binder ett onödigt stort kapital i Riksbanken.

Riksgäldens analys visar sammantaget att det är möjligt att kombinera målen att garantera Riksbankens finansiella oberoende och att ha en kostnads- och riskmässigt sund kapitalhantering i staten, dvs. utan att låsa stora kapitalbelopp för att hantera händelser som är extremt osannolika.

1 Utgångspunkter

Riksgälden ställer sig till fullo bakom utredningens utgångspunkt, nämligen att det är väsentligt att komplettera Riksbankens lagstadgade institutionella oberoende med ett fullgott och lagstadgat finansiellt oberoende. Vi ansluter oss också till utredningens definition av finansiellt oberoende, nämligen att ”Riksbanken ska kunna finansiera sin löpande verksamhet genom att förvalta tillgångar som ger viss avkastning och därmed inte vara beroende av löpande anslag från staten” (s. 15). Vi delar dessutom utredningens uppfattning att Riksbankens finansiella oberoende är väl tillgodosett med den balansräkning som banken har i utgångsläget.

Med dessa utgångspunkter kan det ligga nära till hands att säga att det är bra som det är och införa lagregler som gör att Riksbankens finansiella ställning förblir oförändrad. Detta är också i huvudsak innebörden av utredningens alternativ 2, enligt vilket Riksbanken ges ett eget kapital på 60 miljarder kronor, indexuppräknat.¹

¹ I alternativ 2 ingår även att Riksbanken ska betala en ränta till staten baserad på avkastningen på de tillgångar som motsvarar sedelmängden, men detta är primärt en symbolisk markering. Riksbankens löpande utdelning till staten är opåverkad av en sådan öronmärkning av tillgångar. När vi nedan talar om alternativ 2 avser vi ett alternativ där ett stort eget kapital anses vara en förutsättning för finansiellt oberoende och bortser från huruvida Riksbanken betalar ränta på sedelmängden eller inte.

I argumentationen för alternativ 2 ingår att ett eget kapital i Riksbanken som överstiger vad som faktiskt krävs för finansiellt oberoende inte är förknippat med någon nämnvärd kostnad. Tanken är att Riksbanken får en avkastning på sina tillgångar som täcker räntekostnaden för att statskulden är i motsvarande mån större. Eftersom Riksbanken delar ut sitt överskott till staten, blir effekten på det årliga budgetsaldot med detta resonemang i princip noll.

Riksgälden anser emellertid att följderna av en överkapitalisering av Riksbanken är mer komplicerade än vad som framgår av utredningens resonemang. Grunderna för denna hållning utvecklas i avsnitt 3. Vi diskuterar därefter, i avsnitt 4, förutsättningarna att komplettera regelverket med en rekapitaliseringsregel. Vi finner att utredningens principiella invändningar mot en sådan lösning är svåra att förstå. Vår slutsats är att en rekapitaliseringsregel gör det möjligt att kombinera målen att säkra Riksbankens finansiella oberoende och att ha en kostnads- och riskmässigt sund kapitalhantering i staten.

Vi bedömer att det finns merkostnader med att ge Riksbanken ett onödigt stort kapital och förordar därför utredningens alternativ 1. En institution som via sedelmängden har en räntefri skuld på över 100 miljarder kronor och rätt att behålla avkastningen på de tillgångar som den därmed kan skaffa sig klarar med god marginal att finansiera en löpande verksamhet som kostar under 1 miljard per år. Sedelmängden gör också att det finansiella oberoendet på intet sätt är hotat om Riksbanken under en period skulle redovisa ett negativt eget kapital. Om Riksbanken exempelvis har ett negativt eget kapital på 10 miljarder har den via sedelmängden likväl ett så stort kostnadsfritt kapital att den kommer att ha ett positivt årligt resultat som – med hjälp av utredningens förslag till vinstutdelningsregel – bygger upp det egna kapitalet igen. Av praktiska skäl kan det ändå vara lämpligt att ge Riksbanken ett visst eget kapital. Utredningen stannar för 10 miljarder kronor. Riksgälden anser att det är en hög men ändå rimlig nivå. Vi utvecklar argumentationen mot alternativ 2 i avsnitt 5.

Som bakgrund till dessa ställningstaganden diskuterar Riksgälden i avsnitt 2 de principiella förutsättningarna för och betydelsen av Riksbankens oberoende och hur detta påverkas av bankens finansiella ställning. Vi avslutar remissvaret med att ta upp vissa övergångsfrågor i samband med eventuella överföringar från Riksbanken till staten och de omfördelningar av Riksbankens tillgångar som aktualiseras av utredningens förslag.

