

# Riksbankens finansiella oberoende

*Betänkande av Utredningen om Riksbankens  
kapitalstruktur och vinstdisposition*

*Stockholm 2007*



---

STATENS OFFENTLIGA  
UTREDNINGAR

---

SOU 2007:51

Till statsrådet Mats Odell

Regeringen beslutade den 27 april 2006 att tillkalla en särskild utredare med uppgift att utreda frågor som rör Riksbankens balansräknings- och kapitalstruktur och vinstdisposition. Utredaren ska ge förslag till lagreglering av principerna för disposition av Riksbankens resultat. Som särskild utredare förordnades generaldirektören Ingrid Bonde.

Till sakkunniga förordnades den 30 maj 2006 chefsekonomen Martin Blåvarg, ekonomie doktorn Lars Hörngren, hovrättsassessorn Gustaf Sjöberg och professorn Staffan Viotti, samt till experter departementsrådet Åke Hjalmarsson och departementssekreteraren Marie Norman.

Till sekreterare förordnades civilekonomen Karin Lundberg fram till den 12 januari 2007. Därefter har chefsekonomen Martin Blåvarg varit sekreterare.

Utredningen överlämnar härmed betänkandet (SOU 2007:51) Riksbankens finansiella oberoende.

Ett särskilt yttrande har avgetts av experterna Åke Hjalmarsson och Marie Norman.

Stockholm i juni 2007

Ingrid Bonde

Martin Blåvarg

<b>SAMMANFATTNING.....</b>	<b>5</b>
BAKGRUND.....	5
EGEN BALANSRÄKNING GRUNDEN FÖR RIKSBANKENS FINANSIELLA OBEROENDE.....	5
UTREDNINGENS FÖRSLAG ANGÅENDE RIKSBANKENS KAPITALSTRUKTUR.....	6
UTREDNINGENS FÖRSLAG ANGÅENDE RIKSBANKENS TILLGÅNGSFÖRVALTNING.....	9
<b>FÖRFATTNINGSFÖRSLAG.....</b>	<b>10</b>
FÖRFATTNINGSFÖRSLAG ENLIGT UTREDNINGENS ALTERNATIV 1.....	10
FÖRFATTNINGSFÖRSLAG ENLIGT UTREDNINGENS ALTERNATIV 2.....	12
<b>1. UTREDNINGENS UPPDRAG OCH ARBETE.....</b>	<b>15</b>
1.1. UTREDNINGENS UPPDRAG.....	15
1.1.1. <i>Bakgrund</i> .....	15
1.1.2. <i>Direktiven</i> .....	16
1.2. UTREDNINGENS ARBETE.....	17
<b>2. BAKGRUND.....</b>	<b>18</b>
2.1. NUVARANDE ORDNING.....	18
2.2. EU:S KRITIK MOT NUVARANDE REGLER.....	19
2.3. RIKSBANKENS VERKSAMHET.....	21
2.3.1. <i>Riksbankens uppdrag</i> .....	21
2.3.2. <i>Riksbankens styrning</i> .....	22
2.4. RIKSBANKENS BALANSRÄKNING.....	23
2.4.1. <i>Överblick</i> .....	23
2.4.2. <i>Utelöpande sedlar och mynt</i> .....	25
2.4.3. <i>Några definitioner</i> .....	27
<b>3. RIKSBANKENS SJÄLVSTÄNDIGHET OCH FINANSIELLA OBEROENDE.....</b>	<b>29</b>
3.1. OBEROENDE CENTRALBANKER – BAKGRUND OCH MOTIV.....	29
3.2. RIKSBANKENS OBEROENDE AVSER I HUVUDSAK DESS UPPDRAG OCH STYRNING.....	31
3.3. BEHOVET AV FINANSIELLT OBEROENDE.....	32
3.3.1. <i>Allmänt om behovet av finansiellt oberoende</i> .....	32
3.3.2. <i>Vad är unikt med finansiellt oberoende i en centralbank?</i> .....	35
3.3.3. <i>Förtroendeaspekter för en finansiellt svag centralbank</i> .....	37
3.4. VAD SKAPAR FINANSIELLT OBEROENDE?.....	39
3.4.1. <i>Förmåga att generera intäkter</i> .....	39
3.4.2. <i>Riksbankens löpande driftskostnader</i> .....	40
3.4.3. <i>Risken för större förluster</i> .....	41
3.4.4. <i>Oberoende även vid förluster</i> .....	42
3.4.5. <i>Kapitalbehov för löpande driftskostnader</i> .....	43
<b>4. RISKER I RIKSBANKENS VERKSAMHET.....</b>	<b>49</b>
4.1. RISKER I NÖDKREDITGIVNINGEN.....	49
4.2. RISKER I VALUTARESERSVFORVALTNINGEN.....	53
4.2.1. <i>Behovet av en valutareserv</i> .....	55
4.2.2. <i>Bör valutareserven bära valutarisk eller bör risken neutraliseras?</i> .....	57
4.2.3. <i>Hur stor bör valutareserven vara?</i> .....	59
4.3. MINSKAD SEDELMÄNGD.....	61
4.4. ÖVRIGA RISKER.....	64
4.4.1. <i>Kreditrisker i operativ verksamhet</i> .....	64
4.4.2. <i>Operativa risker</i> .....	65
4.4.3. <i>Övriga finansiella risker i tillgångsförvaltningen</i> .....	66
4.4.4. <i>Sammanfattning av de övriga riskerna</i> .....	70
<b>5. KAPITALSTRUKTUR I ANDRA CENTRALBANKER.....</b>	<b>71</b>
5.1. CENTRALBANKERS HUVUDUPPGIFTER.....	71
5.2. CENTRALBANKERS BALANSRÄKNING.....	72

5.3.	CENTRALBANKERNAS EGET KAPITAL .....	74
5.4.	REGLERING AV CENTRALBANKERNAS EGET KAPITAL OCH VINSTDISPOSITION.....	75
<b>6.</b>	<b>ÖVERVÄGANDEN OM ALTERNATIVA KAPITALSTRUKTURER.....</b>	<b>79</b>
6.1.	KOSTNADEN FÖR ATT HÅLLA KAPITAL I RIKSBANKEN .....	79
6.2.	OLIKA SÄTT ATT SÄKRA RIKSBANKENS FINANSIELLA OBEROENDE .....	81
6.2.1.	<i>Bör förluster från nödkreditgivning bäras av Riksbanken?</i> .....	81
6.2.2.	<i>Bör förluster till följd av valutainterventioner bäras av Riksbanken?</i> .....	83
6.2.3.	<i>Bör seignoraget tillfalla Riksbanken?</i> .....	84
6.2.4.	<i>Ska Riksbanken bära övriga risker?</i> .....	85
6.3.	HANTERING AV FÖRLUSTER - REKAPITALISERINGSREGEL ELLER KAPITAL .....	86
6.4.	HUR BÖR RIKSBANKENS TILLGÅNGAR INVESTERAS? .....	87
6.5.	REDOVISNINGSSASPEKTER.....	91
6.6.	DET SAMLADE KAPITALBEHOVET .....	92
<b>7.</b>	<b>UTREDNINGENS FÖRSLAG TILL KAPITALSTRUKTUR .....</b>	<b>94</b>
7.1.	ALTERNATIV 1 .....	95
7.2.	ALTERNATIV 2 .....	96
7.3.	RIKSBANKENS TILLGÅNGSFÖRVALTNING .....	98
7.4.	SÄRSKILT OM BEGREPPET GRUNDFOND .....	100
7.5.	EU-FÖRDRAGET OCH FÖRSLAGEN .....	101
7.6.	SAMMANFATTANDE BILD AV RIKSBANKENS BALANSRÄKNING I DE TVÅ ALTERNATIVEN..	102
<b>8.</b>	<b>ÖVERGÅNGSFRÅGOR.....</b>	<b>104</b>
8.1.	EFFEKTER AV DEN SÄRSKILDA UTDELNINGEN I ALTERNATIV 1 .....	104
8.2.	EFFEKTER PÅ VALUTAMARKNADEN AV EN FÖRÄNDRAD VALUTARESERSV-FÖRVALTNING .	105
8.2.1.	<i>Behovet av övergångsregler</i> .....	106
8.2.2.	<i>Direkt upplåning på utländska marknader</i> .....	107
8.2.3.	<i>Hedgning av valutareserven på derivatmarknader</i> .....	107
8.2.4.	<i>Försäljning av valutareserven</i> .....	108
8.3.	RIKSBANKEN SOM INVESTERARE PÅ RÄNTEMARKNADEN.....	109
8.3.1.	<i>Hantering av utbuds- och efterfrågeaspekter på räntemarknaden</i> .....	109
8.3.2.	<i>Intressekonflikter för Riksbanken som aktör på räntemarknaden</i> .....	111
<b>9.</b>	<b>KONSEKVENSER FÖR STATSFINANSENA .....</b>	<b>112</b>
9.1.	RIKSBANKENS INLEVERANSER TILL STATEN.....	112
9.2.	STATSSKULDENS STORLEK .....	113
9.3.	STATSFINANSERNAS VALUTAEXPONERING.....	114
<b>10.</b>	<b>FÖRFATTNINGSKOMMENTARER.....</b>	<b>116</b>
10.1.	ALTERNATIV 1 .....	116
10.2.	ALTERNATIV 2 .....	118
10.3.	TILLGÅNGSFÖRVALTNINGEN.....	120
<b>SÄRSKILT YTTRANDE .....</b>	<b>122</b>	
SÄRSKILT YTTRANDE AV EXPERTERNA ÅKE HJALMARSSON OCH MARIE NORMAN.....	122	
<b>BILAGA 1. UTREDNINGENS DIREKTIV (DIR. 2006:50) .....</b>	<b>124</b>	

# Sammanfattning

## **Bakgrund**

Sveriges riksbank är en statlig myndighet, men i flera avseenden skiljer den sig från andra myndigheter. Det kommer till uttryck bland annat i att den är en myndighet under riksdagen, att dess verksamhet styrs av riksbankslagen, samt att Riksbanken är en egen juridisk person med egna tillgångar. Riksbankens särställning beror på att det finns ekonomisk-politiska skäl till att centralbanken har ett betydande oberoende. Detta oberoende förstärktes väsentligt genom en genomgripande reform 1999, vilken ledde till att Riksbanken idag har stöd i lagstiftningen för ett *funktionellt, institutionellt och personligt oberoende*. Det funktionella oberoendet uppnås genom att Riksbanken har ett lagstadgat mål för penningpolitiken. Det institutionella oberoendet innebär att det finns ett förbud mot att ge Riksbanken instruktioner i penningpolitiska frågor. Det personliga oberoendet betyder att Riksbankens ledning, dvs. direktionsmedlemmarna, har långa mandatperioder, inte kan ha andra uppdrag samt att de har ett långtgående skydd mot att avsättas.

Därutöver finns behov av ett *finansiellt oberoende*. Ett sådant syftar till att Riksbanken ska kunna finansiera sin löpande verksamhet och klara av sina åtaganden, utan att behöva hamna i en situation där den blir beroende av finansiellt stöd från staten. Det finansiella oberoendet är i dag inte lagreglerat på samma sätt som de andra formerna av oberoende, och utredningens uppdrag är att föreslå en lagreglering som säkerställer det finansiella oberoendet.

## **Egen balansräkning grunden för Riksbankens finansiella oberoende**

Riksbanken har för närvarande ett starkt finansiellt oberoende. Det bygger på att Riksbanken har en egen balansräkning med sådana egenskaper att banken får intäkter, som mer än väl räcker till att täcka bankens driftskostnader. Intäkterna bygger på att Riksbanken har avkastande tillgångar samtidigt som den inte behöver betala ränta på de viktigaste posterna som återfinns på skuldsidan, sedelmängden och det egna kapitalet. Utredningen definierar sedelmängden och det egna kapitalet som *Riksbankens kostnadsfria kapital*. Utredningen anser att Riksbankens finansiella oberoende även framgent ska bygga på att den har en egen balansräkning som ger en så stor avkastning att den förblir finansiellt oberoende.

För detta ändamål måste även andra faktorer än de löpande driftskostnaderna beaktas. Riksbanken kan drabbas av kostnader i form av förluster i sin verksamhet. De risker som utredningen identifierat är dels de kreditrisker som kan uppstå till följd av uppgiften att ge nödkrediter, dels risken för förluster i sin tillgångsförvaltning. Det finns vissa övriga risker, men de är små. Det kostnadsfria kapitalet behöver vara

tillräckligt stort för att också kunna täcka driftskostnaderna även efter det att Riksbanken drabbats av sådana förluster.

Riksbanken har möjlighet att ge nödkrediter om detta behövs för att skydda det finansiella systemets stabilitet, men bara till banker som har likviditetsproblem, men för vilka soliditetsproblem inte föreligger. Dessa krediter kan ge upphov till förluster. Såväl storleken som sannolikheten på dessa förluster är mycket svåra att uppskatta.

Riksbanken har största delen av sina tillgångar i den så kallade valutareserven, som består av placeringar i utländsk valuta (samt guld). Obalansen mellan Riksbankens tillgångar i utländsk valuta och balansräkningens skuldsida i kronor skapar finansiella risker genom att variationer i kronans växelkurs mot andra valutor påverkar tillgångarnas värde men inte skuldernas.

Valutareserven finns för att Riksbanken kan behöva göra valutainterventioner. Behovet av en valutareserv i detta syfte är begränsat i dagens valutakursregim med rörlig växelkurs. Sannolikheten att Sverige inom överskådlig tid övergår till fast växelkurs, då valutainterventioner får större betydelse, framstår i dagsläget som avlägsen. Risker för förluster till följd av valutainterventioner kan i huvudsak hänföras till de interventioner som kan tänkas genomföras under en kortare tidsperiod i samband med ett eventuellt eurointräde.

Valutainterventioner kan genomföras utan att Riksbanken har en stor valutareserv som medför en öppen valutaposition, på det sätt som Riksbankens balansräkning ser ut idag. Mot bakgrund av detta och att behovet av valutainterventioner är begränsat, samtidigt som den öppna valutapositionen medför en betydande finansiell risk, anser utredning att Riksbanken bör neutralisera valutarisken i valutareserven. Detta minskar Riksbankens behov av kostnadsfritt kapital. Utredningen tar inte ställning till om en neutralisering bör uppnås genom en valutaupplåning, genom derivatpositioner eller genom att valutareserven minskas i storlek, då detta inte påverkar kapitalbehovet.

### ***Utredningens förslag angående Riksbankens kapitalstruktur***

Det finns olika sätt att organisera en centralbanks verksamhet och inte heller sammansättningen av en centralbanks balansräkning är given. Det går inte att från utredningens internationella jämförelse dra några tydliga slutsatser för Sveriges del. Kostnaden för att hålla kapital i Riksbanken är också så låg att det inte finns anledning att vara mycket restriktiv när det gäller att låta Riksbanken hålla kapital. Samtidigt bör inte Riksbanken ha mer kapital än vad som kan anses behövt för sitt finansiella oberoende. En mer effektiv kapitalanvändning inom staten skulle kunna vara att i stället för att Riksbanken har ett kapital som kan täcka även osannolika förluster, så åtar sig staten att återställa kapitalet till en viss nivå om denna situation skulle inträffa. Utredningen väljer dock att inte föreslå en lagstadgad rekapitaliseringsregel, eftersom kostnaden för att hålla kapital i Riksbanken är låg, och en dylik regel kan vara principiellt betänklig.

Utredningens analys bygger således på att uppskatta storleken på såväl Riksbankens driftskostnader som eventuella oförutsedda kostnader relaterat till vissa risker, och

göra en bedömning av hur mycket kostnadsfritt kapital Riksbanken behöver för att täcka dessa kostnader. Detta kostnadsfria kapital kan bestå av eget kapital och av utestående sedelmängd. Sedelmängden ger upphov till det så kallade seignoraget, vilket är den intjäning som följer av att utestående sedelmängd inte uppstår ränta, men kan investeras i avkastande tillgångar. Som bas för intjäning är eget kapital och sedelmängden likvärdiga, men de har något olika egenskaper i andra avseenden. Dessa skillnader kan påverka synen på Riksbankens kapitalstruktur. Att analysera vilka likheterna är och vilka skillnader som finns har därför varit en av utredningens huvudsakliga uppgifter.

En av skillnaderna är att sedelmängden påverkas av externa faktorer utanför Riksbankens kontroll, genom att storleken på sedelmängden bestäms av allmänhetens efterfrågan på sedlar och mynt. Sedelmängden kan därmed uppvisa en betydande variation. När Riksbankens kostnadsfria kapital består av sedelmängd behöver risken för minskad efterfrågan på kontanter beaktas, vilket inte är fallet när det kostnadsfria kapitalet består av eget kapital.

Sedelmängden bokförs som en skuldpost i balansräkningen, men det bokförda värdet av sedelmängden är inte jämförbart med en skuld av motsvarande värde, eftersom sedelmängden inte är räntebärande. Även om Riksbankens eget kapital skulle förbrukas helt, och tillgångarnas värde därmed vore lägre än sedelmängdens bokförda värde (det vill säga det egna kapitalet vore negativt) så skulle Riksbanken kunna vara långsiktigt överlevnadsduglig. Så länge värdet av de diskonterade kassaflöden som Riksbankens tillgångar genererar är större än det diskonterade värdet av framtida kostnader, så har Riksbanken ett positivt nettovärde. Detta nettovärde kan vara positivt även när det egna kapitalet är negativt.

Utredningen har också utvärderat alternativa sätt att strukturera Riksbankens balansräkning, exempelvis om valutareserven som idag bör ligga i Riksbanken och om sedelmängden även fortsättningsvis bör utgöra en del av balansräkningen. Den internationella jämförelse som utredningen gjort visar att det finns alternativa sätt att organisera en centralbank och dess balansräkning. De internationella exemplen på detta har emellertid inte föranlett utredningen att föreslå några förändringar med sådan inriktning.

Utredningens analys av sedelmängdens egenskaper visar att sedelmängden i de flesta avseenden är likvärdigt med eget kapital som finansieringskälla för Riksbanken, men att det likväl finns vissa problem med att förlita sig på sedelmängden som finansieringskälla för Riksbanken. Detta har föranlett utredningen att lämna två alternativa förslag till kapitalstruktur, där sedelmängden utnyttjas som kostnadsfritt kapital i det ena, medan enbart eget kapital utnyttjas i det andra. Valet mellan de två alternativa förslagen beror således framför allt på huruvida sedelmängden betraktas som ett fullvärdigt alternativ till eget kapital.

**Alternativ 1** innebär att Riksbankens rätt att ge ut sedlar och mynt tas till vara för att finansiera verksamheten. Sedelmängden utgör ett kostnadsfritt kapital som mer än väl täcker det behov som utredningen identifierat. Enligt utredningens beräkningar behöver Riksbanken kostnadsfritt kapital uppgående till mellan 60 och 74 miljarder kr och sedelmängden är i dagsläget omkring 110 miljarder kr. Förutsättningarna för

denna bedömning kan visserligen förändras genom att sedelmängden minskar. Utredningen bedömer dock att en sådan förändring ligger långt fram i tiden och att den kommer att ske på ett sådant sätt att det finns god tid för det politiska systemet att reagera. Trots att sedelmängden i och för sig är tillräcklig som kostnadsfri finansiering av Riksbankens verksamhet bedömer utredningen att Riksbanken även bör förses med ett i sammanhanget litet eget kapital. Eget kapital i traditionell mening har den fördelen att det är ett allmänt erkänt bevis på finansiell styrka, vilket kan vara en fördel i såväl internationell sammanhang som gentemot den svenska allmänheten. Vidare finns tekniska fördelar med en sådan ordning. Utredningen förslag är att det egna kapitalet ska utgöras av en lagreglerad grundfond uppgående i utgångsläget till 10 miljarder kr. Förslaget innebär att omkring 50 miljarder kr kan föras från Riksbanken till staten.

Grundfondens storlek, som ska räknas upp med förändringar i konsumentprisindex, utgör basen för beräkningen av vinstutdelningar från Riksbanken. Om grundfonden är mindre än den enligt lagen erforderliga storleken får vinstutdelning inte ske. I annat fall ska hela vinsten delas ut till staten.

*Alternativ 2* har som utgångspunkt att sedelmängden inte lämpar sig som kostnadsfritt kapital, då det är svårt att på ett tydligt sätt göra trovärdigt att sedelmängden kan bära potentiella förluster och därmed säkerställa Riksbankens finansiella oberoende. Alternativet innefattar också att sedelmängden betraktas som en skuld till staten för vilken Riksbanken betalar ränta. Denna ränta bör motsvara en kort riskfri ränta i svenska kronor, t.ex. reporäntan. I detta alternativ bör kostnaden för produktion av sedlar och mynt, som för närvarande bärs av Riksbanken, dras av från den ränta som Riksbanken betalar till staten. Därmed blir kapitalbehovet för de löpande kostnaderna lägre i detta alternativ, eftersom det i alternativ 1 även måste finnas tillgångar som ger avkastning för att finansiera kostnader för produktion av sedlar och mynt.

I detta alternativ måste Riksbankens samlade behov av kostnadsfri finansiering täckas av det egna kapitalet. Utredningen uppskattar det samlade kapitalbehovet till 52 – 63 miljarder kr. Kapitalbehovet ligger då relativt nära den nivå på eget kapital som Riksbanken har idag (58 miljarder kr).

Förslaget bygger i detta alternativ på att Riksbanken bör ha en nivå på det egna kapitalet om 60 miljarder kr. Vad gäller vinstutdelningen bör samma princip som i alternativ 1 tillämpas, dvs. alla vinster som höjer det egna kapitalet över den eftersträfvade nivån på 60 miljarder delas ut. Liksom i alternativ 1 bör nivåerna värdesäkras och skrivas upp i takt med inflationsutvecklingen. Balansomslutningen kommer i detta alternativ att vara ungefär lika stor som idag.

Om Riksbanken enligt förslaget i alternativ 1 ska dela ut ungefär 50 miljarder kr till staten behöver valutatillgångar av motsvarande värde säljas av Riksbanken. För att detta inte ska få effekter på kronkursen kan utdelningen behöva ske över en längre tidsperiod, eller på annat sätt hanteras så att effekter på kronkursen inte uppstår.

Ur ett statsfinansiellt perspektiv bedöms förslagen som likvärdiga.



## **Utredningens förslag angående Riksbankens tillgångsförvaltning**

Med den neutraliserade valutareserv som utredningen förespråkar får Riksbanken andra tillgångar att förvalta än dagens tillgångar i utländsk valuta. Utredningen anser inte att dessa tillgångar bör förvaltas på sådant sätt att nya finansiella risker uppstår som leder till nya kapitalbehov. Ett visst risktagande skulle sannolikt leda till en bättre avkastning till gagn för staten och i förlängningen skattebetalarna. För utredningens uppdrag att föreslå regler och ett kapital som säkerställer Riksbankens finansiella oberoende, är det av yttersta vikt att Riksbanken även i osannolika situationer kan klara sina åtaganden med det kapital man har. Med detta syfte som utgångspunkt gör utredningen bedömningen att Riksbankens tillgångar bör placeras med låg risk.