2 Riksbankens ställning

Argumenten för att prisstabilitet främjas av att ge centralbanken ett lagstadgat och långtgående institutionellt och operativt oberoende är väl kända och enligt Riksgäldens bedömning väl underbyggda. Det kan finnas kortsiktiga incitamentsproblem i penningpolitiken. Dessa reduceras om ansvaret för de operativa besluten anförtros ett från dagspolitiken fristående organ. Som utredningen framhåller är finansiellt oberoende ett komplement till det operativa oberoendet. Även om det är osannolikt att riksdag och regering ska försöka påverka Riksbankens penningpolitiska beslut genom att strypa medelstillelningen bör det stå klart att Riksbanken inte är kortsiktigt beroende av anslag för sin löpande verk-

samhet. Det faktum att Riksbanken uppstår seignioraget, och därigenom har en egen inkomstkälla vid sidan av statsbudgeten, gör att banken med god marginal förfogar över de resurser den behöver för att bekosta sin verksamhet.

Begreppet *kortsiktigt* används två gånger i det föregående stycket. Det avspeglar, för det första, att det inte finns någon långsiktig intressekonflikt kring penningpolitiken. Prisstabilitet är bra för samhällsekonomin. I ett demokratiskt land kommer det politiska systemet – i medborgarnas intresse – därför att långsiktigt värna centralbankens möjligheter att fullgöra sitt uppdrag. Det är denna insikt – i kombination med insikten om de kortsiktiga incitamentsproblemen – som gör att Riksbanken i bred politisk enighet fått sitt operativa oberoende, ett oberoende som i praktiken fanns redan före den senaste reformen av Riksbankens styrsystem.

Av samma skäl finns goda förutsättningar att i bred politisk enighet ge och över tiden upprätthålla Riksbanken finansiella oberoende. De konflikter som uppstod kring de tidigare överföringarna från Riksbanken till staten berodde sannolikt främst på bristen på en genomarbetad analys av hur Riksbankens balansräkning bör vara strukturerad. Som utredningen konstaterar hotade dessa överföringar heller aldrig Riksbankens finansiella oberoende.

Frånvaron av en långsiktig intressekonflikt gör att det inte finns något egentligt motiv att sätta in en stor mängd kapital i Riksbanken för att säkra det finansiella oberoendet över perioder som sträcker sig över kanske flera decennier. Det politiska systemet kommer på lång sikt att eftersträva prisstabilitet och givet att Riksbanken är bäst skickat att hantera detta uppdrag kommer det även att värna Riksbanken och se till att den har nödvändiga resurser.

Det politiska systemet har således inte motiv att använda kapitalet som medel att uttrycka ett eventuellt missnöje över hur Riksbanken agerar. Det vore kontra- produktivt för riksdagen att vägra ge banken nödvändiga resurser i syfte att straffa Riksbanken som organisation för beslut som dess ledning fattat. Det skulle bara slå tillbaka på huvudmannen genom att Riksbanken inte kan fullgöra det uppdrag som riksdagen givit banken.

Begreppet *kortsiktigt* har, för det andra, betydelse därför att Riksbankens operativa oberoende inte är obetingat. Riksdagen har gett Riksbanken dess befogenheter och har därmed makt att ändra dem. Banken är således beroende av att den fortlöpande har det politiska systemets acceptans och stöd. Det förhållandet ändras inte av att Riksbankens ställning är reglerad i EU-fördraget. Även om de formella lagreglerna är oförändrade har riksdagen (via fullmäktige) utnämningmakten. Det är en självklarhet att en ledning som förlorar huvudmannens förtroende skulle bytas ut allteftersom ledamöternas mandat löper ut. Utnämningmakten gör det än mindre meningsfullt för huvudmannen att försöka styra Riksbanken genom att strypa det finansiella oberoendet. Det är således väsentligt att i detta sammanhang skilja på ledningens respektive organisationens ställning.

Riksgälden konstaterar således att tanken att Riksbanken ska ha ett kapital som överstiger det faktiska behovet för att dess ledning ska kunna klara en mångårig

konflikt med sin huvudman är både principiellt och praktiskt orimlig. Det finns ingen långsiktig intressekonflikt och om en konflikt ändå uppstår vinner riksdagen ändå alltid en sådan strid, oavsett hur mycket kapital Riksbanken har. Det är således inte kapital som är grunden för Riksbankens (och dess lednings) långsiktiga oberoende utan ledningens förmåga att fullgöra sitt uppdrag och på så sätt fortlöpande bevara medborgarnas och det politiska systemets förtroende.

Mot denna bakgrund är ett beslut att binda stora kapitalresurser i Riksbanken poänglöst som medel att skapa långsiktigt oberoende. Det är tillräckligt att riksdagen ger Riksbanken en stark finansiell ställning. Som komplement kan den vidta åtgärder som markerar att den har för avsikt att bevara denna ställning även i framtiden. Hur detta bör gå till utvecklar Riksgälden i det följande.

3 Följderna av överkapitalisering

Utredningens utgångspunkt är att avkastningen på Riksbankens tillgångar i princip är densamma som den ränta staten betalar på sin skuld. Givet att Riksbanken delar ut sitt överskott till staten uppvägs högre räntebetalningar av att Riksbanken lämnar en större årlig utdelning till staten. Statsskulden är större, men statens årliga budgetsaldo är opåverkat av hur mycket kapital som Riksbanken tilldelas. Utredningen framhåller samtidigt att det kan finnas indirekta kostnader och risker med att låsa kapital i Riksbanken, t.ex. i en situation där statsskulden ökar snabbt; se avsnitt 6.1.

Riksgälden anser att det finns skäl att utveckla resonemangen kring dessa indirekta kostnader och risker. Man kan inte bortse från att det kan uppstå situationer där statsfinanserna är så ansträngda att den marginella kostnaden för statens upplåning ligger långt över Riksbankens avkastning och där en överkapitalisering av Riksbanken skulle leda till onödiga samhällsekonomiska och statsfinansiella kostnader. Detta kan tyckas osannolikt i dagens statsfinansiella läge, men det räcker att blicka tillbaka till den första hälften av 1990-talet. Det är inte givet att risken för att en djup statsfinansiell kris ska uppstå igen är mindre än för de händelser som i utredningens alternativ 2 används som underlag för att beräkna Riksbankens kapitalbehov (se vidare avsnitt 5 nedan). Vid en samlad samhällsekonomisk bedömning måste detta bredare perspektiv finnas med.

Mer generellt vill vi framhålla att staten har som princip att inte skapa fonder för särskilda ändamål. Fonderingar drar upp omslutningen på statens balansräkning och låser medel på ett irrationellt sätt. Staten förlitar sig i stället på sin förmåga att låna upp medel när behoven uppstår. Staten använder således styrkan i sin balansräkning, ytterst byggd på beskattningsrätten, för att hantera oförutsedda utgifter av vilket slag det vara må. Det illustreras till exempel av statens hantering av garantier, där ingen reell fondering görs utan pengar hämtas ur statens löpande upplåning om en garanti skulle behöva infrias. Samma sak gäller förstås för implicita åtaganden. Som framgick i samband med bankkrisen i början av 1990-talet har staten det yttersta ansvaret för det finansiella systemets överlevnad, men någon fond för att hantera en större framtida bankkris finns inte.

Denna policy ger en effektiv kapital- och skuldhantering i staten. Undantag görs bara för medel som är avsatta för särskild förvaltning och som tillhör någon annan än staten. Till dessa undantag hör buffertfonderna i pensionssystemet (vars medel tillhör nuvarande och blivande pensionärer) och Kärnavfallsfonden (där det är reaktorinnehavarnas medel som förvaltas av staten i avvaktan på slutförvar av kärnavfallet).

Riksbankens särskilda ställning och uppgifter gör att den bör tillförsäkras ett fullgott finansiellt oberoende. Men sett i ett bredare samhällsekonomiskt (och statsfinansiellt) perspektiv är det inte rimligt att överkapitalisera Riksbanken. Ett resonemang som beaktar hur statens samlade balansräkning bör hanteras leder till slutsatsen att resurser som behövs för att hantera en osäker framtid inte bör placeras i Riksbanken.

4 Rekapitaliseringsregel som alternativ till överkapitalisering

Utredningen nämner möjligheten att staten i lag åtar sig att återställa Riksbankens kapital till en viss nivå om banken skulle drabbas av så stora förluster att dess finansiella oberoende är hotat. Den pekar även på flera fördelar med en sådan lösning, t.ex. att man slipper bedöma hur stort kapital Riksbanken kan behöva i olika osannolika scenarier samt att man får en effektivare kapitalanvändning i staten. Sammantaget avfärdar dock utredningen en rekapitaliseringsregel med att kostnaden för att hålla kapital i Riksbanken är låg, samt att en sådan regel skulle strida ”mot principen att riksdagen bestämmer över statens budget” (s. 86).

Som framgår av avsnitt 3 anser Riksgälden att kostnaderna för och riskerna med att binda kapital i Riksbanken inte är försumbara. Riksdagens beslutanderätt över budgeten skulle heller inte utgöra ett hinder mot en rekapitaliseringsregel. Många riksdagsbeslut har återverkningar som sträcker sig över kommande år och mandatperioder. Ett näraliggande exempel är att riksdagen, enligt 14 § lagen (1996:1059) om statsbudgeten, kan besluta att ställa ut kreditgarantier eller göra andra liknande åtaganden. Garantier gör att statliga medel kan behöva tas i anspråk många år senare. Riksdagen kan om det finns särskilda skäl till och med besluta att göra ett garantiåtagande utan att beloppet begränsas. I sammanhanget kan nämnas att statens garanti av Öresundsbrokonsortiet och insättningsgarantin måste uppfattas som obegränsade i den meningen att riksdagen inte satt någon beloppsgräns. Det är således märkligt att hävda att ett motsvarande åtagande gentemot Riksbanken skulle strida mot principer för riksdagens beslutanderätt.