Utredningens förslag innefattar således en neutralisering av valutarisken i Riksbankens valutareserv. Oavsett hur neutraliseringen genomförs, exempelvis genom att valutatillgångar säljs eller med hjälp av derivatinstrument, kommer neutraliseringen att medföra en ökad efterfrågan på kronor. För att inte dessa operationer ska få samma effekt som en valutaintervention, det vill säga att kronan förstärks, behöver de ske gradvis. Utredningen menar att denna omställning kan få pågå under flera år. Det föreslagna lagstadgade skyddet för Riksbankens kapitalstruktur kan likväl införas innan en sådan omställning är genomförd. Lagförslaget är inte beroende av att en neutralisering av valutarisken har skett fullt ut. Skälet till det är att förlustrisken för förändringar i valutareserven bedöms övergångsvis kunna bäras inom ramen för det kostnadsfria kapital som avsatts för förluster i samband med eventuella valutainterventioner.

Utredningens förslag medför att Riksbanken blir en betydande investerare i svenska krontillgångar. Det har två viktiga konsekvenser. Dels medför det en ökad efterfrågan på svenska statspapper. Detta skulle kunna hanteras genom att Riksgälden ges i uppdrag att minska sin valutaskuld så att effekten av att Riksbanken minskar sin valutaposition neutraliseras. Dels behöver den intressekonflikt hanteras som uppstår genom att Riksbanken blir en betydande investerare i svenska statspapper och att den samtidigt styr den korta räntemarknaden.

# Författningsförslag

## **Författningsförslag enligt utredningens alternativ 1**

### **Förslag till lag om ändring i Lag (1988:1385) om Sveriges riksbank**

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank  
*dels* att rubriken till kapitel 8 skall lyda ”Tillgångsförvaltning och övriga uppgifter”  
och rubriken till kapitel 10 skall lyda ”Fondmedel, vinstdisposition, budget och  
ansvarsfrihet”

*dels* att 10 kap. 4 skall upphävas,

*dels* att nuvarande 8 kap. 1 § skall betecknas 8 kap. 4 §, nuvarande 8 kap. 2 § skall  
betecknas 8 kap. 5 §, nuvarande 8 kap. 3 § skall betecknas 8 kap. 6 §, nuvarande 8  
kap. 4 § skall betecknas 8 kap. 7 §, nuvarande 8 kap. 5 § skall betecknas 8 kap. 8 §,  
nuvarande 8 kap. 6 § skall betecknas 8 kap. 9 §, nuvarande 10 kap. 1 a § skall  
betecknas 10 kap. 6 §, nuvarande 10 kap. 2 § skall betecknas 10 kap. 7 §, nuvarande  
10 kap. 3 § skall betecknas 10 kap. 8 §, nuvarande 10 kap. 5 § skall betecknas  
10 kap. 9 §,

*dels* att den nya 10 kap. 1 § skall ha följande lydelse,

*dels* att det i lagen skall införas sju nya paragrafer, 8 kap. 1-3 §§, 10 kap. 2-5 §§ av  
följande lydelse

*Nuvarande lydelse*

*Föreslagen lydelse*

#### **8 kap.**

*1 § Riksbanken innehar tillgångar för att  
den skall kunna sköta sina uppgifter  
enligt denna lag samt för att den  
självständigt skall kunna finansiera sin  
verksamhet.*

*2 § Riksbankens tillgångar skall, med  
beaktande av de olika syftena med  
tillgångsinnehavet, förvaltas så att god  
avkastning uppnås samtidigt som risken i  
förvaltningen beaktas. Vid förvaltningen  
skall även hänsyn tas till Riksbankens  
ställning som centralbank.*

*3 § Direktionen skall fastställa riktlinjer  
för förvaltningen av de finansiella  
tillgångarna.*

## 10 kap.

*1 § Riksbanken skall ha en grundfond som uppgår till ettusen miljoner kronor, en reservfond som uppgår till femhundra miljoner kronor samt en dispositionsfond.*

*1 § Riksbankens finansiella självständighet garanteras av att den givits rätten att ge ut sedlar och mynt samt att den därutöver har en grundfond som skall uppgå till lägst tio miljarder kronor.*

*2 § Grundfondens enligt 1 § erforderliga storlek skall varje år räknas upp med en faktor motsvarande förändringen i konsumentprisindex, beräknad som kvoten mellan konsumentprisindex för oktober månad året före innevarande räkenskapsår och konsumentprisindex för oktober månad 1992.*

*3 § Om grundfonden är mindre än vad som följer av 1 och 2 §§ får utdelning till staten inte ske.*

*4 § Årets vinst skall disponeras enligt följande.*

- 1. Avsättning skall göras till grundfonden så att den uppgår till den storlek som följer av 1 och 2 §§.*
- 2. Det som återstår efter eventuell avsättning enligt punkt 1 kan delas ut till staten.*

*5 § Riksbankens resultaträkning och balansräkning fastställs av riksdagen, som också beslutar hur vinsten skall disponeras. Riksdagen beslutar om ansvarsfrihet för fullmäktige för dess verksamhet och för direktionen för förvaltningen av Riksbanken. Ansvarsfrihet får vägras endast om det finns skäl att föra talan om ekonomiskt ansvar mot en ledamot av fullmäktige eller direktionen eller om ledamoten bör åtalas för brottsligt förfarande i samband med sitt uppdrag eller sin anställning.*

Denna lag träder i kraft den 1 januari 2009.

## **Författningsförslag enligt utredningens alternativ 2**

### **Förslag till lag om ändring i Lag (1988:1385) om Sveriges riksbank**

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank  
*dels* att rubriken till kapitel 8 skall lyda ”Tillgångsförvaltning och övriga uppgifter”  
och rubriken till kapitel 10 skall lyda ”Fondmedel, avgift, vinstdisposition, budget  
och ansvarsfrihet”

*dels* att 10 kap. 4 skall upphävas,

*dels* att nuvarande 8 kap. 1 § skall betecknas 8 kap. 4 §, nuvarande 8 kap. 2 § skall  
betecknas 8 kap. 5 §, nuvarande 8 kap. 3 § skall betecknas 8 kap. 6 §, nuvarande 8  
kap. 4 § skall betecknas 8 kap. 7 §, nuvarande 8 kap. 5 § skall betecknas 8 kap. 8 §,  
nuvarande 8 kap. 6 § skall betecknas 8 kap. 9 §, nuvarande 10 kap. 1 a § skall  
betecknas 10 kap. 7 §, nuvarande 10 kap. 2 § skall betecknas 10 kap. 8 §, nuvarande  
10 kap. 3 § skall betecknas 10 kap. 9 §, nuvarande 10 kap. 5 § skall betecknas  
10 kap. 10 §,

*dels* att den nya 10 kap. 1 § skall ha följande lydelse,

*dels* att det i lagen skall införas sju nya paragrafer, 8 kap. 1-3 §§, 10 kap. 2-5 §§ av  
följande lydelse

*Nuvarande lydelse*

*Föreslagen lydelse*

#### **8 kap.**

*1 § Riksbanken innehar tillgångar för att  
den skall kunna sköta sina uppgifter  
enligt denna lag samt för att den  
självständigt skall kunna finansiera sin  
verksamhet.*

*2 § Riksbankens tillgångar skall, med  
beaktande av de olika syftena med  
tillgångsinnehavet, förvaltas så att god  
avkastning uppnås samtidigt som risken i  
förvaltningen beaktas. Vid förvaltningen  
skall även hänsyn tas till Riksbankens  
ställning som centralbank.*

*3 § Direktionen skall fastställa riktlinjer  
för förvaltningen av de finansiella  
tillgångarna.*

## 10 kap.

1 § Riksbanken skall ha en grundfond som uppgår till ettusen miljoner kronor, en reservfond som uppgår till femhundra miljoner kronor samt en dispositionsfond.

1 § Riksbanken skall ha en grundfond som skall uppgå till lägst sextio miljarder kronor.

2 § Grundfondens enligt 1 § erforderliga storlek skall varje år räknas upp med en faktor motsvarande förändringen i konsumentprisindex, beräknad som kvoten mellan konsumentprisindex för oktober månad året före innevarande räkenskapsår och konsumentprisindex för oktober månad 1992.

3 § Riksbanken ska varje år betala en avgift till staten beräknad enligt en räntesats motsvarande reporäntan på det nominella beloppet av utelöpande sedlar och mynt.

4 § Om grundfonden är mindre än vad som följer av 1 och 2 §§ får utdelning till staten inte ske.

5 § Årets vinst skall disponeras enligt följande.

1. Avsättning skall göras till grundfonden så att den uppgår till den storlek som följer av 1 och 2 §§.
2. Det som återstår efter eventuell avsättning enligt punkt 1 kan delas ut till staten.

6 § Riksbankens resultaträkning och balansräkning fastställs av riksdagen, som också beslutar hur vinsten skall disponeras. Riksdagen beslutar om ansvarsfrihet för fullmäktige för dess verksamhet och för direktionen för förvaltningen av Riksbanken. Ansvarsfrihet får vägras endast om det finns skäl att föra talan om ekonomiskt ansvar mot en ledamot av fullmäktige eller direktionen eller om ledamoten bör åtalas för brottsligt förfarande i

*samband med sitt uppdrag eller sin  
anställning.*

Denna lag träder i kraft den 1 januari 2009.

# 1. Utredningens uppdrag och arbete

## 1.1. Utredningens uppdrag

### 1.1.1. Bakgrund

Sveriges riksbank är en statlig myndighet, men i flera avseenden skiljer den sig från andra myndigheter. Riksbanken hålls på olika sätt skild från staten. Detta kommer till uttryck bland annat i att Riksbanken är en myndighet under riksdagen, att Riksbankens verksamhet styrs av riksbankslagen i stället för instruktioner och regleringsbrev samt att Riksbanken är en egen juridisk person med egna tillgångar. Riksbankens särställning bland myndigheter beror på att det finns ekonomisk-politiska skäl till att Riksbanken har ett betydande oberoende. Detta oberoende förstärktes väsentligt genom den genomgripande reform av Riksbanken som gjordes 1999.

Oberoendet har flera dimensioner. Man kan tala om ett *funktionellt*, ett *institutionellt* och ett *personligt* oberoende, vilka alla stöds av nuvarande lagstiftning. Det funktionella oberoendet avser att Riksbanken har ett lagstadgat mål för penningpolitiken. Det institutionella oberoendet innebär att det finns ett förbud mot att ge Riksbanken instruktioner i penningpolitiska frågor. Det personliga oberoendet betyder att Riksbankens ledning, dvs. direktionsmedlemmarna, har långa mandatperioder, inte kan ha andra uppdrag samt att de har ett långt gående skydd mot att avsättas. Därutöver finns det *finansiella* oberoendet, vilket syftar till 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. Med nuvarande balansräkning är det finansiella oberoendet väl tillgodosett, men det är inte lagreglerat på samma sätt som de andra formerna av oberoende.

Riksbankens tillgångar har över tiden genererat en avkastning som med råge varit tillräcklig för att finansiera den löpande verksamheten. När Riksbankens oberoende förstärktes i samband med riksbanksreformen 1999 var det finansiella oberoendet inte en fråga som var föremål för någon större diskussion.

Det finansiella oberoendet uppmärksammades i större utsträckning för första gången i samband med att riksdagen beslutade om särskilda utdelningar av Riksbanken för räkenskapsåren 2000 och 2001. Kritiker av dessa beslut, bland andra Riksbanken (direktionen), menade att det finansiella oberoendet kunde ifrågasättas om det var möjligt för riksdagen att genom ett enskilt riksdagsbeslut kräva in medel från Riksbanken på detta sätt. Det borde framgå av lag hur Riksbankens vinst skulle disponeras och hur stort eget kapital Riksbanken borde ha, menade kritikerna.

Det finansiella oberoendet är inte ett nationellt påfund, utan det utgör också en beståndsdel i EU-samarbetet, så till vida att det finns ett krav på att den nationella centralbanken ska vara oberoende enligt EU-fördraget. Oberoendet bevakas inom

ramen för de konvergensrapporter som Europeiska centralbanken (ECB) och EU-kommissionen ger ut vartannat år, i vilka det görs en uppföljning av om länder uppfyller de villkor i EU-fördraget som bland annat tar sikte på att skapa oberoende centralbanker. I konvergensrapporterna 2002 och 2004 sällade sig Kommissionen och ECB till kritikerna av de särskilda utdelningarna och påtalade att Riksbankens finansiella oberoende borde komma till uttryck i riksbankslagen.

Utredningens uppdrag härstammar från denna kritik som riktats mot frånvaron av regler som säkerställer Riksbankens finansiella oberoende. Även om det framför allt är i samband med ett deltagande i eurosamarbetet som bedömningen av det finansiella oberoendet ställs på sin spets, finns det anledning att tillse att Riksbanken är finansiellt oberoende på ett sätt som inte kan ifrågasättas. Därutöver stärker ett säkerställt finansiellt oberoende trovärdigheten för Riksbanken även under den nuvarande penning- och valutapolitiska regimen.

### 1.1.2. Direktiven

I direktiven framhålls Riksbankens formella och reella självständighet och där betonas att en aspekt av självständigheten är det finansiella oberoendet, som i direktiven definieras som att Riksbanken ska ha möjlighet att genomföra sina åtaganden utan att vara beroende av anslag från riksdagen.

I regeringens direktiv till utredningen (Dir. 2006:50) står att den särskilde utredaren ska

*”ge förslag till lagreglering av principerna för en disposition av Riksbankens resultat. Förslagen ska bygga på en analys av:*

- *hur stort eget kapital Riksbanken behöver för att fullgöra sina uppgifter*
- *vilka vinstdispositions- och balansräkningssystem som tillämpas i ett urval av andra centralbanker inom och utanför EU*
- *Riksbankens framtida balansräknings- och kapitalstruktur och vinstdisposition*
- *effekterna för både Riksbanken och statsverket av olika vinstdispositionssystem.*”



## **1.2. Utredningens arbete**

Arbetet inleddes i juni 2006. Utredningen har hållit 11 möten med sina sakkunniga och experter.

För att inhämta internationella erfarenheter och få information om hur frågor kring centralbankens kapitalstruktur och vinstutdelning hanteras i andra länder, skickades en enkät till centralbankerna i Norge, Danmark, Finland, Nederländerna, Tyskland, Storbritannien, Kanada och Nya Zeeland.

Utredningen redogjorde i december 2006 för sitt arbete och sina huvudsakliga slutsatser i möten med riksdagens finansutskott, med riksbanksfullmäktige samt med Riksbankens direktion. Under våren 2007 har ytterligare samråd skett med Riksbanken. Dels har tjänstemän beretts tillfälle att lämna synpunkter på utkast till betänkandet. Dels har utredningen redogjort för sina slutsatser och förslag för riksbanksfullmäktige. Riksbankens direktion har beslutat att avvakta med att lämna synpunkter på betänkandet tills det remitteras. Utredningens sekreterare har också löpande inhämtat information från Riksbanken. Bland annat har utredningen fått tillgång till en intern modell för beräkning av risker i Riksbankens balansräkning.

Utredningen begärde förlängning av uppdraget i slutet av april 2007. Förlängningen beviljades.

## 2. Bakgrund

### 2.1. Nuvarande ordning

Den nuvarande regleringen av Riksbankens eget kapital återfinns i 10 kap. 1 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank (riksbankslagen) och lyder:

*”Riksbanken skall ha en grundfond som uppgår till ettusen miljoner kronor, en reservfond som uppgår till femhundra miljoner kronor samt en dispositionsfond.”<sup>1</sup>*

Denna reglering innebär inte att storleken på Riksbankens samlade eget kapital i praktiken bestäms, eftersom dispositionsfonden kan variera väsentligt i storlek.

Nuvarande lagstiftning om hur Riksbankens vinst ska disponeras innehåller inga materiella regler utan säger enbart att riksdagen varje år ska besluta om hur Riksbankens vinst ska disponeras, efter förslag från riksbanksfullmäktige<sup>2</sup>. För att skapa förutsebarhet i denna process tog riksbanksfullmäktige 1989 fram riktlinjer för vinstdelningen, riktlinjer som godkändes av riksdagen. Den senaste revideringen av dessa riktlinjer skedde i samband med 1999 års bokslut (bet. 2001/02:FiU23).

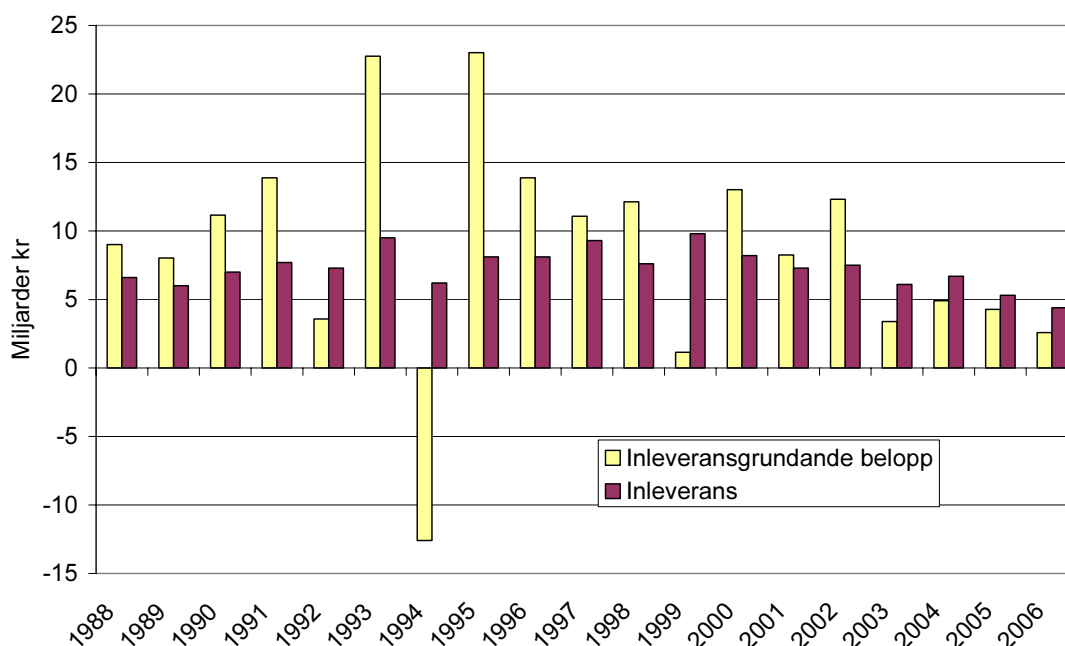
Enligt riktlinjerna ska varje år 80 procent av genomsnittet av de senaste fem årens resultat, exklusive valutakurs- och guldvärderingseffekter och före bokslutsdispositioner, betalas in till staten. Mellan 1988 och 2005 har detta medfört inbetalningar till statskassan på mellan 5 och 10 miljarder kr per år, för att 2006 för första gången på lång tid falla ner strax under 5 miljarder kr (se figur 1).

---

<sup>1</sup> Senaste lydelse 1998:1412.

<sup>2</sup> Framgår av 10 kap. 3 och 4 §§ i lag (1988:1385) om Sveriges riksbank.

**Figur 1.** Inleveranser till statskassan och inleveransgrundande belopp för Riksbanken



Riksbanksfullmäktige har, med två undantag, följt riktlinjerna i de förslag till disposition av Riksbankens resultat som har framlagts till riksdagen, med två undantag. För vart och ett av räkenskapsåren 2000 och 2001 föreslog riksbanksfullmäktige utdelningar på 20 miljarder kr utöver vad som skulle inbetalas enligt riktlinjerna. I samband med att vinstdispositionen för räkenskapsåret 2001 beslutades av riksdagen framhöll finansutskottet att man efter denna utdelning uppnått en långsiktigt väl avvägd konsolideringsnivå och att de gällande riktlinjerna för vinstdispositionen skulle fortsätta att tillämpas.<sup>3</sup> Så har också skett.

## 2.2. EU:s kritik mot nuvarande regler

I de konvergensrapporter som vartannat år publiceras av ECB (eller Europeiska Monetära Institutet, EMI, före år 2000) och EU-kommissionen har vid tre tillfällen funnits anmärkningar på Sveriges lagstiftning avseende Riksbankens finansiella oberoende. I EMI:s konvergensrapport för 1998 påpekades att ”om riksdagen (...) skulle avvika från de objektiva kriterier som den tillämpat kunde detta påverka bankens finansiella oberoende. En lagfäst skyddsklausul borde därför övervägas i syfte att säkra att riksdagens befogenheter inte kan hindra ett korrekt utförande av bankens ECBS-anknutna uppgifter.” Då förutsåg EMI emellertid att detta kunde lösas genom den omarbetning av lagen om Sveriges riksbank som pågick.

Konvergensrapporterna för 2000 innehöll ingen anmärkning på området. Konvergensrapporten 2002 från kommissionen (liksom den från ECB) väckte dock

<sup>3</sup> Finansutskottets betänkande 2001/02:FiU 23 ”Penningpolitiken och Riksbankens förvaltning 2001”

frågan på nytt och i rapporten hänvisades till de extraordinära utbetalningarna för räkenskapsåren 2000 och 2001: ”Utvecklingen under 2001 och 2002 har gjort det uppenbart att det saknas en detaljerad lagstiftning om resultatfördelning och Riksbankens extraordinära betalningar till finansdepartementet vilken säkerställer att Riksbanken har de ekonomiska förutsättningarna att fullgöra alla ECBS-relaterade uppgifter.” I kommissionens och ECB:s konvergensrapporter för 2004 tas frågan upp igen. ECB skriver:

*”Vissa bestämmelser i lagen om Sveriges riksbank är fortfarande inte förenliga med fördraget och ECBS-stadgan, särskilt avseende Riksbankens finansiella oberoende. (---) ECB konstaterar att Sverige sedan den 1 juni 1998 har haft en skyldighet enligt fördraget att anpassa lagstiftningen för att åstadkomma detta och att de svenska myndigheterna inte har vidtagit några lagstiftningsåtgärder under de senaste åren för att rätta till de oförenligheter som beskrivits här och i tidigare rapporter.”*

Denna kritik upprepas i konvergensrapporten för 2006.