Det förekommer även inomstatliga garanti- och försäkringslösningar. Så erbjuder Riksgälden exempelvis myndigheter att försäkra valutarisker via terminsavtal. Vi återförsäkrar inte dessa risker utan nettovärdet av avtalet redovisas mot anslaget för räntor på statsskulden. Syftet är att enskilda myndigheter inte ska behöva lägga om sin verksamhet till följd av att de drabbas av valutaförluster (eller riksdagen ska behöva ge extra anslag under budgetåret), samtidigt som det sett i ett överordnat statligt perspektiv är inte är motiverat att återförsäkra den typen av risker i den privata sektorn. Kammarkollegiet erbjuder myndigheterna sak-, person- och ansvarsförsäkringar i samma syfte och på motsvarande premisser.

Principiellt kan en rekapitaliseringsregel för Riksbanken ses som ett liknande inomstatligt garantiåtagande. En skillnad – utöver att det kan handla om större belopp – ligger i att det i Riksbankens fall handlar om att garantera en tillräcklig mängd kostnadsfritt kapital. Det bakomliggande syftet är ändå detsamma, nämligen att se till att Riksbanken ska kunna fortsätta sin verksamhet och fullgöra sitt uppdrag även om det mot förmodan inträffar händelser som åsamkar banken stora förluster. Att garantin skulle avse det kostnadsfria kapitalet avspeglar att detta kapital ger Riksbanken dess finansiering, inte anslag som för reguljära myndigheter.

Riksgälden anser således att en rekapitaliseringsregel gör att målen om ett grundmurat finansiellt oberoende för Riksbanken och en effektiv kapital- och riskhantering i staten väl kan förenas. Detta ställningstagande underbyggs även av slutsatsen i avsnitt 2. Givet riksdagens långsiktiga intresse att värna Riksbankens ställning är en rekapitaliseringsregel ett formellt uttryck för riksdagens långsiktiga uppbackning av bankens oberoende. Riksdagen kommer normalt att stötta Riksbanken även i avsaknad av en sådan regel, men det finns ett värde i att detta sätts på pränt. I den meningen är en rekapitaliseringsregel inte mindre verkningsfull som stöd för Riksbankens oberoende än ett inbetalat kapital. Tvärtom kan man hävda att en rekapitaliseringsregel ger Riksbanken en starkare ställning än den har i alternativ 2, där det ju trots allt finns en liten risk att förlusterna blir så stora att det inbetalade kapitalet inte räcker för att säkra bankens finansiella oberoende.

Utformningen av en rekapitaliseringsregel kräver ytterligare överväganden. Inom ramen för detta remissvar har Riksgälden bara möjlighet att peka på några viktiga dimensioner och principer.

Den lämpliga platsen för en rekapitaliseringsregel måste vara i riksbankslagen. En möjlighet är att utforma den som en inomstatlig garanti, där Riksbanken ges rätt att från staten rekvirera de medel som krävs för att det kostnadsfria kapitalet ska uppgå till en i lagen angiven miniminivå. Uppdraget att betala ut medlen bör kunna läggas direkt på Riksgälden så att överföringen kan ske utan att riksdagen eller regeringen behöver involveras. Budgettekniskt kan detta lösas genom att det skapas ett konto i Riksgälden med obegränsad lånerätt. Sådana konton finns till exempel för statliga garantier och för insättningsgarantin. Om det anses lämpligt av budgettekniska skäl, går det att stipulera att framtida utdelningar från Riksbanken ska användas för att betala av ett eventuellt underskott på kontot. Från ekonomisk synpunkt har dock en sådan bestämmelse ingen betydelse med tanke på att Riksbankens överskott tillfaller staten oavsett hur de redovisas.

Eftersom sedelmängden har samma effekt på Riksbankens finansiella oberoende som eget kapital bör rekapitaliseringsregeln grundas på det totala kostnadsfria kapitalet. Det är först om förlusterna blir så stora i relation till sedelmängden att Riksbanken inte har ett tillräckligt kostnadsfritt kapital för att täcka sina löpande kostnader som det finansiella oberoendet är hotat. Som framgår av utredningens beräkningar ligger den nivån under rådande förhållanden långt under noll i formellt eget kapital.

En fördel med att koppla rekapitaliseringsregeln till det kostnadsfria kapitalet är dessutom att regeln skyddar Riksbankens finansiella oberoende även om sedelmängden skulle minska drastiskt. I och med att eventuellt minskad efterfrågan på sedlar torde ske gradvis bör det dock finnas goda möjligheter att hantera en sådan utveckling med andra medel, lämpligen genom att riksdagen i en mer reguljär process beslutar att ge Riksbanken mer kapital. Om en sådan process mot förmodan inte kommer till stånd, skulle rekapitaliseringsregeln ändå vara tillämplig.

Siffersättningen av regeln är, som framgår av utredningens kvantitativa överväganden, en bedömningsfråga. Men i och med att sannolikheten är låg för att en rekapitaliseringsregel kommer att behöva tas i anspråk, är nackdelarna med att sätta beloppet relativt högt inte alls desamma som vid beslut om ett kapital som varaktigt ska bindas i Riksbankens balansräkning. Med utgångspunkt i utredningens beräkningar föreslår Riksgälden därför att rekapitaliseringsregeln ska utlösas när Riksbankens kostnadsfria kapital understiger 70 miljarder kronor (indexuppräknt). Det täcker med råge Riksbankens löpande kostnader.² Efter en rekapitalisering som återför det kostnadsfria kapitalet till 70 miljarder skulle Riksbanken således ha ett årligt överskott som gradvis bygger upp Riksbankens egna kapital igen, i enlighet med utredningens förslag att Riksbanken inte gör utdelningar till staten förrän det egna kapitalet nått en angiven nivå.

Noteras kan att med nuvarande sedelmängd skulle rekapitalisering ske när Riksbanken har ett negativt eget kapital på 30–40 miljarder kronor. Det förutsätter i sin tur att banken redovisar förluster på i storleksordningen 40–50 miljarder, givet att det initiala kapitalet sätts till 10 miljarder kronor. Så stora förluster framstår som extremt osannolika, vilket på nytt illustrerar att Riksbanken har ett starkt finansiellt oberoende även i avsaknad av en rekapitaliseringsregel.

Ovan har vi skisserat hur en generell rekapitaliseringsregel skulle kunna utformas. Den är ett naturligt komplement till utredningens alternativ 1. Som analysen har visat är det likaså naturligt att knyta rekapitaliseringen till det kostnadsfria kapitalet.

Om det ändå uppfattas som oacceptabelt att Riksbanken under en viss tid redovisar ett negativt eget kapital, är det möjligt att koppla en rekapitaliseringsregel till det egna kapitalet. Staten skulle i så fall åta sig att tillföra så mycket kapital att det egna kapitalet alltid är positivt. Därefter skulle Riksbanken behålla överskotten till dess kapitalnivån återgått till den i lag angivna nivån, i enlighet med utredningens vinstutdelningsregel. En sådan lösning har det gemensamt med det förslag som vi skisserat ovan att den under normala förhållanden inte binder extra kapital i Riksbanken. Däremot är det mer sannolikt att rekapitalisering ska behövas och att staten därför måste tillföra kapital trots att Riksbankens finansiella oberoende i realiteten inte är hotat. Noteras kan också att med en sådan regel bortfaller den mekanism som gör att ett drastiskt fall i sedelmängden

² Utredningen uppskattar Riksbankens kapitalbehov för rena driftskostnader (inklusive kostnader för sedlar och mynt) till 40–51 miljarder kronor; se tabell 5, s. 92.

automatiskt skulle kompenseras av tillskott av formellt eget kapital. Enligt vår bedömning är detta alternativ sämre än det vi har skisserat ovan, men det vore ändå klart bättre än alternativ 2, just genom att det inte på förhand binder ett onödigt stort kapital i Riksbanken.

En rekapitaliseringsregel kan även göras mer specifik. Exempelvis kan man i lag lägga fast att staten via kapitaltillskott ska kompensera Riksbanken för förluster i samband med nödkrediter, vilket skulle lagfästa gällande praxis. En sådan regel vore användbar även om man väljer att utgå från alternativ 2. I så fall bortfaller skälen för att i förväg sätta in kapital för att täcka förluster på nödkrediter, vilket minskar det totala kapitalbehovet även i en lösning som bygger på alternativ 2.

Riksgälden vill i detta sammanhang kommentera utredningens resonemang om vilka slags förluster som bör bäras av Riksbanken respektive staten i övrigt (se avsnitt 6.2). Utredningen för denna diskussion delvis i termer av hur ansvarsfördelningen kan antas påverka Riksbankens incitament att fatta väl övervägda beslut om nödkrediter, valutainterventioner etc.