Den bestämmelse i fördraget som ligger till grund för kritiken är artikel 108, som har följande lydelse:

*”Då de utövar de befogenheter och fullgör de uppgifter och skyldigheter som har tilldelats dem genom detta fördrag och ECBS-stadgan skall varken ECB eller någon nationell centralbank eller någon medlem av deras beslutande organ begära eller ta emot instruktioner från gemenskapsinstitutioner eller gemenskapsorgan, från medlemsstaternas regeringar eller från något annat organ. Gemenskapsinstitutionerna, gemenskapsorganen och medlemsstaternas regeringar förbinder sig att respektera denna princip och att inte söka påverka medlemmarna av ECB:s eller de nationella centralbankernas beslutande organ när de fullgör sina uppgifter.”*

Många andra länder inom ECBS har inte en lagfäst skyddsklausul för att säkerställa det finansiella oberoendet. Det är rimligt att anta att det är de extraordinära utdelningarna 2001 och 2002 som föranlett kritiken från EU-organen. Om den nuvarande vinstdispositionsregeln fortsatt att tillämpas utan dessa utdelningar, hade EU-organen sannolikt inte kritiserat den svenska lagstiftningen.

## 2.3. Riksbankens verksamhet

### 2.3.1. Riksbankens uppdrag

Riksbankens uppdrag regleras i regeringsformen och i riksbankslagen. I regeringsformen anges att Riksbanken har *a) ansvar för penningpolitiken* (9 kap. 13 §) och att *b) endast Riksbanken har rätt att ge ut sedlar och mynt* (9 kap. 14 §). I riksbankslagen specificeras Riksbankens ansvar för penningpolitiken. Där anges att ”målet för Riksbankens verksamhet ska vara att upprätthålla ett fast penningvärde.” (1 kap. 2 §). Vidare anges att ”Riksbanken ska följa utvecklingen på valuta- och kreditmarknaderna samt vidta erforderliga penningpolitiska åtgärder” (6 kap. 2 §). Dessutom anges i lagen ytterligare ett ansvarsområde, nämligen att *c) Riksbanken ska främja ett säkert och effektivt betalningsväsende* (1 kap. 2 §) Inom ramen för detta ansvarsområde ligger också ansvaret för att ge ut nödkrediter, vilket specificeras ytterligare nedan. Riksbanken får ”endast bedriva eller ta del i sådan verksamhet som enligt lag ankommer på Riksbanken” (1 kap. 1 §).

Riksbanken har ansvar för penningpolitiken, och mer specifikt att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbankens tolkning av målet om ett fast penningvärde är att inflationen ska vara låg och stabil. Riksbanken har definierat prisstabilitetsmålet som en ökning av konsumentprisindex (KPI) med två procent i årstakt. Runt målet har ett intervall på plus/minus en procentenhet angetts. För att uppnå målet bestämmer Riksbanken en lämplig nivå på den ränta som bankerna betalar då de lånar av Riksbanken, dvs. reporäntan. En omfattande analytisk verksamhet avseende makroekonomiska förhållanden och utvecklingen på finansiella marknader, såväl i Sverige som internationellt, ligger till grund för besluten om reporäntan. Den praktiska implementeringen av penningpolitiken innebär bland annat att Riksbanken genomför penningpolitiska marknadsoperationer i form av veckovisa repotransaktioner med bankerna.

Riksbanken håller också en beredskap för att kunna genomföra valutainterventioner i penningpolitiskt syfte. Det innebär att Riksbanken har beredskap för att kunna köpa och sälja valuta på marknaden för att påverka kronans värde relativt andra valutor. Riksbanken bestämmer emellertid inte över om fast eller rörlig växelkurs ska tillämpas. Beslut om detta tas av regeringen. Tidigare fattade Riksbanken beslut om detta men i samband med reformeringen av Riksbanken i slutet av 1990-talet överfördes denna uppgift från Riksbanken till regeringen.

Riksbanken har inte enbart rätten att ge ut sedlar och mynt, utan har enligt lagen en skyldighet att svara för landets försörjning med sedlar och mynt (5 kap. 3 §). Denna skyldighet har också en klar koppling till Riksbankens ansvar för betalningsväsendet och kan därför också ses som en del av detta ansvarsområde. En stor del av det praktiska arbetet med dessa frågor hanteras av bankerna, men Riksbanken är den formella utgivaren av sedlar och mynt, bär vissa kostnader för det och kan tillgodogöra sig de intäkter som verksamheten medför.

Riksbankens ansvar för att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende kan delas upp i två olika ansvarsområden; stabilitetsfrågor och betalningsväsendet. Riksbanken

följer kontinuerligt utvecklingen på de finansiella marknaderna och bedömer riskerna för problem i de svenska storbankerna och i den centrala finansiella infrastrukturen. Bakgrunden är att ett problem i någon av landets större banker riskerar att störa grundläggande funktioner inom betalningsförmedling och kreditförsörjning. Riksbanken har också en skyldighet att ge ut nödkrediter, dvs. att agera som Lender of Last Resort<sup>4</sup>. För att främja betalningsväsendet tillhandahåller Riksbanken ett eget betalningsavvecklingssystem (RIX)<sup>5</sup>, som är det centrala betalningssystemet i Sverige.

Riksbanken bedriver dessutom i praktiken en omfattande tillgångsförvaltning, eftersom den skuldpost som utelöpande sedlar och mynt utgör, samt det egna kapital som Riksbanken har som en följd av upparbetade vinster, måste placeras i någon form av tillgångar. Riksbanken investerar för närvarande den helt dominerande delen av balansomslutningen i valutatillgångar.

Övrig verksamhet som Riksbanken bedriver är internationellt samarbete samt viss statistikproduktion.

### **2.3.2. Riksbankens styrning**

Styrningen av Riksbanken har utformats för att överensstämma med de principiella krav på centralbankers självständighet och oberoende som numera är en ledstjärna för många utvecklade länder, och som beskrivs utförligare i kapitel 5.

Enligt regeringsformens 9 kap. 13 § är Riksbanken en myndighet under riksdagen. Riksbanken har elva fullmäktige, som väljs av riksdagen. Riksbanken leds av en direktion, som utses av fullmäktige. Där framgår också att fullmäktige får skilja en ledamot av direktionen från hans anställning endast om han inte längre uppfyller de krav som ställs för att han ska kunna utföra sina uppgifter eller om han gjort sig skyldig till allvarlig försummelse.

Enligt 1 kap. 4 § i lagen om Sveriges riksbank ska direktionen bestå av sex ledamöter som utses för en tid av sex år. Fullmäktige utser ordförande i direktionen, som samtidigt ska vara chef för Riksbanken.

Riksbanken får endast utföra uppgifter som finns angivna i lag. Det är ett sätt att tydliggöra och begränsa dess verksamhet, vilket det finns skäl att göra i och med att Riksbanken givits ett väsentligt större oberoende än andra myndigheter.

---

<sup>4</sup> Detta uppdrag regleras i 6 kap. 8 §, lagen om Sveriges riksbank.

<sup>5</sup> Grunden för detta finns i 6 kap. 7 §, lagen om Sveriges riksbank.

## 2.4. Riksbankens balansräkning

### 2.4.1. Överblick

Riksbankens balansräkning såg vid årsskiftet 2006/2007 ut på ett sätt som framgår av tabell 1.

**Tabell 1. Riksbankens balansräkning per den 31 december 2006**

Tillgångar	Miljoner kr	Procent	Skulder & eget kapital	Miljoner kr	Procent
Guld	22 222	11,1%	Sedlar och mynt	112380	56,0%
Valutatillgångar	162 292	80,9%	Repor i utländsk valuta	13906	6,9%
Fordringar på IMF	4 892	2,4%	Övriga skulder och avsättningar	3265	1,6%
Penningpolitisk utlåning (repor)	7 088	3,5%	Värderegleringskonton	8488	4,2%
Övrigt	4 191	2,1%	Eget kapital	54769	27,3%
			Årets resultat	7877	3,9%
Summa	200 685	100,0%		200685	100,0%

Riksbankens tillgångar består till den helt dominerande delen av tillgångar i utländsk valuta och guld, den så kallade valutareserven (92 procent). Valutatillgångarna består av värdepapper med hög kreditvärdighet i utländsk valuta och placeringar i utländska banker. De valutor i vilka placeringar sker var vid årsskiftet 2006/2007 euro (50 procent), amerikanska dollar (20 procent), brittiska pund (10 procent), norska kronor (10 procent), australiensiska dollar (5 procent) samt kanadensiska dollar (5 procent).<sup>6</sup> Guldet motsvarade 11 procent av balansräkningen.

Den penningpolitiska utlåning som bedrivs i form av repotransaktioner med svenska banker<sup>7</sup> utgör en begränsad del av balansräkningen (3,5 procent). Vidare har Riksbanken fordringar på Internationella Valutafonden (IMF), motsvarande 2,4 procent av balansomslutningen. För en del av dessa fordringar finns en motpost på passivsidan av balansräkningen (i tabellen en del av posten Övriga skulder och avsättningar), varför nettopositionen är något lägre än dessa 2,4 procent. Övriga tillgångar består bland annat av förutbetalda kostnader och upplupna intäkter samt anläggningstillgångar.

Drygt hälften av passivsidan i balansräkningen består av utelöpande sedlar och mynt, vilka utgör en skuldpost i balansräkningen (denna diskuteras vidare i det följande avsnittet). Inom ramen för valutareservförvaltningen kan Riksbanken ingå repotransaktioner, vilket innebär att Riksbanken "lånar ut" värdepapper som finns i den egna tillgångsmassan och får en kontant betalning. Detta redovisas som en form av inlåning i balansräkningen, dvs. som en skuld, vid årsskiftet 2006/2007 motsvarande knappt 7 procent av balansomslutningen. Övriga skulder och avsättningar är av begränsad omfattning (1,6 procent av balansomslutningen). Dessa repor bör ses som en del av valutareservförvaltningen, som genomförs för att öka

<sup>6</sup> Den valutasammansättning som här redovisas avser den valutaposition som Riksbanken har när såväl derivatpositioner som repor på passivsidan har beaktats (se nästföljande fotnot). Den skiljer sig till viss del mot den portfölj av tillgångar som redovisas brutto på tillgångssidan i Riksbankens balansräkning.

<sup>7</sup> Repor redovisas som utlåning (med värdepapper som säkerhet), trots att det formellt rör sig om en återköpstransaktion. Det beror på att repor har samma ekonomiska egenskaper som ett lån mot säkerhet, trots att de legalt sett inte är att betrakta som lån.

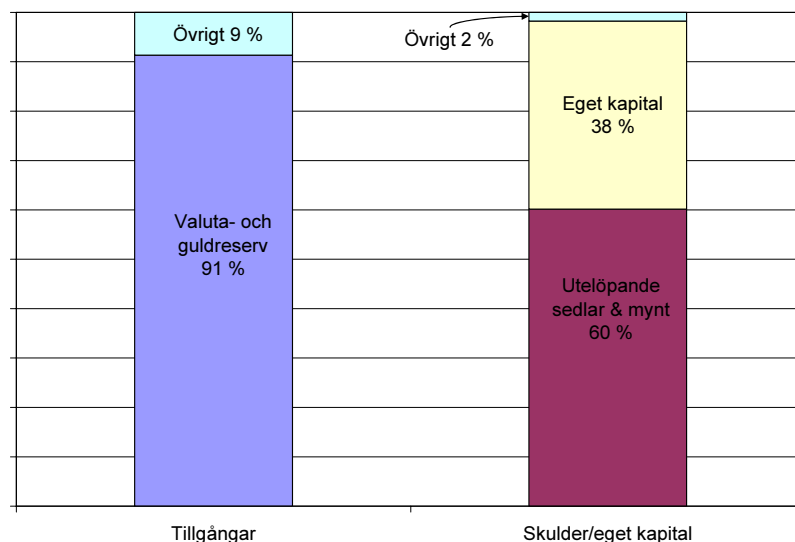
avkastningen på tillgångsportföljen. Denna verksamhet ”blåser upp”<sup>8</sup> balansräkningen i viss utsträckning.

Det egna kapitalet, inklusive årets vinst, uppgick till 31 procent av balansomslutningen. Den återstående posten på passivsidan, värderegleringskontona, består av orealiserade vinster på utländska värdepapper och guld. Riksbanken marknadsvärderar sina tillgångar, men får enligt de redovisningsprinciper som tillämpas inte föra orealiserade vinster till årets vinst och eget kapital, så att de kan bli utdelningsbara. Orealiserade förluster däremot redovisas mot eget kapital, om de överstiger de ackumulerade vinsterna på värderegleringskontona.

Redovisningsprinciperna styrs framför allt av gemensamma regler för EU:s centralbanker inom det europeiska centralbankssystemet (ECBS), där Riksbanken deltar. Värderegleringskontona är obligationsspecifika, på så sätt att orealiserade förluster i en viss obligation bara får föras mot tidigare orealiserade vinster i samma obligation. Det betyder att orealiserade förluster kan påverka årets resultat i relativt stor omfattning även när det finns orealiserade vinster på värderegleringskontona. Vid årsskiftet 2006/2007 var den helt dominerande delen av värderegleringskontona hänförlig till orealiserade vinster i guld (87 procent).

För utredningens analys finns det anledning att förenkla balansräkningen och fokusera på de delar som är av sådan storlek och betydelse att de kan ha en mer avgörande betydelse för strukturen på Riksbankens balansräkning och dess finansiella oberoende. Figur 1 visar en sådan förenklad bild av balansräkningen.

**Figur 2.** Förenklad bild av Riksbankens balansräkning per årsskiftet 2006/2007



<sup>8</sup> Med ”blåser upp” menas att Riksbanken när man ingår en repotransaktion av denna typ får en ökning av skulderna, i form av en ökning av posten repor i utländsk valuta, samt motsvarande ökning av tillgångarna, när betalningen för repotransaktionen omsätts i köp av nya värdepapper. Vinsten i denna typ av transaktioner är typiskt sett liten, ett fåtal räntepunkter, men eftersom transaktionskostnaderna och riskerna (rätt hanterade) är låga, finns det goda skäl att bedriva denna typ av verksamhet när man som Riksbanken innehar en betydande värdepappersportfölj.



Vad gäller valuta- och guldreserven utgör denna i dagsläget den tillgångsmassa som genererar avkastning för Riksbanken och som utgör själva grunden för Riksbankens möjlighet att finansiera sin verksamhet och därmed få ett finansiellt oberoende. Det är inte självklart att Riksbanken ska investera allt sitt kapital i valutatillgångar (utöver de mindre tillgångsposter som för tillfället lämnas därhän). Hittills har det dock varit så att Riksbanken valt att placera sitt tillgängliga kapital i dessa tillgångar. Behovet av valutareserven, hur stor den bör vara och risktagandet i den diskuteras vidare i kapitel 6.

I figuren har värderingskontona inräknats i det egna kapitalet. Skälet är att värderingskontona i princip utgör ett riskbärande kapital, genom att det kan användas för att täcka vissa kursförluster. De redovisningsmässiga begränsningar som finns i detta avseende är av mindre betydelse för utredningens fortsatta principiella resonemang (se vidare kapitel 6). Det gör att det egna kapitalet, som utredningen definierar det, uppgick till 58 miljarder kr, när utdelningen på knappt 5 miljarder kr dragits av.

Posten utelöpande sedlar och mynt är i flera avseenden speciell och det finns anledning att diskutera mer ingående vilka egenskaper denna post på passivsidan av balansräkningen har och vad den betyder för Riksbanken, vilket görs i nästa avsnitt. Därefter avslutas kapitlet med några definitioner som varit viktiga att slå fast för att utredningen ska ha en begreppsapparat som är användbar och begriplig med hänsyn till utredningens uppdrag att analysera hur Riksbankens finansiella oberoende bör säkras.

## 2.4.2. Utelöpande sedlar och mynt

Utelöpande sedlar och mynt, i fortsättningen kallat sedlar eller sedelmängden, redovisas som en skuldpost på Riksbankens balansräkning. Från ekonomisk synpunkt är det dock inte uppenbart att sedelmängden är att se som en skuld för Riksbanken. Ett uttryck för detta är att sedelmängden inte är förknippad med någon räntekostnad för Riksbanken. Det finns därför anledning att något mer, i principiella termer, diskutera vilka ekonomiska egenskaper sedlar har och hur dessa påverkar Riksbanken och dess finansiella oberoende.

För att förstå nuvarande ordning är det nödvändigt att anlägga ett historiskt perspektiv. När sedlar började användas (i Sverige på 1600-talet) var de i legal mening löpande skuldebrev. Innehavare av ett sådant skuldebrev kunde lösa in det mot exempelvis metallmynt (guld, silver eller koppar), dvs. en sedel var en fordran på en tillgång med reellt värde. Centralbanken var därmed tvungen att hålla reserver i form av metaller så att den på begäran kunde byta in sedeln mot mynt. Fram till 1931 var Riksbanken skyldig att lösa in sedlar mot guldmynt, och så länge det var fallet kan det vara meningsfullt att se sedlarna som en verklig fordran på Riksbanken. Under Bretton Woods-systemet fanns en indirekt koppling mellan sedlar och guld genom att den amerikanska centralbanken förbundit sig att lösa in dollarsedlar mot guld och den svenska kronan var knuten till dollarn via en fast växelkurs. Numera är alla sådana kopplingar borta.

Trots detta är privatpersoner och företag beredda att hålla sedlar. Förklaringen är att innehavaren vet att sedlar är accepterade som generella betalningsmedel. Det betyder att sedlar kan bytas mot varor och tjänster av alla de slag, utan nämnvärda transaktionskostnader i någon form. Bruket av sedlar som betalningsmedel kan uppfattas som en konvention. Den upprätthålls av att när en stor grupp människor kommit att använda en viss "vara" som bytesmedel så är det effektivt att fortsätta med det.

Sedlar får i detta perspektiv ett värde primärt därför att de underlättar köp av varor och tjänster. Detta kan definieras som ett *transaktionsmotiv* för att hålla sedlar. Så länge medborgarna litar på att de också på längre sikt kan använda sedlar i utbyte mot varor och tjänster i ungefär samma mängd som i dag är de beredda att använda sedlar även för att spara. Det finns således även ett *sparmotiv* för att hålla sedlar.

Eftersom sedlar inte ger någon direkt avkastning, är benägenheten att hålla sedlar beroende av vilken ränta medborgarna kan få på andra tillgångar. Hög ränta och hög inflation, som ju minskar värdet av sedlar i termer av varor och tjänster, minskar därför efterfrågan på sedlar. Erfarenheterna visar dock att det krävs väldigt höga inflationstal för att sedlar helt ska trängas undan som betalningsmedel. Detta illustrerar styrkan i konventionen att använda sedlar som betalningsmedel.

Nuvarande ordning kunde knappast ha etablerats utan att utgivaren av sedlarna inledningsvis var beredd att byta ut dem mot guldmynt. När väl konventionen är etablerad bortfaller emellertid behovet av en sådan koppling och sedlarna efterfrågas på basis av tilltron till deras värde som transaktionsmedel och sparform.

Samhällsekonomiskt är detta en mer effektiv ordning genom att centralbanken slipper förvara en mängd guld i valv. Guldets kan därmed användas i andra delar av ekonomin, där det gör större nytta (eller åtminstone ger mer glädje).

För centralbankens finansiella ställning har utmönstringen av guldets än mer fundamentala följder. Eftersom sedlar bara är utbytbara mot andra sedlar, behöver centralbanken inte hålla guld i reserv som står i någon slags relation till sedelmängden. I stället kan den placera motvärdet av sedelmängden i tillgångar som ger banken avkastning. Centralbanken befinner sig därmed i det gynnsamma läget att den kan finansiera en räntebärande tillgångsportfölj utan att behöva ta på sig andra kostnader än de som är förknippade med att trycka och distribuera sedlar. Avkastningen från tillgångar motsvarande sedelmängden brukar kallas seignorage, Den härstammar i huvudsak från det positiva räntenetto som uppstår till följd av att centralbanken har avkastande tillgångar och räntefri finansiering.

Med en sedelmängd på mer än 100 miljarder kronor är seignoraget under nuvarande omständigheter en fullgod finansieringskälla för Riksbanken. Även med försiktiga antaganden om avkastningen på Riksbankens tillgångar täcker intäkterna från seignoraget många gånger om Riksbankens årliga driftskostnader. Seignoraget ger således Riksbanken ett grundläggande finansiellt oberoende, även om banken inte skulle ha ett eget kapital därutöver.

Sedelmängden har dock även vissa nackdelar från Riksbankens synpunkt. En sådan är att Riksbanken har små möjligheter att påverka storleken på sedelmängden. Som framgått ovan styrs sedelmängden av allmänhetens efterfrågan. En person som vill minska sitt sedelinnehav kan vända sig till sin bank och omvandla sedlarna till en behållning på ett bankkonto. Banken kan sedan lösa in sedlarna i Riksbanken och i stället få en behållning på sitt konto i Riksbanken. Då måste Riksbanken antingen betala ränta till banken eller, vilket får samma resultat på seignoraget, minska sina tillgångar i motsvarande mån.<sup>9</sup>

Detta betyder att om sedelefterfrågan av någon anledning minskar, påverkas även Riksbankens seignorageintäkter. Utvecklingen av elektroniska betalningstekniker är här sannolikt en betydelsefull faktor, men det förefaller svårt att med någon större precision hitta faktorer som förklarar sedelmängdens storlek.<sup>10</sup> Likafullt är det väsentligt för utredningens överväganden att beakta i vad mån sedlar utgör en långsiktigt hållbar källa till finansiellt oberoende för Riksbanken. Utredningen återkommer därför till den frågan i senare avsnitt.

Sammanfattningsvis kan konstateras att utifrån syftet att säkra finansiellt oberoende via Riksbankens räntenetto är sedelmängd och eget kapital utbytbara. Redovisningsmässigt påverkas de dock av olika faktorer, sedelmängden av allmänhetens efterfrågan och det egna kapitalet av Riksbankens resultat och i vad mån vinster delas ut till staten. Detta kan påverka deras egenskaper som källa till finansiellt oberoende. Utredningen kommer i den fortsatta analysen att ta fasta på de specifika egenskaper hos sedelmängden som här framhållits.

### 2.4.3. Några definitioner

För att underlätta den vidare analysen har utredningen funnit det användbart att slå fast några definitioner och begrepp som används fortsättningsvis i utredningen.

<i>Sedelmängd</i>	Det samlade nominella värdet i kronor av utelöpande sedlar och mynt.
<i>Kostnadsfritt kapital</i>	Kan utgöras både av sedelmängd och eget kapital. Medel som återfinns på passivsidan i balansräkningen, och som därför finns tillgängliga för Riksbanken att placera. Avkastningen på dessa placeringar gör Riksbanken finansiellt oberoende så länge de täcker bankens kostnader. Ibland används <i>buffertkapital</i> synonymt med kostnadsfritt kapital, när det i första hand är förmågan att bära förluster som åsyftas.