Vi menar att denna koppling mellan kapital och beslutsfattande är tveksam. Utredningens förslag om vinstutdelning gör att staten alltid i sista hand bär eventuella förluster som uppstår i Riksbankens verksamhet genom att utdelningen till staten uteblir till dess den i lagen angivna kapitalnivån återställs. Detta är också den enda rimliga ordningen givet att staten är angelägen om att upprätthålla Riksbankens finansiella oberoende. Följaktligen är detta ett svagt medel för att försöka påverka Riksbankens beslutsfattande. Av detta följer i sin tur att en rekapitaliseringsregel inte heller kan antas påverka bankens beslutsfattande i oönskad riktning. Vi återkommer till frågan hur man bör se på vad som styr Riksbankens beslutsfattande i avsnitt 5 nedan.

5 Alternativ 2 – en kritisk granskning

Som framgått ovan förordar Riksgälden att Riksbanken ges ett mindre eget kapital än i dag, 10 miljarder kronor, samt att det i riksbankslagen införs en rekapitaliseringsregel kopplad till Riksbankens totala kostnadsfria kapital. Detta ställningstagande bygger på att vi anser att sedelmängden är likvärdig med eget kapital som bas för Riksbankens finansiella oberoende. Riksbanken är inte ett aktiebolag och ett negativt formellt eget kapital är i sig en icke-händelse. I synnerhet gäller att det inte inkräktar på Riksbankens möjligheter att fullgöra sitt uppdrag. Vid en strikt tillämpning av detta synsätt framstår även 10 miljarder i eget kapital som en överkapitalisering, särskilt om det kombineras med en rekapitaliseringsregel, men Riksgälden ser inte anledning att föreslå en lägre nivå än utredningen gör.

Vi anser således att analysen av Riksbankens kapitalbehov ska grundas på vad utredningen kallar ”ett strikt ekonomiskt resonemang” (s. 95). Vi anser dessutom att det är svårt att finna någon konkretion i de resonemang som underbygger utredningens alternativ 2.

För det första kan vi inte se att det skulle vara svårt att förklara att Riksbanken har god intjäningsförmåga och fullständigt finansiellt oberoende även om den saknar formellt eget kapital. Insikten bygger på att man förstår värdet av ett räntefritt lån, vilket bör vara möjligt för flertalet medborgare, t.ex. genom att de kan relatera till egna banklån. Det kan jämföras med de pedagogiska utmaningar Riksbanken mött när den – med framgång – för en bred allmänhet förklarat värdet av prisstabilitet eller varför centralbanken är rätt institution att ta ansvar för prisutvecklingen; det senare kräver betydligt mer djupgående ekonomiska resonemang.

För det andra är det osannolikt att det finns någon koppling mellan Riksbankens redovisade egna kapital och ”förtroendet” för banken. Och även om ett sådant samband skulle finnas, är det inte utsagt på vilket sätt ett negativt eget kapital eller ett därtill kopplat förtroendeproblem påverkar Riksbankens förutsättningar att fullgöra sitt uppdrag. Det måste i så fall handla om att allmänheten gör en koppling mellan Riksbankens egna kapital och prisstabilitetsmålet eller målet om ett stabilt betalningsväsende. Låt oss granska dessa båda områden.

Prisstabilitetsmålet

Riksbanken påverkar prisutvecklingen genom att den kan styra räntan på korta lån mellan banker och denna ränta i sin tur påverkar korta marknadsräntor. Riksbankens förmåga att styra den allra kortaste räntan bygger på att Riksbanken är ensam om att kunna erbjuda slutliga betalningsmedel (i kronor). Slutliga betalningsmedel är sedlar och mynt, samt behållningar på bankernas konton i Riksbanken. Slutliga betalningsmedel är nödvändiga för att betalningssystemet och ekonomin i övrigt ska fungera. Det är svårt att föreställa sig att bruket av fordringar på Riksbanken som slutliga betalningsmedel ska påverkas av storleken på Riksbankens egna kapital. Någon sådan mekanism finns heller inte antydd i utredningens resonemang.

Däremot nämner utredningen exempel på länder där centralbanken låtit balansräkningen påverka räntebesluten. Mekanismen här är att en centralbank som har ett för litet kostnadsfritt kapital och i stället stora räntebelagda skulder kan få ett negativt räntenetto och göra årliga underskott. I vissa fall har detta lett till att centralbanken avstått från att höja räntan, trots att detta varit motiverat och inflationen varit hög, i syfte att förbättra det egna räntenettet.

Som utredningen konstaterar är det svårt att föreställa sig att något sådant skulle kunna hända i Sverige. Den transparenta processen kring penningpolitiken, med penningpolitiska rapporter, offentliga protokoll etc. gör att Riksbankens ledning inte kan bortse från de reella inflationsutsikterna. Än mer fundamentalt är att ett sådant agerande måste antas vara främmande för en självständig centralbank med en ledning som är besjälad av sitt uppdrag. En antydning om att Riksbankens ledning skulle tänka mer på bankens balansräkning än på sitt uppdrag att bevara penningvärdet vore stötande.