---

<sup>9</sup> Riksbanken måste också tillmötesgå den som vill ha sedlar. Det beror på att en centralbank måste hjälpa bankerna att upprätthålla full utbytbarehet mellan bankinlåning och sedlar. I annat fall kan en bank tvingas säga nej till en insättare som vill ta ut pengar från sitt bankkonto, vilket skulle kunna få allvarliga följder för banksystemets stabilitet.

<sup>10</sup> För en utförlig diskussion avseende detta, se Andersson, M. & Guibourg, G. (2001): Kontantanvändningen i den svenska ekonomin, Penning- och valutapolitik 2001:4

<i>Kostnadsfri finansiering</i>	Kostnadsfritt kapital genererar kostnadsfri finansiering. Därmed kan Riksbanken använda avkastningen på sina tillgångar för att betala sina kostnader.
<i>Eget kapital</i>	För utredningens analys är det praktiskt som ovan nämnts att ha en något vidare definition av eget kapital än redovisningsposten eget kapital, och inkludera även de poster som har tydlig karaktär av eget kapital. Eget kapital utgörs då av det samlade värdet av de poster som har karaktär av eget kapital i Riksbankens balansräkning, inklusive värderegleringskontona. I den utländska jämförelsen antas vissa avsättningar ingå i det egna kapitalet.
<i>Redovisat eget kapital</i>	Ibland finns det anledning att bara diskutera det som faktiskt redovisas som eget kapital, då används begreppet redovisat eget kapital.
<i>Vinst</i>	Det resultat som redovisas i resultaträkningen och som är utdelningsbart till staten.
<i>Valutareserven</i>	Det samlade värdet av Riksbankens tillgångar i värdepapper och banktillgodohavanden denominerade i utländsk valuta samt guld. Även derivatpositioner och repor som används för att säkra eller ta positioner i utländsk valuta ingår i valutareserven.
<i>Kapitalbehov</i>	Behov av kapital som Riksbanken har för att kunna finansiera kostnader, dvs. klara sina åtaganden. I utredningen diskuteras normalt Riksbankens kapitalbehov som just ett behov av <i>kapital</i> i den mening som definieras ovan, utan att det specificeras om det är eget kapital eller sedelmängd som avses.

### **3. Riksbankens självständighet och finansiella oberoende**

#### **3.1. Oberoende centralbanker – bakgrund och motiv**

I många länder har centralbanker historiskt haft en särställning inom statsförvaltningen jämfört med andra myndigheter. Det förekommer också att centralbanker inte är myndigheter, utan drivs som aktiebolag eller i andra organisatoriska former. Detta hänger i stor utsträckning samman med uppgiften att ge ut sedlar och mynt. Sedelutgivning var historiskt inte förbehållen centralbanker, utan även privata banker kunde ge ut sedlar. Många centralbanker har också bedrivit affärsinriktad bankverksamhet, till exempel utlåning till privatpersoner och företag. Denna verksamhet har i de flesta länder minskat kraftigt på senare år, till förmån för myndighetsutövande uppgifter, men det finns fortfarande inslag av bankverksamhet i många länder.

I Sverige har särställningen framför allt kommit till uttryck i att Riksbanken är en av få myndigheter som är direkt underställd riksdagen, till skillnad från normalfallet att myndigheter är underställda regeringen. Ursprungligen var denna särställning ett skydd för rikets ständer att kungen inte skulle kunna använda sedelpressarna för utgifter som riksdagen inte stod bakom. Detta skulle naturligen leda till hög inflation och att kronans värde urholkades. Även Riksgäldskontoret bildades av liknande skäl som en myndighet under riksdagen, för att riksdagen skulle kunna hålla kontroll över statens upplåning.

Risken för att staten använder sedelpressarna för att lösa ett finansieringsproblem är således känd sedan länge, och det finns otaliga exempel på när detta skett genom historien. Att skapa ett visst oberoende för centralbanken i förhållande till regeringen (som förr kunde ses som "kungens män") och statens finanser är således inget nytt påfund. 1970- och 1980-talets höga inflation i många utvecklade ekonomier har emellertid gjort frågan högaktuell i den ekonomisk-politiska forskningen och debatten.

Den ekonomiska politikens inriktning präglades i stor utsträckning efter andra världskriget av det som brukar kallas keynesiansk stabiliseringspolitik.<sup>11</sup> Denna kan förenklat sägas gå ut på att staten bör använda sig av statsbudgeten för att motverka konjunktursvängningar. Genom att öka utgifterna eller minska skattetrycket kan staten förstärka efterfrågan i ekonomin när den är svag i en lågkonjunktur. Den keynesianska politikens ställning förstärktes under 1960- och 1970-talen när teorin kring den så kallade Phillipskurvan fick fotfäste hos ekonomisk-politiska beslutsfattare.

---

<sup>11</sup> Apel, M. & Viotti, S. (1998): Varför är det bra med en självständig Riksbank? Penning- och valutapolitik 1998:2. Se också Bergström, V. (2001): Independent central banks in democracies? Sveriges riksbank Economic Review 2001:1.

Phillipskurvan anger att det finns ett negativt samband mellan inflationsutvecklingen och arbetslösheten. Genom ekonomisk-politiska åtgärder skulle staten kunna skapa hög efterfrågan på arbete och därmed låg arbetslöshet, men detta skulle ske till priset av stigande inflation. Omvänt skulle ett kraftigt bekämpande av inflationen leda till högre arbetslöshet. En tolkning av Phillipskurvan var således att ekonomisk-politiska beslutsfattare står i ett val mellan inflations- och arbetslöshetsbekämpning. Denna tolkning påverkade sannolikt många beslutsfattare, framför allt under 1970-talet.

Phillipskurvan ifrågasattes emellertid ganska snart, särskilt med avseende på den långsiktiga hållbarheten i sambandet mellan inflation och arbetslöshet.<sup>12</sup> Kritikerna pekade på att sambandet var beroende av inflationsförväntningarna i ekonomin. När en ackommoderande finanspolitik skulle användas för att motverka arbetslösheten skulle allmänheten inse att detta är inflationsdrivande och därmed skulle de anpassa sina inflationsförväntningar till en högre nivå. I och med att allmänheten skulle få högre inflationsförväntningar och detta skulle påverka beteendet exempelvis i form av nominella lönekrav, skulle den effekt som den expansiva finanspolitiken får minska. Slutsatsen var att Phillipskurvan inte gäller på längre sikt, och att det inte finns något långsiktigt samband mellan inflationen och arbetslösheten.

Den kraftiga inflationen och det faktum att hög inflation blev bestående under 1970- och 1980-talen blev ett av de största ekonomiska problemen i många länder. Kritiken mot Phillipssambandet ökade och blev också i relativt stor utsträckning vedertagen under 1980-talet inom såväl forskning som den ekonomiska politiken.

Phillipskurvans kortsiktiga samband ifrågasattes emellertid inte. Att sambandet kan finnas på kort sikt gjorde att regeringars incitament för den ekonomiska politiken kom i fokus. Det som framhölls var risken för att politiker, exempelvis före ett val, försöker få ned arbetslösheten för att vinna röster genom en alltför expansiv ekonomisk politik. Detta skadar ekonomin på längre sikt genom att inflationsförväntningarna stiger, men risken består i att politikerna inte beaktar denna långsiktiga effekt.

Lösningen på detta problem, som utvecklades teoretiskt under 1980-talet och som började tillämpas under 1990-talet, kom att bestå i att inflationsbekämpningen överlämnades till en självständig centralbank. Genom att centralbanken fick ett entydigt mål att bekämpa inflationen och genom att säkerställa att dess ledning inte hade incitament att arbeta för andra mål var tanken att ta bort risken för en inflationsdrivande, expansiv ekonomisk politik. Det politiska systemet behöll visserligen det ena av de två viktiga ekonomisk-politiska styrmedlen; finanspolitiken. Men det andra, penningpolitiken, skulle skötas av den oberoende centralbanken. Om finanspolitiken skulle bli expansiv på ett sätt som var inflationsdrivande skulle centralbanken vara tvungen att strama åt penningpolitiken med en höjd ränta, och därmed skulle de finanspolitiska åtgärderna inte leda till en efterfrågeökning på det sätt som eftersträvats. Frestelsen att utnyttja den kortsiktiga Phillipskurvan skulle därmed försvinna.

---

<sup>12</sup> En av de främsta kritikerna var 2006 års nobelpristagare i ekonomi, Edmund Phelps, som också tilldelades priset huvudsakligen för denna kritik. Även 1976 års nobelpristagare Milton Friedman var en av de tidiga kritikerna av Phillipssambandet.

Tänkarna om att skapa en långsiktigt stabil inflation genom oberoende centralbanker fick stort genomslag under 1990-talet, även om centralbankerna redan tidigare ofta hade ett visst mått av oberoende. En rad länder reformerade sina ekonomisk-politiska system med denna inriktning. I Sverige skedde detta genom 1999 års ändringar i riksbankslagen och regeringsformen, som skapat den oberoende Riksbank som vi nu har.

Denna reform hade delvis sin grund i Sveriges medlemskap i EU. I samband med att EU fattade beslut om att skapa en gemensam valuta infördes krav på oberoende centralbanker i EG-fördraget. Kravet på oberoende centralbanker har således accepterats av alla EU-länder. Vid anpassningen av riksbankslagen avsågs att Sverige skulle uppfylla dessa krav. De tidigare diskuterade konvergensrapporterna, som utgör en av huvudorsakerna till att denna utredning tillsatts, utgör EU:s bedömning av om Sverige uppfyller kraven på oberoende centralbanker.

### **3.2. Riksbankens oberoende avser i huvudsak dess uppdrag och styrning**

I förra avsnittet visades att motiven bakom centralbankers oberoende framför allt kommer från behovet av att överlåta penningpolitiken till en organisation som inte är benägen att ta hänsyn som står i konflikt med inflationsbekämpningen, således att separera beslutsfattandet avseende penning- respektive finanspolitiken. För att åstadkomma detta oberoende har lagstiftningen huvudsakligen fokuserat på frågor rörande styrning och ledning av Riksbanken. Det rör sig om de tre formerna av oberoende som nämnts i kapitel 1 – funktionellt, institutionellt och personligt oberoende. I praktiken handlar det om att Riksbanken dels ska ha ett tydligt uppdrag, dels om att ledningen ska ha förutsättningar att kunna agera självständigt.

Samtidigt finns det en konflikt mellan oberoendet och att Riksbanken som myndighet i viss utsträckning måste styras av det politiska systemet. Från demokratisk synvinkel är detta en självklarhet. Det går inte att göra oberoendet så extremt att det politiska systemet inte under några omständigheter kan förändra Riksbankens uppdrag och dess ledning. Det nuvarande regelverket för att skapa oberoende kan således ses som en balansgång mellan att säkerställa att penningpolitiken sköts självständigt och långsiktigt, och att det ändå ska finnas möjlighet att förändra Riksbankens uppdrag och ledning inom ramen för en demokrati.

De mest grundläggande bestämmelserna om Riksbanken har lagts i regeringsformen och är således grundlag och kan därmed bara ändras genom beslut av två riksdagar med mellanliggande val. De grundlagsskyddade bestämmelserna av betydelse för att skapa oberoende är emellertid ganska begränsade. De tar sikte på att inga andra myndigheter får bestämma över hur Riksbanken beslutar i penningpolitiska frågor, hur Riksbanken styrs genom fullmäktige som utser en direktion samt att ledamöter av Riksbankens direktion bara ska kunna skiljas från sitt uppdrag under speciella omständigheter. Övriga bestämmelser som skapar oberoende har formen av vanlig

lag, i första hand riksbankslagen, och kan därmed ändras genom ett enda riksdagsbeslut.

De viktigaste reglerna om oberoende kan sägas vara följande:

*Funktionellt oberoende:*

- Målet att bekämpa inflationen fastslås genom att det anges att målet för Riksbankens verksamhet ska vara ett fast penningvärde. Riksbanken kan därmed avvisa påtryckningar att verka för andra mål eller göra andra saker.

*Institutionellt oberoende:*

- Riksbanken får bara bedriva eller ta del i sådan verksamhet som anges i lag.
- Riksbanken får inte ta emot instruktioner från någon annan myndighet eller från regeringen.

*Personligt oberoende:*

- Direktionsledamöterna väljs för en relativt lång tidsperiod, sex år.
- En direktionsledamot kan bara skiljas från sitt uppdrag av särskilda skäl.
- Bestämmelser som begränsar fullmäktiges och direktionsledamöters möjligheter att inneha andra uppdrag, liksom jävsbestämmelser.

Bestämmelserna kan för det första således sägas gå ut på att säkerställa att Riksbanken primärt ägnar sig åt inflationsbekämpning, och att övriga uppgifter är lagfästa. Genom att riksdagen och allmänheten därmed har god kontroll och information över vad Riksbanken har att ägna sig åt kan man säkerställa att Riksbanken inte tar hänsyn som är oförenliga med inflationsbekämpningen.

För det andra säkerställs oberoendet av att direktionsledamöter tillsätts på relativt lång tid och att de är om inte oavsättliga, så i vart fall svåra att avsätta. Genom att direktionens förordnanden löper ut vid olika tidpunkter, en varje år om det inte sker frivilliga avgångar, så kommer inte heller stora delar av direktionen att kunna bytas ut samtidigt. Detta utgör naturligtvis en balansgång mellan ett naturligt förändringsbehov av Riksbankens ledning och strävan att begränsa det direkta inflytandet från det politiska systemet. Fullmäktige väljs av riksdagen för valperioden.

### **3.3. Behovet av finansiellt oberoende**

#### **3.3.1. Allmänt om behovet av finansiellt oberoende**

**Utredningens bedömning:** Det finansiella oberoendet är ett komplement till det funktionella, institutionella och personliga oberoendet och syftar till att Riksbanken ska ha tillräckliga finansiella resurser att självständigt utföra sitt uppdrag och klara sina åtaganden.

Behovet av ett finansiellt oberoende har sin grund i att en organisation för att vara oberoende inte bara behöver vara skyddad vad avser uppdraget och ledningen, utan



också att den behöver ha ekonomiska resurser att självständigt utföra sitt uppdrag. I förra avsnittet redogjordes för att Riksbanken i lag har gjorts oberoende från det politiska systemet med avseende på dess uppdrag och styrning.

Det finansiella oberoendet gavs inte samma uppmärksamhet vid skapandet av den oberoende Riksbanken 1999. Ett av skälen till detta var sannolikt att centralbanker vanligtvis har en naturlig intjäningsförmåga genom seignoraget. För Riksbankens del har intjäningen från seignoraget med god marginal räckt till att täcka de löpande kostnaderna för förvaltningen. Andra myndigheter är normalt sett beroende av årliga anslag och därmed beroende av att riksdagen i statsbudgeten anvisar tillräckliga medel för att det ska finnas möjlighet att utföra uppgiften.

Eftersom den egna intjäningsförmågan finns handlar diskussionen om finansiellt oberoende inte om huruvida Riksbanken ska finansieras med anslag eller inte och om dessa anslag i så fall är tillräckliga. Diskussionen tar istället sikte på två olika risker som kan hota Riksbankens förmåga att själv kunna finansiera sina löpande kostnader. Det ena är risken för att riksdagen mer eller mindre godtyckligt bestämmer att medel ska överföras från Riksbanken till statsbudgeten. Det var det som kan sägas hända vid de två extra utdelningarna 2001 och 2002 (därmed inte sagt att dessa överföringar hotade Riksbankens ställning, kapitaliseringen var god även efter överföringarna). Detta problem kan hanteras genom att i lag fastställa hur stort Riksbankens eget kapital ska vara och hur de vinster Riksbanken upparbetar ska disponeras. Detta är också utredningens huvudsakliga uppdrag.

Den andra risken är att Riksbanken får förluster som är så stora att återstående medel inte räcker till för att finansiera de löpande kostnaderna. Intjäningsförmågan skulle också kunna försämrats om förutsättningarna för seignoragets storlek förändrades, vilket exempelvis skulle kunna ske om allmänhetens benägenhet att hålla sedlar och mynt minskade kraftigt. I sådana situationer skulle Riksbanken kunna bli beroende av att staten skjuter till nya medel för att verksamheten ska kunna finansieras fortsättningsvis.

Som utredningen ser det hänger de två riskerna och deras koppling till utredningens uppdrag ihop på följande sätt. För att hantera den första risken ska storleken på Riksbankens kapital och hur vinsterna fördelas bestämmas i lag. Det materiella innehållet i dessa lagbestämmelser styrs av ur stort kapitalet behöver vara för att kunna hantera risken för större förluster eller försämrade intjäningsförmåga av andra orsaker. Vilka riskerna är och deras storlek påverkas av Riksbankens uppgifter och hur Riksbankens balansräkning är utformad. Därför behöver även detta diskuteras av utredningen. Innehållet i lagbestämmelsen om vinstdelningen blir i sin tur en funktion av hur vinster ska hanteras för att nivån på det lagstadgade kapitalet ska kunna upprätthållas.

Behovet av ett finansiellt oberoende kommer således från att centralbanken inte ska riskera att utsättas för påtryckningar från det politiska systemet till följd av begränsningar i det finansiella oberoendet. I så måtto är det finansiella oberoendet ett komplement till det oberoende avseende uppdraget och styrningen som Riksbanken givits i nuvarande lag.

Vid bedömningen av hur stort kapitalet ska vara handlar det om att Riksbanken ska ha en sådan långsiktig intjäningsförmåga att den i den mån den får plötsliga förluster, inte behöver få ny finansiering från staten. Hur säker man ska vara på att Riksbanken inte ska behöva vända sig till staten för ny finansiering kan diskuteras och denna bedömning är också en av utredningens uppgifter. Det ska emellertid redan här konstateras att enbart det faktum att Riksbanken vid något tillfälle skulle behöva ytterligare finansiering från staten inte i sig behöver vara ett problem utifrån de motiv för oberoende som givit upphov till självständiga centralbanker. Sannolikheten för att finansiella problem uppstår för Riksbanken samtidigt som Riksdagen är oense om penningpolitiken bör inte vara stor. Det bör också betonas att ett starkt finansiellt oberoende inte på något sätt kan ersätta de andra formerna av oberoende, vilka är viktigare för att ett oberoende avseende de penningpolitiska besluten ska finnas.

Därutöver kan en parallell dras till andra offentliga organ vars oberoende från politiskt inflytande är högt prioriterat, till exempel domstolarna och Riksrevisionen, vilka är beroende av årlig anslagsfinansiering via statsbudgeten, men ändå kan anses fungera oberoende. Domstolarna lyder dessutom under regeringen, till skillnad från Riksbanken och Riksrevisionen.

Som diskuterats ovan måste utgångspunkten vara att en demokratiskt vald riksdag har bestämt att Riksbanken i huvudsak ska ägna sig åt inflationsbekämpning. Det politiska systemet har i de allra flesta fall intresse av att skapa goda förutsättningar för att centralbanken ska kunna utföra sina uppgifter på bästa sätt, och följaktligen också skapa ekonomiska förutsättningar för det, exempelvis tillföra finansiering om detta av något skäl skulle saknas. Men på grund av risken för att en regering (som har stöd i riksdagen) ibland riskerar att bli alltför kortsiktig har Riksbanken blivit lagstadgat oberoende. Syftet är att hantera intressekonflikten för en regering mellan det långsiktiga målet om låg inflation och ett kortsiktigt mål om att vinna val genom dyrbara vallöften. Men detta oberoende betyder inte att det politiska systemet genom riksdagen inte kan ändra inriktningen på Riksbankens verksamhet. Och om riksdagen skulle vilja påverka Riksbankens uppdrag kan den göra det genom lagändringar, på ett sätt som sannolikt är mer effektivt än att ändra Riksbankens ekonomiska förutsättningar. ”Skyddet” för centralbanken måste därför alltid ha sina begränsningar. Däremot är det viktigt att en sådan förändring av Riksbanken sker i en öppen process.

Det är emellertid inte enbart ”skyddet” för centralbanken mot det politiska systemet som kan behöva beaktas i diskussionen om en centralbanks finansiella ställning. Under vissa omständigheter skulle svaga finanser i extremfall kunna leda till att centralbanken inte utför det penningpolitiska uppdraget på bästa sätt, utan att den påverkas av behovet av att skydda sina egna finanser vid exempelvis bestämmandet av räntan. I detta fall handlar det således snarast om att skydda samhället från att centralbanken inte utför sitt uppdrag på bästa sätt. Detta kan vara ett skäl till att centralbanken inte får en alltför svag finansiell ställning. Detta skäl är i linje med det politiska uppdraget till centralbanken och har således inte med oberoendet från det politiska systemet att göra. Detta utvecklas i det följande avsnittet.

### 3.3.2. Vad är unikt med finansiellt oberoende i en centralbank?

**Utredningens bedömning:** En centralbank är långsiktigt finansiellt oberoende om dess nettovärde är positivt, dvs. om de diskonterade intäktsflödena i framtiden med avdrag för kostnader är positiva. Då seignoraget mer än väl räcker för att Riksbankens intäkter ska överstiga dess kostnader, kan det egna kapitalet i Riksbanken i princip vara noll.

Vid en bedömning och analys av den finansiella styrkan i en organisation ligger det nära till hands att fästa stor betydelse vid det egna kapitalets storlek. Det beror sannolikt på hur finansiell styrka analyseras och regleras i ett aktiebolag. Vid en bedömning av ett aktiebolags långsiktiga överlevnadsförmåga är det naturligt att i första hand sätta det egna kapitalets storlek i relation till hur varierande resultatet kan bli och i vilken utsträckning det finns risk för större förluster. Ett aktiebolag går i konkurs om det inte kan betala sina fordringsägare eller likvideras om värdet av det egna kapitalet har minskat mer än de gränsvärden som finns fastställda i aktiebolagslagstiftningen.

Riksbanken är emellertid inte ett aktiebolag och det finns inte legalt sett några hinder för att Riksbanken har ett negativt eget kapital. Detta är i sig inte något unikt eller konstigt. Exempelvis kan bostadsrättsföreningar ha negativt eget kapital men ändå vara finansiellt stabila och långsiktigt överlevnadsdugliga beroende på hur värdet av fastigheten redovisas.

Om det inte finns legala begränsningar i form av konkurslagstiftning handlar ekonomisk överlevnadsförmåga om i vilken utsträckning en ekonomisk aktör kan betala sina förfallande åtaganden till sina fordringsägare. Det är därför relevant att fråga sig om det finns situationer där Riksbanken riskerar att inte kunna betala sina förfallna fordringar, det vill säga ställa in betalningarna.