Dessutom måste det understrykas att det som skulle kunna utlösa ett sådant agerande hos en centralbank är att det *kostnadsfria* kapitalet blir otillräckligt. Det

ger således ingen grund för att hävda att det formella egna kapitalet ska vara positivt. En rekapitaliseringsregel kopplad till en väl tilltagen nivå på det kostnadsfria kapitalet, enligt förslaget i avsnitt 4, eliminerar således denna koppling.

Finansiell stabilitet

Riksbankens ansvar när det gäller att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende har en koppling till balansräkningen främst genom att Riksbanken har möjlighet att ge nödkrediter. Riksbankens uppgift är här att ge krediter (mot säkerhet) till institut som har likviditetsproblem, men som utredningen framhåller kan det i ett krisläge vara svårt att skilja på likviditets- och solvensproblem. Riksbanken löper alltså risk att inte få tillbaka det fulla värdet på nödkrediterna.

Frågan här är om det egna kapitalet påverkar synen på Riksbankens möjligheter att ge nödkrediter. Objektivt bör svaret vara nej, eftersom kapitalet inte begränsar utrymme att *ge* krediter. Dock kan det tänkas uppstå stora realiserade förluster på de lån som banken ger, vilket i så fall påverkar den framtida intjäningsförmågan. Skulle detta få Riksbankens ledning att tveka att ge i annat fall välmotiverade nödkrediter? Avgörande är, liksom i förra fallet, huruvida man antar att Riksbankens ledning sätter omsorg om den egna balansräkningen framför uppdraget att bidra till finansiell stabilitet. Riksgälden anser att den enda rimliga utgångspunkten är att Riksbankens ledning sätter målet främst.

Vidare bygger nuvarande lagstiftning och praxis på att Riksbanken *inte* ska bära förluster i samband med nödkrediter. Uppgiften att stötta fallerande och systemviktiga institut ska uttalat skötas av regeringen, precis som under 1990-talet. Det framstår därmed som märkligt att ge Riksbanken kapital med den uttalade motiveringen att det kan behövas om staten *inte* tar sitt ansvar enligt gällande regler. Med hänvisning till avsnitt 3 (och erfarenheterna från 1990-talets bankkris) vore det dessutom direkt kontraproduktivt. I en sådan situation kan staten behöva mobilisera alla sina finansiella resurser. Om då stora kapitalbelopp är låsta i Riksbanken därför att staten eventuellt inte skulle ta sitt ansvar, *ökar* (på marginalen) risken att staten av nödtvång ska vältra över kostnader på Riksbanken. Att tillföra kapital av denna anledning skapar således oklarhet om ansvarsförhållandena, till nackdel för både staten och Riksbanken.

Därutöver måste, som vi framhåller i avsnitt 2, utgångspunkten vara att det politiska systemet inte använder kapitalet som medel att uttrycka ett eventuellt missnöje över hur Riksbanken hanterar sitt uppdrag. Det missnöjet kommer att riktas mot ledningen, inom ramen för de starka regler om personligt oberoende som redan finns i lagen.

Sammanfattningsvis menar Riksgälden att alternativ 2 bygger på oklara och, vid närmare granskning, ogrundade kopplingar mellan Riksbankens egna kapital och dess möjligheter att fullgöra sitt uppdrag. Lösa förmodanden om att missförstånd kan uppstå är en otillräcklig grund för att binda stora kapitalbelopp i Riksbanken. Utredningens analys ger därmed inte underlag för ett beslut att ge Riksbanken 60 miljarder kronor i formellt eget kapital. Alternativ 1, i synnerhet förstärkt med en rekapitaliseringsregel, är entydigt att föredra framför alternativ 2.

6 Övergångsfrågor

Utredningens betänkande aktualiserar omfattande förändringar av Riksbankens balansräkning. Det gäller självklart i alternativ 1, där uppskattningsvis 50 miljarder kronor ska överföras till staten. Men även alternativ 2 får betydande följder, i och med att utredningen förordar att Riksbanken ska skaffa sig tillgångar i kronor som bättre matchar de åtaganden banken har för att täcka sina löpande kostnader och för att eliminera valutariskerna i valutareserven. I alternativ 2 är det dessutom större tillgångsmassor som ska omfördelas, eftersom Riksbankens balansomslutning är 50 miljarder större. Vi tillstyrker utredningens förslag angående Riksbankens tillgångsförvaltning. Då dessa förändringar även påverkar Riksgälden och vårt verksamhetsområde, den svenska räntemarknaden, vill vi kommentera hur transaktionerna bör gå till och vilka regler som bör tillämpas.