Riksbankens ställning är i detta avseende unik genom att Riksbanken är den lagliga utgivaren av sedlar och mynt, och att Riksbanken i princip alltid kan producera betalningsmedel i svenska kronor. Därför kan Riksbanken alltid betala sina kostnader genom att ge ut nya sedlar. I ett system som Sveriges kommer emellertid alla nya sedlar som skapas att så småningom växlas in i Riksbanken igen, givet att efterfrågan på kontanter inte har ökat. Rent praktiskt går det till så att en bank som hämtar ut sedlar från Riksbanken får en minskning på sitt konto i Riksbanken eller en skuld om kontoställningen är negativ. Bankerna får ränta på de pengar de har satt in på detta konto, och får betala en ränta när de har underskott på kontot. När banken tar ut kontanter från Riksbanken avstår de alltså från att få ränta på motsvarande belopp. På samma sätt fungerar det när privatpersoner tar ut pengar från sitt bankkonto – när pengarna väl hamnar som kontanter i plånboken så får ägaren ingen ränta på dem.

När sedlarna löses in i Riksbanken uppstår en räntebärande skuld motsvarande det inväxlade beloppet. Riksbanken får alltså ökade räntekostnader. En centralbank som inte har medel att betala sina kostnader måste i denna situation ge ut ännu fler sedlar, sedlar som så småningom löses in i centralbanken igen, förvandlas till en

räntebärande skuld och ökar på centralbankens kostnader än mer. Detta leder till att centralbanken hamnar i en situation där den får en accelererande ränteupplåning. Skulderna kommer att öka och centralbankens räntekostnader likaså. Trots detta så kommer centralbanken alltid att kunna fortsätta att betala sina kostnader genom att ge ut nya sedlar.

Detta resonemang är, om än teoretiskt riktigt, inte praktiskt relevant. En modern centralbank fullgör inte sina åtaganden med hjälp av sedlar. Risken i detta sammanhang består framför allt i att om den finansiella ställningen är alltför svag, så finns det en risk att centralbanken vid penningpolitiska räntebeslut beaktar effekterna på det egna resultatet. När centralbankens räntebärande skuld ökar finns skäl att hålla nere ränteläget, för att minska kostnaden för centralbanken. Räntan kan då komma att sättas lägre än vad som vore lämpligt för inflationsbekämpningen. Även om denna risk är liten kan det finnas skäl att nämna den, eftersom förtroendet för centralbanken är så viktig när det gäller den penningpolitiska uppgiften att bekämpa inflationen. Framför allt finns det en risk för trovärdighetsproblem om centralbanken genom sin räntesättning kan och har behov av att påverka de egna finanserna. Det finns exempel på länder där en svag finansiell ställning hos centralbanken har medfört att denna ifrågasatts vad gäller utförandet av den penningpolitiska uppgiften.<sup>13</sup>

Diskussionen så här långt visar att varken det egna kapitalets redovisningsmässiga storlek eller förmågan att betala en utestående skuld är relevant vid en bedömning av en centralbanks finansiella ställning. Ett alternativt sätt är att resonera kring vad som gör centralbanken långsiktigt finansiellt oberoende, utan beaktande av att centralbanken alltid kan betala sina skulder. Om det är tydligt att centralbanken har förmåga att långsiktigt finansiera sin verksamhet bör inte förtroendet för centralbanken påverkas av dess redovisade finansiella ställning.

En organisation bör kunna ses som långsiktigt finansiellt oberoende om den har ett positivt nettovärde<sup>14</sup>, dvs ett positivt nettovärde uppstår om de diskonterade intäktströmmarna i framtiden med avdrag för kostnader är positiva. Om balansräkningsredovisningen överensstämmer med de verkliga värdena<sup>15</sup> på tillgångarna och skulderna så överensstämmer det egna kapitalet med nettovärdet. Problemet med centralbankens redovisning är, som diskuteras i kapitel 1, att det verkliga värdet av seignoraget, eller rättare sagt rätten att ge ut sedlar och mynt, inte avspeglas i balansräkningen. Den räntefria finansiering som seignoraget utgör kommer till uttryck i balansräkningen som utestående sedlar och mynt. Sedlar och mynt redovisas som en skuld uppgående till det nominella värdet. Denna skuld medför dock inte någon räntekostnad.

---

<sup>13</sup> För en diskussion avseende sådana exempel, se Stella, P. (1997): Do Central Banks Need Capital? IMF Working Paper WP/97/83 samt Stella, P. (2002): Central Bank Financial Strength, Transparency, and Policy Credibility. IMF Working Paper WP/02/137

<sup>14</sup> Användningen av ett "nettovärdesbegrepp" vid bedömning av centralbankens kapitalbehov utvecklas i Capitalizing central banks: A Net Worth Approach av Alain Ize, Working Paper from International Monetary Fund, WP/05/15, 2005.

<sup>15</sup> Med verkliga värden menas här alla värden, som värderas på ett marknadsmässigt sätt, även till exempel immateriella värden, som ofta inte dyker upp i en redovisning. De internationella redovisningsreglerna, IFRS, eftersträvar dock så långt som möjligt verkliga eller realistiska värden i balansräkningen.

Tanken bakom resonemanget om ett nettovärde är att så länge centralbanken har ett positivt nettovärde så finns det ingen anledning att bekymra sig om den aktuella finansiella ställningen. Centralbanken kan ägna sig åt den verksamhet den har i uppdrag att sköta och det finns inte anledning att den skulle ta hänsyn till sina finanser vid utförandet av den penningpolitiska uppgiften. Den är långsiktigt finansiellt oberoende.

Enligt utredningens bedömning är nettovärdet en god utgångspunkt för synen på hur en centralbanks finansiella ställning kan tänkas påverka dess verksamhet.

För Riksbanken uppgick de löpande driftskostnaderna 2006 till 704 miljoner kr. Sedelmängden uppgick till 112 miljarder kr. Om sedelmängdens volym består och under antagande om att Riksbanken kan få en riskfri avkastning på i genomsnitt 3,5 procent per år på att placera denna, uppgår seignoraget årligen till ungefär 3,9 miljarder kr. Eftersom den förväntade avkastningen från seignoraget vida överstiger driftskostnaderna framgår det tydligt att Riksbanken har ett nettovärde även utan något eget kapital. Riksbanken har som nämnts tidigare även vissa risker för förluster och det finns också en risk för att sedelmängden minskar i storlek. Dessa frågor kommer att beaktas längre fram.

Det egna kapitalet skulle således i princip kunna vara noll enligt utredningens bedömning, utan att den finansiella ställningen undergräver Riksbankens förmåga att fullgöra sina uppgifter. Riksbanken skulle ha ett positivt nettovärde även med ett visst negativt eget kapital. Ett negativt eget kapital skulle emellertid på andra sätt kunna påverka förtroendet för centralbanken. Detta diskuteras i följande avsnitt.

### 3.3.3. Förtroendeaspekter för en finansiellt svag centralbank

**Utredningens bedömning:** Såväl sedelmängd som eget kapital kan betraktas som kostnadsfritt kapital och bidra till den finansiering av Riksbankens verksamhet som skapar det finansiella oberoendet. Det är dock möjligt att förtroendet för centralbanken skulle ifrågasättas om det redovisade egna kapitalet blir negativt, trots att sedelmängden är mer än tillräcklig för att ge fortsatt finansiellt oberoende.

I förra avsnittet konstaterades att egentligen behöver en centralbank som har en stor sedelmängd, låga driftskostnader och relativt begränsade förlustrisker inte ha något eget kapital. Även om en sådan centralbank, som Riksbanken är, i princip skulle kunna fullgöra sina uppgifter med ett visst negativt eget kapital, behöver det diskuteras hur detta kan uppfattas av externa bedömare, med avseende på förtroendet för Riksbanken.

Skälen till att förtroendet skulle kunna skadas om Riksbanken får ett negativt eget kapital, eller av andra skäl bedöms som finansiellt svag, är som ovan diskuterats att det kan ge en misstanke om att den tar andra hänsyn än de rent penningpolitiska vid sin räntesättning. Bedömare med inblick i hur centralbanken fungerar borde inte fatta

sådana misstankar, med hänsyn till att den reella risken för finansiella problem bör vara liten, i linje med diskussionen i föregående avsnitt. Men det kan inte förutsättas att alla bedömare har sådan insikt.

Det är notoriskt svårt att göra bedömningar av hur förtroendeaspekter kan påverkas i hypotetiska situationer. Förtroende kan ju exempelvis påverkas av förväntningar eller misstankar om att en viss situation påverkar ett beteende, utan att dessa förväntningar är riktiga. I huvudsak har de länder där förtroendeproblem av denna karaktär uppstått varit utvecklingsländer med stora finansiella problem. Ett undantag är Japan, vars centralbank 2002 drabbades av spekulationer på marknaden om att penningpolitiken påverkades av en önskan om att undvika förluster.<sup>16</sup> Även om dessa spekulationer förekom är det svårt att bedöma i vilken utsträckning det faktiskt påverkade centralbankens förmåga att fullgöra sin uppgift.

Förtroendeförluster behöver således inte ha sin grund i välgrundade misstankar om att centralbankens beteende påverkas. Bara det faktum att det finns pedagogiska svårigheter med att förklara att en centralbank kan ha ett negativt eget kapital utan att det egentligen medför några större problem, kan tänkas påverka centralbankens beslutsfattare att starkt vilja undvika att ett negativt eget kapital uppstår. Det finns indikationer på att centralbankers beslutsfattare i vissa fall påverkats av bankens finansiella situation, trots att de egentligen inte borde ha anledning till det.<sup>17</sup>

Det är också pedagogiskt svårt att förklara att sedelmängden har andra ekonomiska egenskaper än vad andra skuldposter normalt har, och att det i vissa avseenden är att betrakta som likvärdigt med eget kapital.

Samtidigt är det enligt utredningens bedömning inte rimligt att låta en rädsla för hypotetiska förtroendeproblem föra för långt. Det bör konstateras att förutsättningarna för Riksbanken framstår som annorlunda än för de länder där problem av denna karaktär inträffat eller där det funnits spekulationer om sådana. Riksbanken är en i internationell jämförelse öppen centralbank, där det finns stor inblick och offentlighet kring de flesta av Riksbankens beslut och bedömningar. Riksbanken är öppen med de faktorer som styr bedömningen av räntesättningen och det finns en livlig offentlig debatt kring denna. Det gör i sig att det skulle vara svårt för Riksbanken att väga in hänsyn som inte har med inflationsutvecklingen att göra. De beslutsfattare som styr Riksbanken påverkas sannolikt mer negativt av sådana misstankar, än vad ett negativt eget kapital skulle påverka förutsättningarna för verksamheten.

Vidare borde risken för förtroendeproblem minska om den svenska lagstiftaren påtalar att ett negativt eget kapital vore fullt möjligt, vilket kan göras i samband med lagstiftning utifrån denna utredning. Dessutom ska risken för förtroendeproblem och hur det bör påverka bedömningen av Riksbankens kapitalstruktur ses i ljuset av grunden för oberoendet, som diskuterats ovan. Om Riksbanken skulle få en så svag finansiell ställning att förtroendet för den hotas, har det politiska systemet all anledning att försöka återställa förtroendet genom att se till att dess finanser stärks, då

---

<sup>16</sup> Stella (2002), *ibid.*.

<sup>17</sup> I ett tal av Toshihiko Fukui från den japanska centralbanken den 1 juni 2003 framhölls detta. Fukui, T. (2003): Challenges for monetary policy in Japan.

annars misstankar kan uppstå att det politiska systemet vacklar vad gäller Riksbankens oberoende. Det är riksdagen som givit Riksbanken dess oberoende ställning och denna lär kvarstå så länge det politiska systemet har en i grunden positiv inställning till långsiktig inflationsbekämpning. Och om det inte har det kan en riksdag genom lagändringar förändra Riksbankens uppdrag, med de begränsningar som följer av EU-fördraget.

### **3.4. Vad skapar finansiellt oberoende?**

Det har redan diskuterats att en grundförutsättning för ett finansiellt oberoende, som också förutsätts i utredningsdirektiven, är att det politiska systemet inte alltför lätt kan undandra medel från Riksbanken. Det kan uppnås genom att storleken på Riksbankens eget kapital och hur vinstutdelning ska gå till bestäms i lag. Att Riksbanken har tillräckligt med kostnadsfritt kapital för att kunna finansiera sina löpande kostnader och för att kunna bära oväntade förluster, vilket utvecklas närmare i de kommande avsnitten.

#### **3.4.1. Förmåga att generera intäkter**

**Utredningens bedömning:** Riksbankens intjäningsförmåga bygger på att den har ett kostnadsfritt kapital som kan placeras i tillgångar som ger avkastning. Det kostnadsfria kapitalet kan bestå av eget kapital och av utestående sedelmängd.

Riksbankens intjäningsförmåga bygger med nuvarande ordning på att Riksbanken har tillgångar som kan generera avkastning. Tillgångarna består i allt väsentligt av finansiella tillgångar. I dagsläget består som framgår av kapitel 2 tillgångarna till mycket stor del av valutareserven, dvs. räntebärande värdepapper i utländsk valuta och guld. Valutareservens storlek är i dag i stor utsträckning ett resultat av hur stor den utestående sedelmängden samt det egna kapitalet är. Det är i dagsläget diskutabelt om Riksbanken har legal rätt att investera i andra tillgångar än valutatillgångar. Med en självständig bedömning av hur stor valutareserven bör vara, samt en uttrycklig rättighet i riksbankslagen för Riksbanken att göra så, kan det finnas utrymme att investera i andra tillgångar, vilket medför andra risker och andra avkastningsmöjligheter.

Passivsidan i Riksbankens balansräkning består huvudsakligen dels av den utestående sedelmängden, dels av eget kapital. Varken den skuldpost som den utestående sedelmängden utgör eller det egna kapitalet löper med ränta eller omfattas på annat sätt av ett bestämt avkastningskrav. Båda kan uppfattas som tillskott som staten gjort utan andra krav på finansiell motprestation än att Riksbankens överskott ska betalas ut till staten. Riksbankens intjäningsförmåga består således i att kunna investera ett kostnadsfritt kapital i tillgångar som genererar avkastning. Hur stor denna intjäningsförmåga är, är beroende av storleken på det kostnadsfria kapitalet, samt den förväntade avkastningen på tillgångarna. En särskild faktor som kan påverka Riksbankens intjäningsförmåga är att den utestående sedelmängden bestäms av

allmänhetens efterfrågan på kontanter. Denna är svår att påverka för Riksbanken, och eftersom det finns en risk att kontantanvändningen minskar till följd av ökad användning av kontokort och andra elektroniska betalningsmedel, finns det en risk att Riksbankens intjäningsförmåga i detta avseende kan försvagas. Detta diskuteras vidare i kapitel 4.

### 3.4.2. Riksbankens löpande driftskostnader

**Utredningens bedömning:** Riksbankens aktuella driftskostnader på ungefär 640 miljoner kr, samt kostnader för sedlar och mynt på 160 miljoner kr, kan tjäna som utgångspunkt för beräkningen av kapitalbehovet.

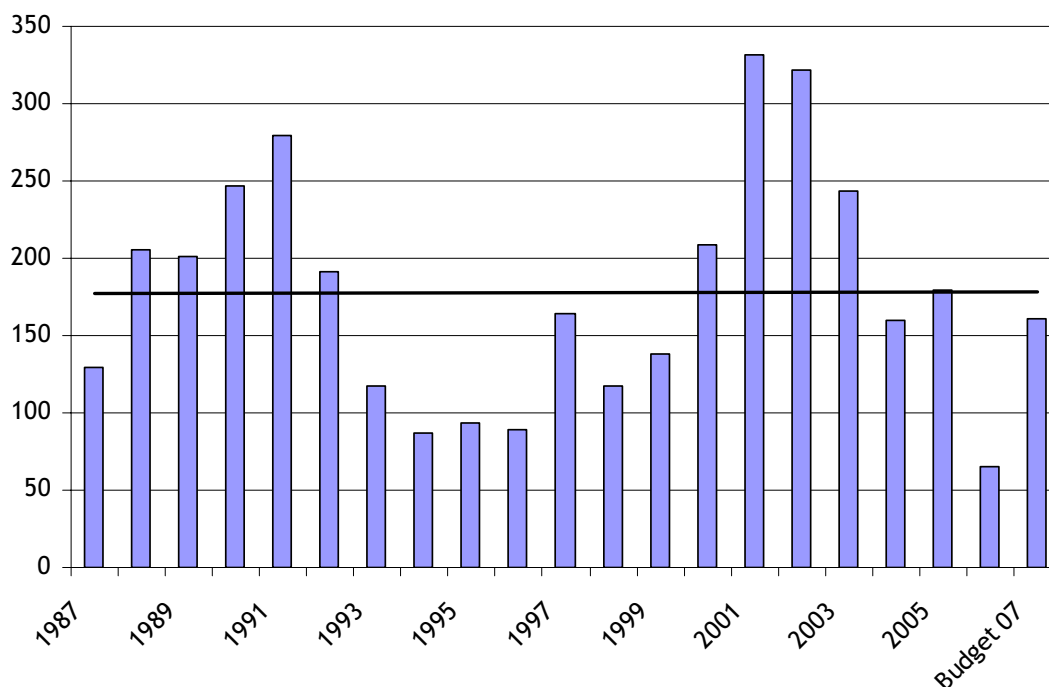
En förutsättning för att Riksbankens ska kunna fullgöra sina uppdrag är att de löpande driftskostnaderna kan finansieras. De löpande driftskostnaderna för 2006 var 704 miljoner kronor. I dessa är inräknat sedel- och myntkostnader på 65 miljoner kronor. I övrigt består de till övervägande del av personalkostnader samt administrativa kostnader såsom IT-drift och kontors- och fastighetsdrift.

De beräkningar som görs i utredningen av förväntade driftskostnader utgår från denna nivå på driftskostnaderna på ungefär 640 miljoner kr, sedel- och myntkostnaderna undantagna. Skälet till detta är att utredningen inte sett som sin uppgift att bedöma om detta är en rimlig nivå på kostnaderna, det vill säga utredningen gör ingen bedömning av om Riksbanken bedriver sin verksamhet på ett effektivt sätt eller inte. Vidare skulle en större förändring av Riksbankens uppdrag och verksamhet kunna föranleda att kostnadsnivån förändrades. Utredningen bedömer dock att de förändringar som diskuteras i utredningen inte är av sådan storlek att det finns anledning att anpassa de löpande driftskostnaderna till dessa. Driftskostnaderna anpassas dock över tiden med en förväntad inflationsnivå på 2 procent, för att ta hänsyn till en allmänt ökad prisnivå.

Sedel- och myntkostnaderna avser kostnaderna för att köpa in nya sedlar och mynt. Dessa kostnader är speciella, så till vida att de varierar mycket över tiden, beroende på hur sammansättningen av olika valörer ser ut och vilka behov som finns av att byta ut sedlar och mynt. I figur 3 visas hur dessa kostnader varierat över tiden de senaste 20 åren.



**Figur 3.** Sedel- och myntkostnader för Riksbanken 1987 -2007 i löpande priser. Det heldragna strecket visar genomsnittet för hela perioden.



Den genomsnittliga kostnaden för hela den redovisade perioden är 177 miljoner kr per år. Riksbanken har minskat den genomsnittliga kostnadsnivån på senare år, framför allt genom att sedlar och mynt upphandlas i stället för att produceras i egen regi. Därför är det rimligt att utgå ifrån en något lägre nivå än detta genomsnitt för utredningens beräkningar. Utredningen har valt att utgå från en nivå på 160 miljoner kr. Även denna kostnad bör i beräkningarna räknas upp med en förväntad inflationstakt på 2 procent.

### 3.4.3. Risken för större förluster

**Utredningens bedömning:** Förutom ett finansieringsbehov för de löpande kostnaderna, löper Riksbanken viss risk för oväntade större kostnader i form av förluster i sin verksamhet. Sådana risker finns i tillgångsförvaltningen och i samband med eventuella nödkrediter.

Förutom de löpande driftskostnaderna löper Riksbanken viss risk för att drabbas av oväntade större kostnader, det vill säga förluster. Här finns en parallell till privata banker som typiskt sett är utsatta för olika typer av risker, och för vilka det är viktigt att ha en välfungerande riskhantering och förmåga att hantera eventuella större förluster genom att ha en viss buffert av eget kapital. De risker som Riksbanken är utsatta för har i någon mån liknande karaktär som de risker privata banker är exponerade mot. Till skillnad från dessa, vars risktagande är en del i en vinstdrivande affärsverksamhet, är Riksbankens risker i huvudsak kopplade till de uppgifter som Riksbanken har. Här ska bara de väsentliga risker som finns i Riksbankens

verksamhet kort introduceras. Hur stora de är och hur de kan påverkas genom utformningen av Riksbankens balansräkning utvecklas i kapitel 4.

De risker som utredningen identifierat som är av större betydelse är följande:

- Finansiella risker i tillgångsförvaltningen. När man investerar i finansiella tillgångar uppstår alltid en risk för att tillgångarna inte ger den förväntade avkastningen utan att de till och med faller i värde och medför förluster. Genom att de finansiella tillgångarna i dagsläget huvudsakligen består av utländska räntebärande värdepapper består Riksbankens finansiella risk främst av valuta- och ränterisk. Om Riksbanken skulle investera i andra tillgångar kan naturligtvis andra finansiella risker uppstå.
- Kreditrisker i nödkreditgivning. Riksbanken har till uppgift att ge nödkrediter till i första hand banker<sup>18</sup> om detta kan behövas för att skydda betalningssystemets stabilitet. Dessa krediter ska bara ges i likviditetsstödande syfte, det vill säga inte för att skydda en bank som är på väg att gå i konkurs. Därmed borde kreditrisken för Riksbanken vara begränsad, men eftersom nödkrediter typiskt sett behöver lämnas med mycket kort varsel och på basis av knapphändig information, uppstår likväl en viss risk för felbedömningar som kan medföra viss kreditrisk.

#### 3.4.4. Oberoende även vid förluster

**Utredningens bedömning:** Riksbankens kostnadsfria finansiering måste räcka till att täcka såväl driftskostnader som eventuella förluster. Alternativt kan staten ge en garanti eller annan utfästelse så att det kostnadsfria kapitalet återställs om förluster uppstår.

Utredningen har valt att göra en distinktion mellan löpande driftskostnader och förluster, trots att det i båda dessa fall rör sig om kostnader. Skälet är att de löpande driftskostnaderna uppstår kontinuerligt och bör vara ganska stabila till sin storlek, medan förlusterna inträffar med viss, oftast mycket låg sannolikhet. Då kan de emellertid bli stora. Egentligen finns inte någon i alla lägen solklar gräns mellan en löpande driftskostnad respektive en förlust i termer av effekten på det finansiella oberoendet, uppdelning görs enbart av pedagogiska skäl.

Finansieringen av de löpande driftskostnaderna bör täckas av att den förväntade avkastningen på tillgångarna med viss marginal är större än dessa. Vad gäller risken för förluster har de för Riksbankens del karaktär av att vara händelser som i hög grad är osannolika, men vars kostnader kan vara stora i förhållande till den löpande intjäningen om de mot förmodan skulle inträffa. Det naturliga för företaget som löper

<sup>18</sup> Lagen ger Riksbanken möjlighet att lämna nödkredit till alla företag under Finansinspektionens tillsyn (och även vissa utländska banker). Det är dock i första hand banker som bedöms kunna komma ifråga av Riksbanken själv, eftersom det i huvudsak är dessa som är centrala för det finansiella systemets stabilitet.

risk för större förluster är att ha en viss storlek på det egna kapitalet, mot vilka förluster kan avräknas.

Det är även för Riksbankens del rimligt att utgå från det egna kapitalet som en buffert som kan bära förluster. Som diskuterats ovan är det dock inte nödvändigt för en centralbank att ha ett positivt eget kapital. I princip kan den post på passivsidan av balansräkningen som den utestående sedelmängden utgör fungera som buffertkapital, eftersom den ger intjäningsförmåga på samma sätt som eget kapital.

Den naturliga utgångspunkten vid en bedömning av hur stor en buffert av kapital behöver vara är att utgå från hur sannolikt det är att en förlust av viss storlek uppstår, hur stor förlusten i så fall är samt hur illa det bedöms vara om förlusten trots allt blir större än vad man utgått från. Det är eftersträvansvärt att kunna kvantifiera dessa aspekter för att verkligen kunna beräkna kapitalbehovet. Utredningen bedömer emellertid inte att det är möjligt att uppskatta vare sig förlustsannolikheter eller den möjliga storleken på förluster med tillräcklig precision för att det ska vara meningsfullt att göra några mer sofistikerade beräkningar. Utredningen gör därför i första hand ett kvalitativt resonemang utifrån denna utgångspunkt.

Ett alternativt sätt att hantera risken för förluster är att tillse att en ägare (eller för all del någon annan) ersätter förluster om de skulle uppstå genom någon form av garanti. För förluster för Riksbankens del skulle en sådan garanti för att uppnå den eftersträvade nivån på skyddet för oberoendet behöva ta formen av en lagstadgad rekapitaliseringsregel, en utfästelse från riksdagen om kapitaltillskott eller annan lagstadgad garanti. Förutsättningarna och lämpligheten avseende en sådan lagregel diskuteras vidare i kapitel 6.

### 3.4.5. Kapitalbehov för löpande driftskostnader

<p><b>Utredningens bedömning:</b> Kapitalbehovet för att finansiera de löpande driftkostnaderna uppgår till 32-43 miljarder kr. Härtill kommer kapitalbehov för kostnader för sedlar och mynt på 8-11 miljarder kr.</p>
---

I föregående avsnitt har diskuterats att Riksbanken har en intjäningsförmåga eftersom den har tillgång till ett kostnadsfritt kapital som kan placeras och att denna intjäningsförmåga ska kunna täcka de löpande kostnaderna för att ett finansiellt oberoende ska uppnås. Det finns därutöver vissa risker som kan leda till att större kostnader uppstår eller att intjäningen minskar. Ett första steg är därför att bedöma hur mycket kostnadsfritt kapital Riksbanken behöver för att täcka de löpande kostnaderna. Till detta grundläggande kapitalbehov kan ytterligare kostnadsfritt kapital behöva läggas för att kunna bära de förluster som uppstår eller för att ersätta den minskning av det kostnadsfria kapitalet som en minskning av den utestående sedelmängden skulle medföra (se kapitel 4)

I uppskattningen av kapitalbehovet för löpande kostnader utgår utredningen som diskuterats i avsnitt 3.4.2 från en förväntad driftkostnadsnivå på 640 miljoner kr. Härtill kommer en förväntad kostnadsnivå för sedlar och mynt på 160 miljoner kr.

Riksbankens kostnader antas stiga från denna nivå med inflationstakten, som förväntas vara de 2 procent som inflationsmålet utgör.

Om kapitalet skulle placeras i helt riskfria tillgångar, det vill säga korta ränteinstrument utgivna av svenska staten skulle de kunna tänkas avkasta i nivå med den långsiktiga nivån på korta svenska räntor. Det är naturligtvis svårt att med någon större precision uppskatta hur hög denna nivå kommer att vara. Riksbanken har vid något tillfälle uttalat att en penningpolitisk neutral räntenivå kan ligga omkring 4 procent. Det motsvarar en långsiktig realränta på 2 procent, om inflationen antas ligga på inflationsmålet om 2 procent. Sett över lång tid har realräntan legat på denna nivå i Sverige, även om den tidvis både har varit avsevärt högre och lägre.<sup>19</sup> Om man vill inta försiktighet i beräkningarna kan man räkna med en något lägre långsiktig kortränta såsom 1,5 procent. Utredningen väljer därför att utgå från ett band om en genomsnittlig avkastning mellan 3,5 och 4 procent, det vill säga 1,5 till 2 procents realränta plus 2 procents inflation.

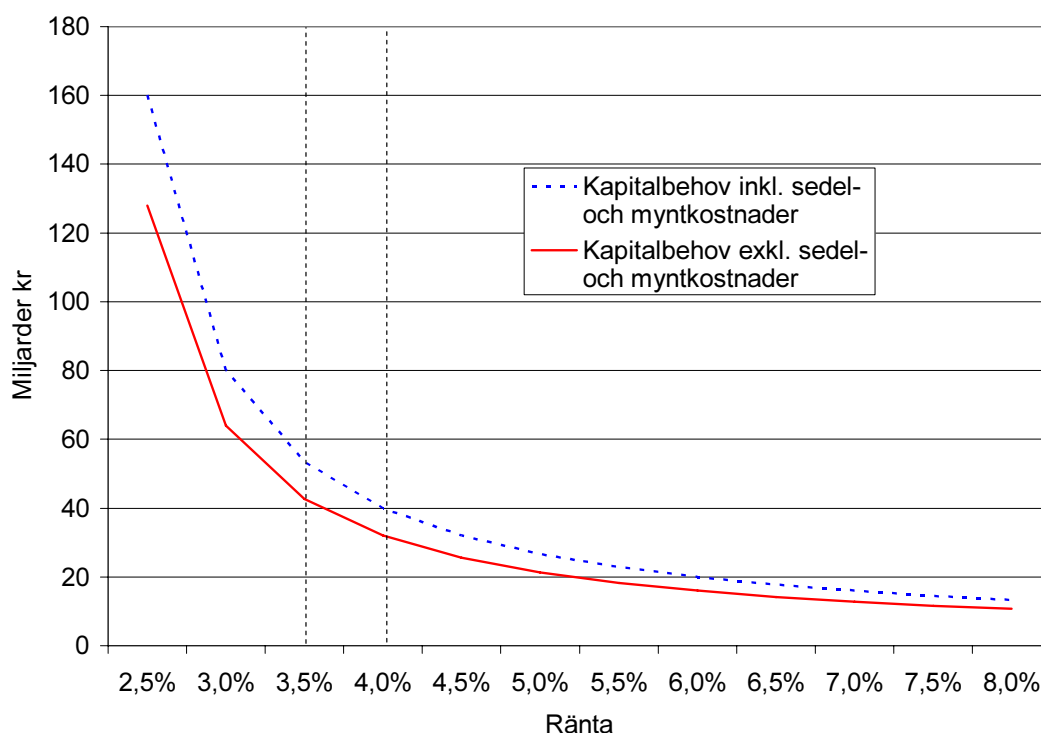
Kapitalbehovet för driftskostnaderna, exklusive sedlar och mynt kan då beräknas med formeln  $640 \text{ miljoner kr} / (0,035 - 0,02)$  eller  $(0,04 - 0,02) = 32\text{-}43$  miljarder kr. Kapitalbehovet för kostnader för sedlar och mynt kan på motsvarande sätt beräknas till 8-11 miljarder kr.

Denna beräkning är i hög grad känslig för förändringar i den förväntade avkastningen. Små förändringar i den långsiktiga avkastningen medför en stor skillnad i det beräknade kapitalbehovet. Även förändringar i den långsiktigt antagna kostnadsnivån medför relativt stor känslighet. En illustration av känsligheten i kapitalbehovet om den förväntade avkastningen förändras eller om Riksbankens kostnader förändras, ges i figur 4.

---

<sup>19</sup> Se Riksbankens Inflationsrapport 2000/1 för en diskussion om långsiktiga nivåer på svenska realräntor.

**Figur 4.** Riksbankens kapitalbehov under antagande om olika nivåer på den långsiktiga avkastningen, samt om sedel- och myntkostnaderna inkluderas eller inte. Inflationen antas långsiktigt uppgå till 2 procent.



I figuren visas med den streckade vertikala linjen de två räntenivåer som antagits i utredningens beräkningar ovan, och som motsvarar en långsiktig avkastning på 3,5 respektive 4 procent nominellt och 1,5 respektive 2 procent realt.

Figuren illustrerar att vid låga räntenivåer går Riksbankens kapitalbehov mot oändligheten. Ett annat sätt att uttrycka det är att om realräntorna inte är positiva under den långa horisont som beräkningen utförs (rent teoretiskt en oändlig horisont), så blir Riksbankens kapitalbehov oändligt. Detta är knappast ett rimligt antagande. I tabell 2 visas hur realräntor sett ut under åren 1960 -1999 för ett antal länder samt den grupp av större industrialiserade länder som G10<sup>20</sup> utgör.

<sup>20</sup> G10 är ett sammanslutning för samarbete mellan centralbanker som består av USA, Kanada, Japan, Storbritannien, Tyskland, Frankrike, Italien, Schweiz, Belgien, Nederländerna och Sverige.

**Tabell 2. Kort realränta i industrialiserade länder 1960-1999**

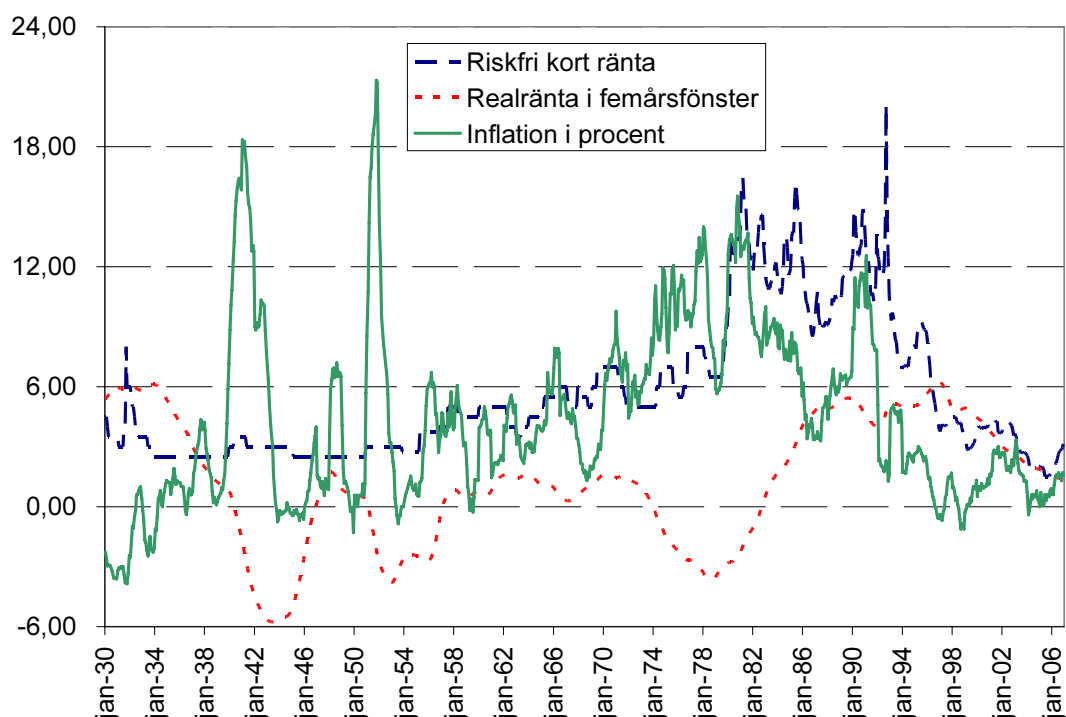
Period	G10	Tyskland	Japan	Sverige	USA
1960-1969	1,8	1,3	3,1	1,6	1,8
1970-1979	-0,8	1,5	-1,9	-2,0	-0,5
1980-1989	3,3	3,0	3,5	3,7	3,0
1990-1999:2	2,5	2,7	1,4	4,6	1,7
1960-1999:2	1,7	2,1	1,5	2,0	1,5

Anm. Kort realränta definieras som räntan på en nominell 3-månadersränta minus genomsnittlig inflation mätt som årlig förändringstakt i KPI de fyra senaste kvartalen.

Källor: IMF, OECD och Riksbanken.

Sammanställningen visar att realräntor i och för sig har varit låga och till och med negativa under relativt långa perioder, framför allt under 1970-talet. Det har dock varit under perioder när räntesättningen i första hand inte varit anpassad till att påverka inflationen (vilket diskuterats i avsnitt 3.1). Den höga inflationen medförde då också en ökad sedelefterfrågan, så att de avkastande tillgångarna också växte i hög takt. Vidare fanns inte en utvecklad finansiell marknad, där ränteutvecklingen avspeglade en marknadsmässig bedömning av priset på pengar. En illustration kan ges av hur korta räntor, inflation och realräntor utvecklats i Sverige under de senaste 75 åren (se figur g).

**Figur 5. Kortränta, inflationsnivå och realräntenivå 1930 – 2006. Rullande femårigt genomsnitt för realräntan.**



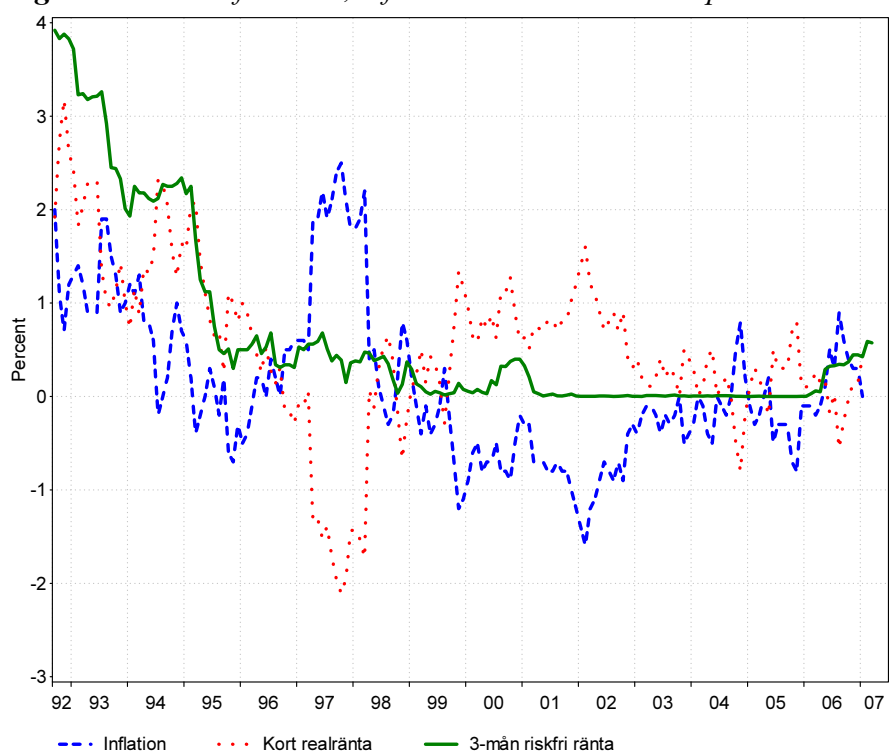
Källor: Frennberg och Hansson, Reuters Ecwin

Figuren visar att under de perioder som realräntan varit negativ under längre perioder så har det berott på att inflationen skjutit i höjden samtidigt som räntenivån inte har

anpassats till detta. Med nuvarande penningpolitiska inriktning är det högst osannolikt att vi skulle uppleva något liknande. Om inflationen skjuter iväg måste Riksbanken anpassa räntenivån uppåt till detta. Det är svårt att tänka sig att negativa realräntor skulle kunna uppstå under sådana förhållanden, annat än högst tillfälligt.

Det scenario som skulle kunna hota Riksbankens intjäning i den modell som här diskuteras är i första hand ett deflationsscenario, där deflation blir långvarigt bestående, trots att Riksbanken sänker reporäntan till mycket låga nivåer eller till och med till noll. Det närmaste exemplet på en liknande utveckling i modern tid är utvecklingen i Japan de senaste 15 åren (se figur 6).

**Figur 6.** Kort riskfri ränta, inflation och realränta i Japan under de senaste 15 åren.



I figuren framgår att centralbanken hållit räntan mycket låg, tidvis på 0 procent och att deflation tidvis har uppstått, framför allt i början på 2000-talet. I och med att centralbanken inte kan sänka räntan under noll, uppstår en positiv realränta när deflation föreligger. Den genomsnittliga realräntan under perioden 1993 – 2006 var 0,47 procent.

Med en realränta i nivå med den Japan upplevt på 0,5 procent skulle Riksbankens kapitalbehov i beräkningen ovan uppgå till 164 miljarder kr. Utredningen anser dock inte att det är rimligt att se till det som ett beaktansvärt antagande. Som nämnts ovan så utgår den beräknade formeln från en oändlig tidshorisont. Även om Japan har upplevt en deflationsekonomi i närmare 15 år så är omständigheterna högst speciella. Utan att närmare gå in på dessa kan konstateras att en liten öppen ekonomi som den svenska, med öppna kapitalmarknader, svårligen skulle kunna fastna i motsvarande situation. Framför allt skulle en anpassning ske genom växelkursen, något som av olika skäl inte varit möjligt i Japan.

För en mer långsiktig nivå på realräntor anser utredningen att den nivå på 1,5 – 2 procent (innebärande 3,5-4,0 procent i nominell avkastning), som använts som utgångspunkt för utredningens beräkningar, är ett försiktigt antagande. I tabell 2 ovan framgår att realräntorna varit högre än så under 1980- och 1990-talen för alla länder utom Japan, och att de även varit minst så höga i genomsnitt för hela perioden 1960 – 1999 för alla länder, trots att 1970-talets period av negativa realräntor då ingår.

Det kan diskuteras vad som egentligen driver realräntan. Realräntan utgör den kompensation investerare vill ha för att avstå att använda en viss summa pengar idag. Vad den långsiktiga realräntan i jämvikt bör vara finns inget riktigt empiriskt etablerat tankesätt. En tumregel är att realräntan på lång sikt inte bör avvika alltför mycket från den reala tillväxten i ekonomin. De senaste hundra åren har produktionen växt med 2-3 procent per år.

Ytterligare ett skäl till valet av en nominell räntenivå på 3,5-4,0 procent är att låg avkastning bara leder till en långsam, gradvis urholkning av kapitalet. Först vid en nivå på en nominell avkastning på 1,4 procent (räknat på ett kapital på 58 miljarder kr) täcker inte årets intäkter de löpande kostnaderna, det vill säga en förlust uppstår. Det är först om korta svenska räntor långvarigt skulle ligga under 3,5 procent som detta skulle medföra en långsiktig urholkning av Riksbankens intjäningsförmåga. Men det skulle ske så långsamt att det skulle finnas goda förutsättningar för det politiska systemet att ta hänsyn till detta. Exempelvis skulle Riksbanken kunna behålla en större andel av sina vinster och på så sätt låta kapitalet byggas upp snabbare.

Det bör också framhållas att ett underliggande antagande i diskussionen här är att placeringen sker i riskfria räntebärande värdepapper med kort löptid. Syftet med det är att tydliggöra vad en helt riskfri placering avkastar. Om Riksbanken tar viss risk i placeringarna så ökar också avkastningsmöjligheterna, men också den finansiella risken. Hur man kan se på denna avvägning diskuteras vidare i kapitel 4.

Beräkningen av kapitalbehovet är även känsligt för nivån på Riksbankens kostnader, dock ej i samma utsträckning som den långsiktiga avkastningsnivån. Om Riksbankens kostnader skulle öka respektive minska med 20 procent, från nivån på 640 miljoner kr (exklusive sedel- och myntkostnader), så skulle kapitalbehovet förändras från 43 till 51 respektive 34 miljarder kr. I sammanhanget framstår detta som i och för sig stora men ändå hanterbara variationer.

Sammanfattningsvis kan kapitalbehovet för Riksbankens driftskostnader, exklusive sedlar och mynt, beräknas till 32-43 miljarder kr. Kapitalbehovet för kostnader för sedlar och mynt kan beräknas till 8-11 miljarder kr. Spannet beror på om beräkningarna görs på en förväntad avkastning på 3,5 eller 4 procent.



## 4. Risker i Riksbankens verksamhet

I detta kapitel diskuteras de olika risker som kan leda till att Riksbanken kan behöva ett kostnadsfritt kapital som är större än det som behövs för att dess avkastning ska täcka de löpande driftskostnaderna. För varje risk diskuteras varför risken finns, hur stor sannolikheten kan antas vara att den inträffar samt hur stora ekonomiska konsekvenser den kan tänkas få i termer av kapitalbehov. Det bör dock framhållas att det rör sig om risker som är högst osannolika och vars konsekvenser är mycket svåra att uppskatta. Utredningen presenterar därför inga mer preciserade beräkningar av sannolikheter eller uppskattningar av storlekar på eventuella förluster. Det rör sig i stället om ett kvalitativt resonemang med vissa beräkningar för att kunna ange ett ungefärligt kapitalbehov som skydd mot riskerna.

### 4.1. Risker i nödkreditgivningen

**Utredningens bedömning:** Riksbanken har möjlighet att ge nödkrediter om detta behövs för att skydda det finansiella systemets stabilitet, men bara till banker som har likviditetsproblem och inte till de med soliditetsproblem. Dessa krediter kan ge upphov till förluster. Såväl storleken som sannolikheten på dessa förluster är mycket svåra att uppskatta. Ett kapitalbehov om 10 miljarder kr för detta bedöms dock vara tillräckligt.

Som ett led i uppgiften att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende har Riksbanken givits möjlighet att ge nödkrediter till banker och andra finansiella företag<sup>21</sup> om detta behövs för att skydda det finansiella systemets stabilitet. Riksbanken kan också utfärda garantier i samma syfte. Uppgiften regleras i 6 kap. 8 § av riksbankslagen.

Behovet av likviditetsstödjande nödkrediter har att göra med bankernas centrala betydelse för betalningssystemet i kombination med att banker är mycket sårbara för likviditetsproblem. En betalningsinställelse i en bank riskerar att leda till spridningseffekter till andra banker och att även dessa riskerar att få betalningsproblem. Hela betalningssystemet riskerar därför att i en sådan situation upphöra att fungera. Med hänsyn till betalningssystemets betydelse för samhällsekonomin i stort är det mycket viktigt att detta kan undvikas.