Överföring till staten

Enligt alternativ 1 ska ungefär 50 miljarder kronor föras över till staten. Som utredningen konstaterar har Riksbanken inga krontillgångar. En omedelbar överföring i kronor kan ändå ske genom att Riksbanken betalar ut pengar till staten och ger ut riksbankscertifikat (gör omvända repor) för att eliminera effekten på likviditeten i banksystemet. I balansräkningstermer innebär det att Riksbanken ersätter eget kapital med lån. Alternativt kan Riksbanken sälja valuta och växla till sig kronor och således dra ner både tillgångar och skulder. En så stor växling kan dock inte göras i ett steg.

Riksgälden delar utredningens uppfattning att starka skäl talar för att dra ner Riksbankens valutareserv. Följaktligen bör medel som nu finns i valutareserven användas för överföringen, snarare än att Riksbanken ska behålla nuvarande valutareserv delvis finansierad med lån (omvända repor). Riksgälden instämmer även i utredningens bedömning att en växling på 50 miljarder inte bör ske i ett steg. Som ett alternativ till att fördela överföringen över flera år vill vi peka på möjligheten att göra överföringen till staten i ett steg och använda utländsk valuta. Riksgälden skulle därefter få i uppdrag att gradvis dra ner valutabehållningen som en del i sin löpande hantering av statens räntebetalningar på valutaskulden. Det motsvarar hur överföringar av bostadsobligationer från AP-fonderna till staten sköttes, och av likartade skäl, nämligen att undvika oönskade effekter på marknadspriser. I det fallet hölls obligationerna till förfall, men här kan man tänka sig att Riksgälden ges i uppdrag att avveckla valutabehållningen inom en viss tid, säg två eller tre år, och enligt den praxis om jämnt fördelade transaktioner som redan vägleder våra valutaväxlingar. I detta fall krävs övergångsregler som ger Riksgälden befogenhet att ha tillgångar i utländsk valuta under övergångsperioden.

Vi menar att denna metod, där betalningar i utländsk valuta används som regulator, är mer ändamålsenlig än att koppla överföringen till statens valutaskuld. Det senare förutsätter mer omfattande ingrepp i regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldsförvaltningen och därmed i statens skuldhantering.

Riksbankens övergång till bättre matchad balansräkning

Riksgälden tillstyrker utredningens förslag att Riksbankens uppdrag att förvalta tillgångar ska tydliggöras i riksbankslagen. Vi delar också utredningens uppfattning att av detta uppdrag följer att Riksbanken bör neutralisera valutariskerna, dvs. matcha valutareserven med motsvarande skulder i utländsk valuta. För given storlek på sedelmängden och det egna kapitalet innebär det att Riksbanken behöver skaffa sig betydande tillgångar i kronor. Utredningen diskuterar olika tillvägagångssätt för denna omfördelning av Riksbankens tillgångar.

Riksgälden vill framhålla betydelsen av att bestämmelserna om Riksbankens placeringar inte utgår från att Riksbanken enbart får hålla statspapper. För det första är det principiellt olämpligt – här, liksom i lagstiftning om finansiella företag – att införa lagregler som bygger på att det ständigt finns ett stort utbud av statspapper. Det finns ingen ekonomisk eller politisk lag som säger att staten alltid måste ha stora skulder. Om det i formell lag införs bestämmelser som bygger på den förutsättningen, kan statsskuldsvärdet ställas inför krav som kommer i konflikt med målet att den ska bedrivas så billigt som möjligt.

Även från praktisk synpunkt är det olämpligt om Riksbanken är begränsad till direkta innehav i statspapper. Med tanke på den stora balansräkning Riksbanken oundvikligen har skulle placeringar enbart i statspapper låsa en betydande del av den utestående statspappersstocken. Det riskerar att snedvrider avkastningsrelationerna genom att statspappersräntorna blir artificiellt låga. Det skulle även hämma likviditeten, till nackdel för övriga investerare i statspapper och i förlängningen för staten som låntagare.

Följaktligen bör Riksbanken ges möjlighet att investera även i andra obligationer med låg kreditrisk samt att använda sig av derivat för att uppnå önskad valuta-sammansättning på sina tillgångar. Sådana regler gör också att övergången till en mer ändamålsenlig sammansättning av tillgångar och skulder kan genomföras betydligt snabbare, eftersom specialreglerna för EU-centralbankens värdepappersköp enbart gäller statspapper.

I detta ärende har riksgäldsdirektören Bo Lundgren beslutat, efter föredragning av chefsekonomen Lars Hörngren. I den slutliga handläggningen har även biträdande riksgäldsdirektören Pär Nygren och upplåningschefen Thomas Olofsson deltagit.

Bo Lundgren

Lars Hörngren