Genom sin centrala roll i betalningssystemet som tillhandahållare av RIX-systemet och med sin förmåga att kunna producera betalningsmedel i svenska kronor är Riksbanken den naturliga aktören för att tillhandahålla likvida medel i en

---

<sup>21</sup> Det finns möjlighet att ge nödkrediter även till andra finansiella företag än banker, men eftersom det i första hand är banker som i realiteten bör komma i fråga, diskuteras frågeställningen i termer av "banker".

nödsituation, det vill säga ge nödkrediter. Detta är en uppgift som centralbanker haft länge och som de flesta centralbanker i världen anses ha.<sup>22</sup>

Riksbankslagen är formulerad på så sätt att Riksbanken kan få ge kredit på *särskilda villkor i likviditetsstödjande* syfte till banker och vissa andra finansiella företag om det finns *synnerliga* skäl. Rekvisitet synnerliga skäl tar sikte på att Riksbanken bara ska ge nödkrediter om det behövs för att skydda det finansiella systemets stabilitet. Att nödkrediter bara ska ges i likviditetsstödjande syfte ger uttryck för att Riksbanken bara ska ge kredit till banker som har likviditetsproblem och inte till banker som har soliditetsproblem, det vill säga banker som har gjort betydande förluster och vars egna kapital därför riskerar vara förbrukat.

Skälet till att Riksbanken inte ska ge likviditetsstöd till banker med soliditetsproblem är dels motiverat utifrån ekonomisk-teoretiska argument avseende s.k. moral hazard, dels utifrån mer konstitutionella aspekter. Argumentet om moral hazard tar sikte på att banker som kan förvänta sig finansiellt stöd kan vara benägna att ta på sig större risker än om de inte kunde förvänta sig något stöd. Förekomsten av möjligheten till nödkrediter riskerar att leda till ett förhöjt risktagande i banksektorn. Genom att begränsa stödmöjligheten till de fall när det rör sig om likviditets- och inte soliditetsproblem, begränsas också risken för ett förhöjt risktagande.

Det konstitutionella argumentet tar sikte på att ett finansiellt stöd till en bank med soliditetsproblem riskerar att leda till bestående förluster för staten, och därmed en statsfinansiell utgift. Sådana utgifter ska beslutas inom ramen för statsbudgeten av riksdagen, och inte tas genom ett beslut av en myndighet. Även tillgången till ett finansiellt stöd över statsbudgeten omfattas av samma problem med moral hazard som Riksbankens nödkrediter, och det bör därför i möjligaste mån begränsas.

Denna rollfördelning mellan Riksbanken och det politiska systemet upprätthölls under bankkrishanteringens i början på 1990-talet. Staten svarade för stöd till banker med soliditetsproblem genom stödinsatser riktade mot enskilda banker och genom den generella statsgarantin, samtidigt som Riksbanken fattade vissa beslut om nödkrediter.

När Riksbanken ger krediter uppstår kreditrisk. Med hänsyn till att Riksbanken bara får ge krediter till banker med likviditetsproblem är emellertid kreditrisken begränsad. Först om banken inte kan betala tillbaka lånet ens på längre sikt, samtidigt som de säkerheter Riksbanken tagit för krediten visar sig otillräckliga, uppstår en kreditförlust för Riksbanken. En sådan konsekvens uppstår således bara om det faktiskt rör sig om soliditets- och inte rena likviditetsproblem. Därmed borde risken för kreditförluster vara ytterst begränsad.

Problemet är emellertid att det är svårt i stunden att avgöra om en bank endast har likviditetsproblem eller om det även rör sig om soliditetsproblem. Likviditetsproblemen riskerar framför allt att uppstå i situationer av allmän oro på marknaden och oftast i samband med att de ordinarie långgivarna till banken

---

<sup>22</sup> För en utförlig beskrivning av Riksbankens nödkreditroll, se artikeln ”Riksbankens roll som Lender of Last Resort” i Riksbankens rapport Finansiell stabilitet 2003/2.

ifrågasätter dennas kreditvärdighet och därför drar tillbaka finansiering. I en sådan situation är det svårt för Riksbanken att göra en kvalificerad bedömning av bankens kreditvärdighet, särskilt som risken är stor att behovet av nödkrediter uppstår med mycket kort varsel och att ett beslut måste tas av Riksbanken inom några dagar eller i värsta fall inom några timmar. Därför finns alltid risken att Riksbanken trots allt kommer att lämna nödkrediter till banker som i efterhand visar sig ha soliditetsproblem snarare än rena likviditetsproblem. Följaktligen kan Riksbanken komma att ta kreditrisk, som kan leda till förluster, trots att krediter egentligen bara ska ges när det föreligger vad som kan betraktas som rena likviditetsproblem.

Riksbankslagen anger även att det är fråga om krediter på *särskilda villkor*, det vill säga krediter som är annorlunda än de som kan lämnas inom ramen för Riksbankens ordinarie verksamhet avseende penningpolitiska marknadsoperationer eller de krediter som lämnas inom ramen för deltagandet i RIX-systemet. Eftersom banker kan låna i Riksbanken till den utlåningsränta (normalt 75 räntepunkter över reporäntan) som gäller inom ramen för den praktiska penningpolitiken så länge de lämnar fullgoda säkerheter, så är det i första hand om en bank inte har tillräckliga säkerheter att ställa som en nödkredit kan bli aktuell. De särskilda villkoren betyder i praktiken att nödkrediter kan lämnas mot sämre säkerheter än de som normalt accepteras av Riksbanken alternativt utan säkerheter över huvud taget. Det är tänkbart att även ge nödkrediter på särskilda villkor som innebär en lägre ränta än den som det penningpolitiska ramverket ger vid handen. Detta gjordes under kronförsvaret i september 1992, när svenska banker erhöll nödkrediter till en subventionerad ränta, för att minska konsekvenserna av att styrräntan var 500 procent. I en penningpolitisk regim med rörlig växelkurs och inflationsmål är det svårt att se att det skulle finnas anledning att lämna nödkrediter till en subventionerad ränta.

De säkerheter som normalt accepteras av Riksbanken är statsobligationer och andra ränteinstrument med hög kreditvärdighet. Dessa värdepapper är i de allra flesta fall belåningsbara även på marknaden, vilket implicerar att det är först när värdepapper av denna typ inte längre finns tillgängliga som det blir aktuellt med nödkrediter för en bank. Även om Riksbanken därmed inte kan få normal säkerhet för sin kreditgivning finns möjligheten att ta in andra säkerheter, som i och för sig inte har lika hög kreditvärdighet. Riksbanken kan dock kompensera för det genom att kräva ett större avdrag (haircut) för att kompensera för risken att säkerheten tappar i värde i förhållande till kreditgivningstidpunkten. Genom att göra det kan Riksbanken i viss utsträckning begränsa sin förlustrisk.

Det är mycket svårt att uppskatta såväl storleken på som sannolikheten för eventuella förluster som Riksbanken skulle kunna drabbas av i samband med nödkreditgivning. Vid en bedömning av förlustrisken är det relevant att diskutera dels hur stor exponering Riksbanken skulle kunna få på en bank, dels hur stor andel av denna exponering som riskerar att förloras om banken ställer in betalningarna. Vad gäller den senare frågan är det osannolikt att Riksbanken skulle förlora en stor andel av lånet. Dels beror det på att Riksbanken har möjlighet att ta säkerheter för lånet, dels på att det i första hand är stora, väldiversifierade banker som kan komma ifråga för nödkrediter där exponeringen är riktigt stor.

Det senare har att göra med att de riktigt stora bankerna i Sverige är sådana, och även om nödkrediter skulle lämnas till mindre banker borde exponeringarna i dessa fall inte bli så stora. Det är ont om erfarenhet avseende bankkonkurser i Sverige, men statistik från USA visar att återvinningen i bankkonkurser ofta är hög. En studie av drygt 1500 bankkonkurser i USA under perioden 1984 – 2002 visade att den genomsnittliga återvinningsgraden var 79 procent.<sup>23</sup> Det är rimligt att förvänta sig att återvinningsgraden är större för stora banker. För de 38 banker som var att betrakta som stora (mer än 1 miljard USD i tillgångar) var återvinningsgraden 87 procent. Dessa banker var likväl små i förhållande till de svenska storbankerna, med genomsnittliga tillgångar på drygt 4 miljarder USD. Det förefaller mot denna bakgrund osannolikt att Riksbanken skulle förlora mer än i storleksordningen 10 procent av sin exponering om en riktigt stor nödkredit fallerade.

Exponeringen är i sig mycket svårbedömd. De svenska storbankernas balansomslutning uppgår var och en till mellan 1500 och 2500 miljarder kr. Även en förlust av finansieringen avseende en mindre del av balansräkningen leder till ett behov av finansiering avseende tio- eller hundratals miljarder. Storbankerna hanterar emellertid sin likviditetsrisk aktivt för att undvika att de drabbas av att under en given dag vara öppen för att långivare inte längre vill finansiera banken. De emitterar värdepapper för att undvika att all finansiering är kort och försöker matcha ingående och utgående kassaflöden. Ett undantag är kontoinlåningen, som bankerna erfarenhetsmässigt bedömer som relativt stabil, även om den avtalsmässigt är tillgänglig med kort varsel. Bedömningen här grundar sig dels på att en stor del är garanterad genom insättningsgarantin, och att kontoinnehavarna därmed inte behöver dra tillbaka sina medel även om bankens soliditet är ifrågasatt, dels på erfarenhet från bankkrisen. Även innan den generella bankgarantin lämnades var det få sparare som drog tillbaka sina medel, trots att bankernas finansiella ställning var öppet ifrågasatt.

Bankernas likviditetshantering medför att bankerna inte bör drabbas av likviditetsbehov plötsligt som uppgår till extremt stora volymer. Exakt hur stora exponeringarna kan bli är inte möjligt att svara på, men det förefaller osannolikt att Riksbanken på mycket kort varsel skulle behöva finansiera hundratals miljarder kr.

Om Riksbanken skulle låna ut 100 miljarder kr och ha en förlustrisk på 10 procent skulle det medföra ett kapitalbehov på 10 miljarder kr. Med hänsyn till att sannolikheten för att Riksbanken skulle lämna nödkrediter till banker med soliditetsproblem är så pass liten och att möjligheten att ta vissa säkerheter ändå finns, anser utredningen att det saknas grund att utgå från slutliga förluster av större omfattning än ungefär 10 miljarder kr.

Det går även att göra jämförelser med statens stöd till banksektorn under 1990-talets bankkris, även om detta var stöd som lämnades av staten och inte av Riksbanken. Det samlade stöd som då lämnades, den generella bankgarantin undantagen, har beräknats till ungefär 65 miljarder kr och den kortsiktiga kostnaden för stödet uppskattats till

---

<sup>23</sup> Resolution Costs and the Business Cycle, Kathleen McDill, FDIC Working Paper 2004-01, March 2004.

ungefär 35 miljarder kr.<sup>24</sup> Det ska då beaktas att detta stöd var lämnat till banker med uppenbara soliditetsproblem samt att detta stöd inte lämnats i form av normala krediter utan som aktiekapital eller varianter på det. Därtill har stödet på längre sikt inte medfört en kostnad, eftersom värdestegringarna på statens aktieinnehav i de aktuella bankerna har varit stora.

Det är svårt att dra några långtgående paralleller från dessa värden, men utredningens bedömning är att den förlustrisk på 10 miljarder kr som diskuteras ovan inte framstår som för låg, vid beaktande att det skulle röra sig om krediter till banker som inte bör ha problem med sin soliditet och där möjlighet finns att ta vissa säkerheter. Det ska i sammanhanget också framhållas att Riksbanken inte drabbades av några förluster under bankkrisen och att den uppdelning mellan staten och Riksbanken som finns etablerad, enligt vilken staten står för stöd vid soliditetsproblem och Riksbanken vid likviditetsproblem, upprätthölls under krisen.

## **4.2. Risker i valutareservförvaltningen**

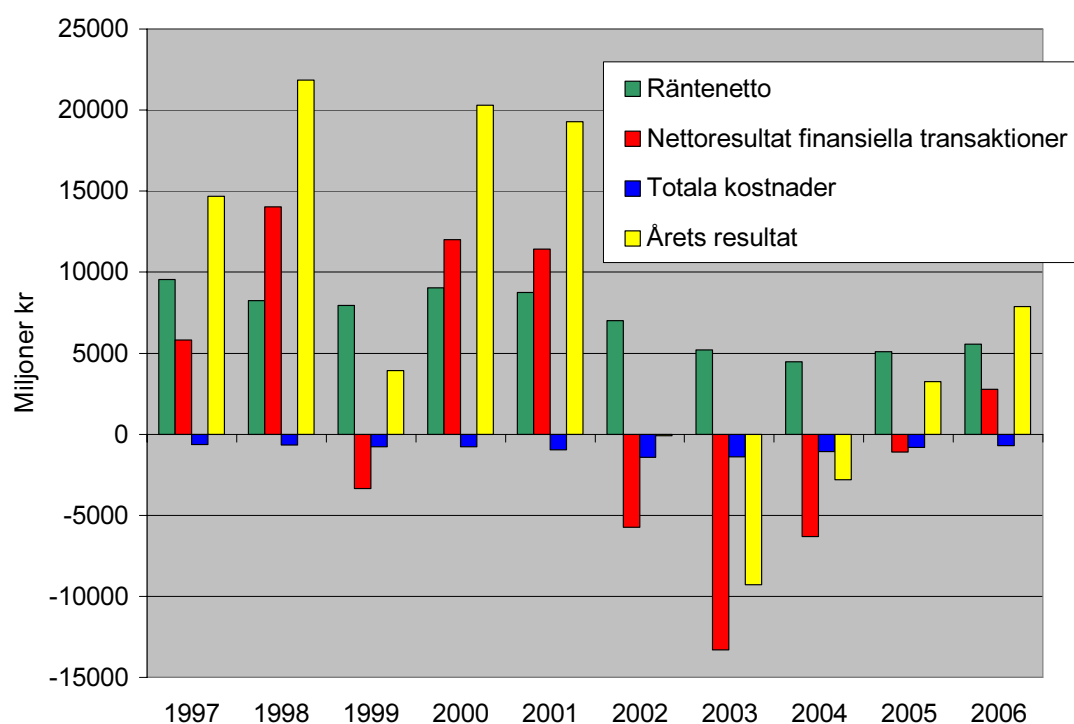
Riksbankens tillgångar består till allra största delen av den så kallade valutareserven, dvs. investeringar i räntebärande värdepapper i utländsk valuta och i guld. Den finansiella risk som uppstår i Riksbanken är hänförlig till dessa tillgångar. Risken för de finansiella tillgångarna kan delas upp i ränterisk, det vill säga risken för att förändringar i det allmänna ränteläget förändras och medför att värdepappren faller i värde, samt valutarisk, som består av risken för att de utländska valutorna som värdepappren är denominerade i förändras i värde i förhållande till den svenska kronan.

Risken i valutareserven medför en relativt stor variation i avkastningen för Riksbanken mellan olika år (se figur 7). Riksbanken har ett relativt stabilt räntenetto och stabila kostnader men nettoresultatet av finansiella transaktioner varierar mycket. Det är i denna resultatpost som värdeförändringar i tillgångarna redovisas. Det är framför allt valutakursförändringar som ger upphov till den stora variationen.

---

<sup>24</sup> Jennergren, P. & Näslund, B., (1997), "Bankkriser och deras hantering" (rapport till Riksdagens revisorer).

Figur 7. Resultaträkningsposter i Riksbanken 1997-2006



Risken i valutareserven mäts av Riksbanken med det gängse riskmålet Value-at-Risk<sup>25</sup>. Måttet visar hur mycket Riksbanken riskerar att förlora med viss sannolikhet över en viss tidsperiod.

Den sannolikhetsnivå som används här är 1 procent och beräknat på en årlig tidshorisont är VaR-värdet ungefär 21 miljarder kr, det vill säga Riksbanken riskerar med 1 procents sannolikhet förlora 21 miljarder kr eller mer över ett år, givet den nuvarande sammansättningen av valutareserven.

Det framgår att valutareserven medför en avsevärd finansiell risk i dagsläget för Riksbanken och det kan diskuteras om detta är motiverat. Som framgått av kapitel 4 är valutareservens storlek som en följd av nuvarande tillämpning av riksbankslagen ett resultat av hur stor Riksbankens passivsidan av balansräkningen är, inte resultatet av en bedömning av hur stor valutareserv Riksbanken behöver utifrån en analys av valutapolitikens behov. Mot denna bakgrund finns det anledning att diskutera vissa frågor av mer grundläggande karaktär angående valutareserven. Den första är vilket behov som över huvud taget finns av en valutareserv. Den andra är om det finns anledning att eliminera valutarisken i valutareserven. Detta skulle kunna ske genom att valutareserven matchas på så sätt att den finansieras med upplåning i utländsk valuta eller att valutarisken hedgas bort på derivatmarknader. Den tredje frågan är hur stor valutareserven bör vara. Dessa frågor diskuteras i det följande.

<sup>25</sup> Value-at-Risk är ett mått som utifrån tidigare prisrörelser i finansiella tillgångar beräknar hur mycket en tillgångsförvaltare riskerar att förlora i kronor räknat, med en given sannolikhetsnivå. En av fördelarna med VaR är att det beräknar ett riskvärde i form av ett belopp, vilket gör att det kan användas för jämförelse av risk mellan olika typer av tillgångar i en investeringsportfölj, till exempel både ränteinstrument och aktier.

### 4.2.1. Behovet av en valutareserv

**Utredningens bedömning:** Behovet av en valutareserv framstår som begränsat i dagens valutakursregim med rörlig växelkurs.

Det grundläggande syftet med en valutareserv är att en centralbank ska ha möjlighet att agera på valutamarknaden i syfte att påverka den nationella växelkursen. Genom att sälja utländsk valuta och köpa den inhemska valutan på marknaden kan centralbanken försöka förstärka växelkursen, eller försvaga den genom det omvända agerandet.

Behovet att agera på valutamarknaden finns framför allt om valutapolitiken bedrivs med ett mål om fast växelkurs. Det penningpolitiska målet för Riksbanken idag är ett inflationsmål. Växelkursregimen bestäms inte av Riksbanken, utan av regeringen. Regeringen har bestämt att kronan ska vara rörlig och något mål för växelkursen finns därför inte. Växelkursen påverkar i och för sig penningpolitiken, genom att den påverkar inflationstrycket i ekonomin, men den är bara en av många ekonomiska faktorer som har en sådan påverkan. Växelkursen har därför ingen särställning i Riksbankens penningpolitik.

Riksbanken har genomfört interventioner på valutamarknaden vid ett fåtal tillfällen efter övergången till rörlig växelkurs 1992. Det senaste var 2001, när kronan försvagades relativt kraftigt, och valutainterventioner gjordes med syfte att motverka denna försvagning. Interventionen sågs då som ett komplement till den reguljära penningpolitiska inriktningen vars grund är att bestämma den korta räntan.

Den analytiska grund som den svenska Riksbanken byggt upp sin penningpolitik på när den bedrivs mot ett inflationsmål under rörlig växelkurs, innehåller inte ett identifierat behov att göra interventioner på valutamarknaden i syfte att påverka växelkursen. Det kan finnas anledning att intervensera på valutamarknaden framför allt för att signalera om inriktningen på penningpolitiken<sup>26</sup>. Likväl bör inte Riksbanken utifrån sådana motiv behöva intervensera på valutamarknaden i sådan omfattning att stora förluster riskerar uppstå. Det framstår därför inte som rimligt att motivera ett behov av en valutareserv utifrån förhållandena när en rörlig växelkurs tillämpas. En valutareserv kan emellertid behövas också för att ha beredskap att kunna övergå till fast växelkurs.

I dagsläget framstår en fast växelkurs som avlägsen för svensk del. Det råder bred politisk enighet om att en penningpolitik inriktad på inflationsmål med rörlig växelkurs har varit en välfungerande beståndsdel av den ekonomiska politiken det senaste decenniet. Den svenska penningpolitiken har fått gott betyg i flera internationella bedömningar, senast i den utvärdering som gjordes av några forskare

---

<sup>26</sup> Heikensten, L. & Borg, A.(2002), Riksbankens valutainterventioner - beredning, beslut och kommunikation, Penning- och valutapolitik 2002/1

på finansutskottets uppdrag.<sup>27</sup> Inflationsmål med rörlig växelkurs tillämpas av allt fler centralbanker världen över, samtidigt som fast växelkurs som penningpolitisk regim blir alltmer ifrågasatt. Det tillämpas fortfarande framför allt av tillväxtländer och utvecklingsekonomier. Danmark är det enda av de sedan länge industrialiserade ekonomierna som tillämpar fast växelkurs (givet att de som deltar i en valutaunion eller mindre länder som använder andra länders valuta inte anses ha fast växelkurs).

Mot denna bakgrund framstår det som osannolikt att Sverige skulle övergå till fast växelkurs inom överskådlig tid. Sverige är med i det andra steget av EMU men inte det tredje steget. Ett av kriterierna för deltagande i det tredje steget är att den nationella valutan ska ha förhållit sig stabil i förhållande till euron under viss tid innan inträde sker i valutaunionen. Företrädesvis skapas denna stabilitet genom deltagande i valutasamarbetet ERM II, under vilket en nationell valuta inte får avvika utanför ett visst band omkring euron. Ett deltagande i detta samarbete innebär att målet för växelkursen blir fast, och att det följaktligen kan finnas behov att göra valutainterventioner. Sannolikt sker dock ett inträde i ERM II när det redan finns ett politiskt beslut om ett euroläggande, vilket gör att den tidsperiod som ERM II-samarbetet varar under bör bli relativt kort. Likaså bör det vara relativt osannolikt att växelkursen under denna tidsperiod ifrågasätts på ett sådant sätt att det blir nödvändigt att göra omfattande interventioner på valutamarknaden.

ECB har vid ett euromedlemskap vissa krav på att en valutareserv ska hållas av den nationella centralbanken. Det betyder dock inte att det behövs så länge Sverige står utanför detta, det är fullt möjligt att investera i valutatillgångar inför ett euromedlemskap. Man bör dock notera att Sveriges medlemskap i det europeiska centralbanksamarbetet (ECBS), innebär att Sverige såsom medlem i detta samarbete har åtagit sig att ha tillräckliga finansiella resurser för att kunna fullfölja ECBS-relaterade uppgifter. Som exempel kan nämnas att det i artiklarna 29 och 30.4 i stadgarna framgår att en medlem måste vara beredd att bidra med kapital och transfereringar av valutatillgångar till ECB och i artikel 33 åtar sig medlemmen att också bidra vid eventuella förluster hos ECB. Storleksordningen på detta är inte fastställt.

Sammanfattningsvis framstår behovet av en stor valutareserv som relativt avlägset för den svenska Riksbanken. Utredningen har emellertid inte gjort en så ingående analys av detta behov att det helt kan avfärdas. Syftet med diskussionen i detta avsnitt har varit att ge ett perspektiv på risken i valutareserven.

---

<sup>27</sup> Giavazzi, F. & Mishkin, F. (2006), En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995–2005, 2006/07:RFR1.



#### 4.2.2. Bör valutareserven bära valutarisk eller bör risken neutraliseras?

**Utredningens bedömning:** Riksbanken bör neutralisera valutarisken i valutareservförvaltningen genom att matcha de valutarisker man har i dagsläget. En matchning kan uppnås genom valutaupplåning eller genom derivatpositioner, men valet påverkar inte kapitalbehovet.

Som visats i föregående avsnitt medför nuvarande valutareserv en väsentlig valutakursrisk för Riksbanken, och att det därför finns skäl att diskutera både valutareservens storlek och den finansiella risk som den medför. Eftersom behovet av valutainterventioner förefaller relativt begränsat vid rörlig växelkurs, utgår diskussionen i det följande från förhållandena vid en fast växelkurs.

Utredningens internationella jämförelse visar att vissa länder väljer att ha en matchad valutaposition i valutareserven, det vill säga att valutarisken i valutareserven neutraliseras. Det gäller exempelvis Danmark, som är ett av få industrialiserade länder som tillämpar en fast växelkurspolitik och som därför har ett aktivt behov av en valutareserv. Matchningen kan åstadkommas genom att valutareserven finansieras med upplåning i samma valuta som reserven består av. Alternativt kan valutarisken hedgas genom positioner på derivatmarknaden. Den danska centralbanken tillämpar en kombination av dessa två sätt.

En neutralisering av valutarisken påverkar inte möjligheterna att göra valutainterventioner. Däremot påverkar det centralbankens resultat. När valutapositionen är öppen, som för Riksbanken idag, medför rörelser i kronans växelkurs att resultatet varierar år från år (vilket visats i kapitel 4). Om valutarisken är neutraliserad påverkas resultatet bara av den ränterisk som finns i reserven. Den stora resultatvariation som finns idag utgör en nackdel, eftersom den tillför risk till Riksbankens balansräkning, risk som behöver hanteras med kapital eller på annat sätt.

Det är emellertid också viktigt att bedöma hur effekterna ser ut när Riksbanken väl gör valutainterventioner. Så länge interventionerna är lyckosamma bör inga negativa resultat effekter av betydande storlek uppstå. Riksbanken lyckas då att påverka kursen så att den ligger nära den målsatta växelkursen och variationen bör inte bli betydande. Den relevanta frågan är i stället vad som händer om interventionerna misslyckas och växelkursen behöver släppas.

Om valutapositionen är öppen som idag medför en misslyckad intervention samma effekt som den som uppstod under kronförsvaret 1992. När Riksbanken i syfte att försvara värdet på kronan säljer utländsk valuta och köper stora volymer svenska kronor får det till följd att den öppna valutapositionen minskar. Så länge valutapositionen ändå är positiv såtillvida att Riksbanken har ett nettovärde av utländska valutatillgångar, så kommer den släppta valutakursen att medföra att den öppna valutapositionen ökar i värde, det vill säga det uppstår en positiv resultat effekt, mätt i svenska kronor.

Om däremot valutapositionen i utgångsläget är neutraliserad kommer Riksbanken vid interventioner att få en negativ valutaposition. Om kronan släpps kommer denna negativa valutaposition att öka i värde, det vill säga det uppstår en negativ resultat effekt.

Det är utomordentligt svårt att bedöma hur stor denna effekt skulle kunna bli. Det förutsätter dels en bedömning av hur stor negativ valutaposition Riksbanken skulle bygga upp vid ett kronförsvar, dels en bedömning av hur stor devalvering ett släppt kronförsvar kan tänkas medföra. Viss vägledning kan ändå ges av erfarenheterna från det svenska kronförsvaret 1992, samt de erfarenheter Storbritannien och Danmark haft från sina interventioner.

Riksbanken stödköpte kronor för 160 miljarder kr under kronförsvaret 1992.<sup>28</sup> Den fasta växelkursen släpptes den 19 november 1992. Från att initialt ha fallit 20 procent bottnade kursen efter ett drygt år på ett fall på lite drygt 30 procent. Om Riksbanken hade haft en neutraliserad valutaposition vid detta tillfälle hade Riksbanken i linje med resonemanget ovan fått en förlust i storleksordningen 30 – 50 miljarder kr (20-30 procent av 160 miljarder kr). Som jämförelse kan också anges att Storbritannien under sitt försvar av pundet under ERM-krisen 1992 förändrade sin valutaposition med ungefär 40 miljarder USD, det vill säga i kronor räknat mer än Sverige, men sett i relation till den brittiska ekonomins och valutans storlek betydligt mindre.<sup>29</sup>

Kronförsvaret 1992 får ses som ett omfattande och långtgående försvar av en fast växelkurs med mycket höga nivåer på styrräntan som sattes, 500 procent, jämfört med andra valutakriser. Danmarks Nationalbank har publicerat en genomgång av storleken på sina valutainterventioner mellan åren 1986 och 2003.<sup>30</sup> Där framkommer att den maximala interventionen under en dag var på motsvarande ungefär 30 miljarder svenska kronor och den maximala interventionen under en vecka var på motsvarande cirka 43 miljarder svenska kronor. Förlustrisken vid dessa nivåer på interventioner, under antagande om att växelkursen skulle depreciera med 20-30 procent, skulle vara i storleksordningen 6 – 13 miljarder kr.

Sammanfattningsvis finns fördelar under normala tider att valutapositionen i Riksbankens balansräkning neutraliseras, men nackdelen är att förlustrisken riskerar att bli stor om Riksbanken behöver intervensera på valutamarknaden. Utredningens bedömning är att Riksbanken bör ha en matchad valutaposition. Skälen för det är följande.

Diskussionen om behovet av en valutareserv har visat att det framstår som osannolikt att Sverige skulle övergå till fast växelkurs under överskådlig tid. Undantaget är om Sverige inför en övergång till euro skulle inträda i ERM II-samarbetet. Detta skulle då ske under en begränsad tid om troligtvis ett fåtal år, och efter att ett politiskt beslut om övergång till euro vore fattat. Det framstår som osannolikt att den fasta

---

<sup>28</sup> Kokko, A (1999): Asienkrisen: många likheter med den svenska krisen, Ekonomisk Debatt 1999, årg 27, nr 2.

<sup>29</sup> Dokumentation från det brittiska pundförsvaret finns offentliggjorda av det brittiska finansdepartementet på [www.hm-treasury.gov.uk/about/information/foi\\_disclosures/foi\\_erm\\_2005.cfm](http://www.hm-treasury.gov.uk/about/information/foi_disclosures/foi_erm_2005.cfm).

<sup>30</sup> Financial Management at Danmarks Nationalbank, Danmarks Nationalbank 2004

växelkursen skulle ifrågasättas under en sådan situation, och att större förluster därför skulle riskeras. Det finns också möjlighet att Riksbanken skulle få stöd från den europeiska centralbanken i sådana fall. Såväl storleken på interventionerna som risken för att den fasta valutakursen skulle behöva släppas framstår därför som begränsade. Risken för att Riksbanken skulle få förluster motsvarande de som skulle uppstått under kronförsvaret 1992, om valutapositionen vore matchad, måste ses som ytterst liten.

Om den svenska regeringen skulle besluta om en övergång till fast växelkurs under andra omständigheter än de som diskuteras här finns möjligheten för Riksbanken att förändra sin valutaposition, dvs. övergå från en neutraliserad till en öppen valutaposition. Det skulle då minska sårbarheten för förluster vid valutainterventioner. Ytterligare aspekter av förhållandet mellan det politiska systemet och Riksbanken när det gäller hanteringen av förluster från valutainterventioner diskuteras i kapitel 8

Utredningen ser inte anledning att ta ställning till om en matchning bör uppnås genom en valutaupplåning eller genom derivatpositioner. Valet påverkas sannolikt i första hand av praktiska och effektivitetsmässiga aspekter, vilka Riksbanken kan förväntas bedöma bäst. Det påverkar heller inte Riksbankens kapitalbehov.

Det finns vissa begränsningar i möjligheten att matcha valutareservens risk, dels beroende på åtaganden gentemot IMF som Riksbanken har, dels beroende på att centralbankers handel och positionstagande i guld finns reglerat i internationella överenskommelser. Detta leder till vissa i sammanhanget mindre risker, vilka diskuteras under övriga risker.

### 4.2.3. Hur stor bör valutareserven vara?

**Utredningens bedömning:** Riksbanken bör ha en neutraliserad valutaposition. Storleken på valutareserven får därmed underordnad betydelse för analysen av Riksbankens kapitalbehov. Sannolikheten att Sverige inom överskådlig tid övergår till fast växelkurs framstår i dagsläget som låg, varför risken för förluster kan begränsas till de interventioner som kan tänkas uppstå under en kortare tid i samband med ett eventuellt eurointräde. Ett buffertkapital om 5 miljarder kr för detta bör vara tillräckligt för att täcka denna risk.

Riksbankens valutareserv idag jämfört med andra länder framgår av nedanstående tabell. Där anges storleken på valutareserven i absoluta belopp (svenska kronor) och i relation till BNP. Norge och Danmark har klart störst valutareserv i förhållande till BNP av länderna i jämförelsen, medan Sverige ligger relativt nära genomsnittet. Sverige är dock det land som har störst andel av valutareserv i sin balansräkning.

**Tabell 3. Valutareserven i ett antal utvalda länder**

	Valutareserv i mdr SEK	Valutareserv i % av BNP	Valutareserv i % av BR	Växelkurs-system
Norge	337	15,8%	90%	Rörlig
Danmark	253	13,5%	54%	Fast (+/- 2,25 %)
Finland	84	6,0%	50%	Eurosystemet
Tyskland	773	3,8%	25%	Eurosystemet
Nederländerna	166	3,7%	30%	Eurosystemet
Storbritannien	379	2,4%	20%	Rörlig
Kanada*	240	3,4%	1%	Rörlig
Nya Zeeland*	37	5,6%	60%	Rörlig
Sverige	195	7,6%	94%	Rörlig
<b>Snitt:</b>	<b>274</b>	<b>6,9%</b>	<b>47%</b>	-

Källa: Årsredovisningar, Eurostat, World Fact Book [www.cia.gov](http://www.cia.gov) 7 dec 2006

\*BNP estimerat för år 2005

Valutainterventioner görs genom att svenska kronor köps eller säljs på valutamarknaden. Tanken med att ha tillgångar i utländsk valuta är att dessa växlas mot svenska kronor när valutaaffären görs. Detta är nödvändigt om valutainterventionen ska göras på avistamarknaden. Handeln på valutamarknaden har under de senaste tjugo-trettio åren alltmer kommit att ske på derivatmarknader. Enligt Riksbankens statistik över handeln i svenska kronor var den dagliga omsättningen totalt 270 miljarder kr per dag under 2005, varav 58 miljarder (21 procent) på avistamarknaden. Merparten av handeln skedde således på derivatmarknader, där det framför allt är valutaswappar som används. Den dagliga omsättningen i dessa instrument uppgick till 182 miljarder kr. Detta mönster är inte på något sätt unikt för den svenska valutamarknaden utan motsvarande gäller för andra utvecklade marknader.

En betydande del av handeln och prisbildningen på valutamarknader sker således på derivatmarknader. Centralbanker behöver därför inte agera på avistamarknader för att påverka valutakursen. Det är liksom för andra aktörer på valutamarknaden numera naturligt att använda derivatmarknaderna för sina valutainterventioner. Enligt en studie från 1997 använde redan då 7 av 14 deltagande centralbanker derivatmarknader för sina valutainterventioner<sup>31</sup>, däribland Riksbanken.

Mot denna bakgrund kan det diskuteras om det behövs en valutareserv i form av nominella valutatillgångar för att en centralbank ska kunna genomföra valutainterventioner. Ett skäl att det trots allt skulle kunna finnas ett sådant behov är att det är tänkbart att derivatmarknader inte fungerar väl under tider av turbulens. Vid flertalet av de mer omfattande valutakursförsvar som gjorts på senare tid har derivatmarknaderna emellertid använts, och visat sig fungera även i turbulenta perioder. Det finns inget känt fall där en centralbank i en utvecklad ekonomi inte har kunnat agera på derivatmarknader.

<sup>31</sup> BIS (1997) "Implementation and Tactics of Monetary Policy" Bank for International Settlements Conference Papers No. 3, (March) p 332.

Utredningens ställningstagande att Riksbanken bör ha en neutraliserad valutaposition gör emellertid att storleken på valutareserven får underordnad betydelse för hur Riksbankens kapitalbehov ska analyseras. Som diskuterats i förra avsnittet är det storleken på interventionerna som blir avgörande för den eventuella förlustrisken. Denna är i sin tur inte beroende av valutareservens storlek i form av värdet av valutatillgångarna på Riksbankens balansräkning. Utredningen avstår därför ifrån att göra en bedömning av hur stor valutareserven bör vara. Det framstår som lämpligare att Riksbanken gör en bedömning av om det är lämpligt att ha valutatillgångar på balansräkning, hur stora dessa tillgångar bör vara, samt om neutraliseringen bör ske genom upplåning i utländsk valuta eller om den bör ske via derivatmarknader. Ingen av dessa bedömningar får betydelse för Riksbankens kapitalbehov annat än marginellt.

Sammanfattningsvis anser utredningen att Riksbanken bör ha en matchad valutareserv, vars storlek inte är av betydelse för hur stort kapitalbehov Riksbanken har. Den förlustrisk som behöver beaktas för att bedöma Riksbankens kapitalbehov bör då utgå från risken att göra förluster i samband med interventioner på valutamarknaden för att försvara en eventuell framtida fast växelkurs. Eftersom en övergång till fast växelkurs framstår som osannolik inom överskådlig tid annat än i samband med ett inträde i eurosamarbetet, förefaller risken begränsad för stora valutainterventioner och förlustrisker av större omfattning kopplade till dessa. Därför bedömer utredningen att det kapital Riksbanken behöver för att kunna täcka förluster kopplade till valutareservförvaltningen är relativt begränsat. Danmarks förlustrisk vid de interventioner som redogjorts för ovan, kunde uppskattas till 6-13 miljarder. I detta fall pågick interventioner under en längre tid. Då utredningen inte ser detta som sannolikt för svensk del, framstår det därför som rimligt att inte beakta en förlustrisk som är större än omkring 5 miljarder kr för bedömningen av Riksbankens kapitalbehov för valutareservförvaltningen.

### **4.3. Minskad sedelmängd**

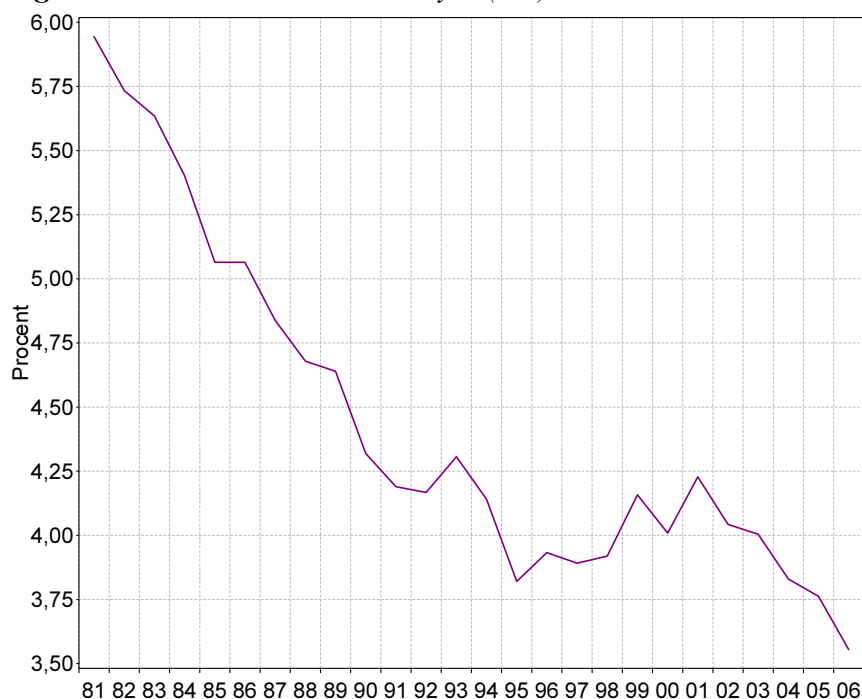
**Utredningens bedömning:** Om den utestående sedelmängden minskar, minskar också Riksbankens intjäningsförmåga. Denna risk finns men det är osannolikt att det uppstår plötsliga och kraftiga fall i sedelmängden.

En av de risker som identifierats för Riksbanken är att den utestående sedelmängden minskar. Till skillnad från de två tidigare identifierade riskerna utgör denna risk inte en risk för en förlust utan istället en risk för minskad intjäningsförmåga, genom att den kostnadsfria finansiering som sedelmängden utgör skulle kunna minska. Effekterna på det finansiella oberoendet vore dock likvärdiga.

Det som styr sedelmängdens storlek är allmänhetens efterfrågan på sedlar och mynt, vilken är svår att påverka för Riksbanken. Kontantbetalningar har i allt större utsträckning ersatts med elektroniska betalningsmedel, framför allt kortbetalningar. Det har funnits en förväntan om att detta skulle leda till en minskad efterfrågan på

kontanter såtillvida att utestående sedlar och mynt skulle minska.<sup>32</sup> Utestående sedlar och mynt har i Sverige minskat som andel av BNP (se figur 8). Förändringen ägde dock framför allt rum före 1990-talet, innan de elektroniska betalningarna slog igenom mer brett. Riksbanken har uppskattat att andelen av handeln som betalas med kontanter har minskat från 76 till 58 procent under 1990-talet.<sup>33</sup> Någon motsvarande minskning av utestående sedlar och mynt har inte ägt rum. Det är osäkert i vilken utsträckning en ökande andel av elektroniska betalningar i den reguljära handeln faktiskt kommer att leda till en minskad sedelmängd, eftersom allmänheten efterfrågar sedlar även av andra skäl än att genomföra betalningar.

**Figur 8.** Utestående sedlar och mynt (M0) som andel av BNP



Source: Reuters EcoWin

Genom att använda en modell för att uppskatta hur mycket av kontantanvändningen som kan förklaras av legitima skäl kan man erhålla en motstående andel "oförklarad" kontantanvändning. Denna kan ses som ett mått på hur mycket kontanter som behövs i den "ljusskygga" delen av ekonomin, i första hand obeskattad eller på annat sätt kriminell verksamhet. Den oförklarade mängden utestående kontanter ökade från 3,8 till 6,5 procent av BNP mellan 1990 och 2004.<sup>34</sup> Med hänsyn till att det finns ett ökat fokus på ekonomisk brottslighet, penningtvätt m.m., och därmed också på kontanters betydelse för ljusskygg verksamhet, så är det tänkbart att det genomförs aktiva åtgärder för att försvåra användningen av kontanter för sådana ändamål. Om sådana åtgärder skulle vidtas och vissa sig lyckosamma, kan sedelmängden tänkas minska.

<sup>32</sup> För en diskussion om detta, se Nyberg, L och Guibourg, G (2003): Kortbetalningar i Sverige, Penning- och Valutapolitik 2/2003.

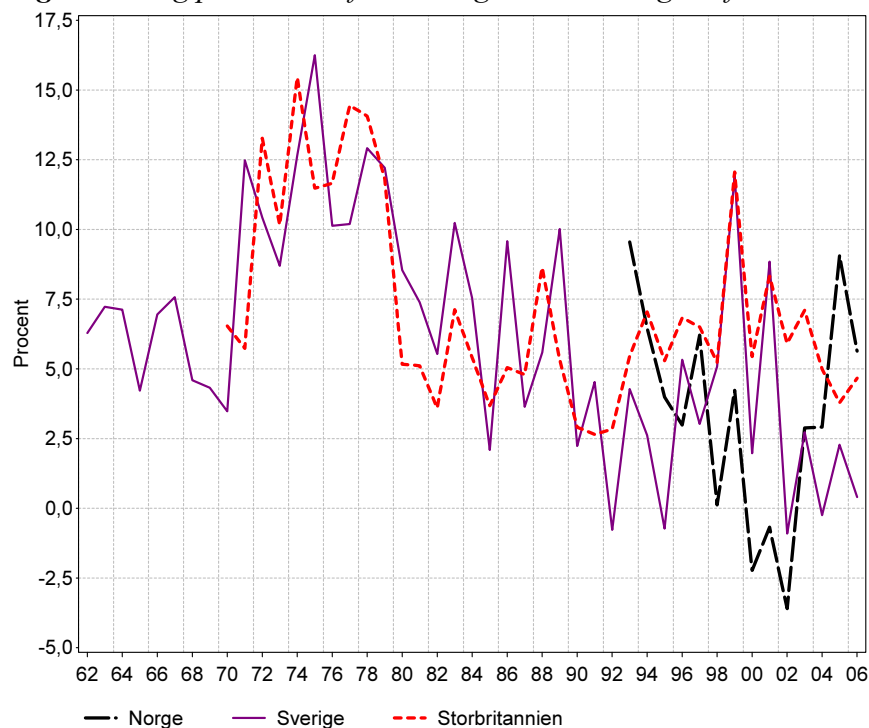
<sup>33</sup> Andersson, M. & Guibourg, G., (2001): Kontantanvändningen i den svenska ekonomin, Sveriges riksbank, Penning- och valutapolitik 2001/4.

<sup>34</sup> Guibourg, G. & Segendorff, B. (2007): The Use of Cash and the Size of the Shadow Economy in Sweden, Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 204, March 2007.

Det kan finnas anledning att vara uppmärksam på utvecklingen av sedelmängdens storlek i sådana fall.

Från utredningens perspektiv är det i första hand relevant att se om utestående sedlar och mynt riskerar att minska i nominella termer, inte som andel av BNP. Skälet är att den väsentliga frågan för utredningen är om sedelmängden riskerar minska på ett sådant sätt att Riksbankens intjäningsförmåga från seignoraget försämras radikalt. Figur 9 visar den procentuella årliga förändringen av sedelmängden för tre länder.

**Figur 9.** Årlig procentuell förändring av sedelmängden för tre länder



Under 1970- och 1980-talen ökade sedelmängden, vilket kan ses som naturligt med hänsyn till den höga inflationen under dessa decennier. Under 1990-talet minskade den genomsnittliga förändringstakten överlag, sannolikt i första hand som en effekt av inflationsminskningen, men den var i de allra flesta fall positiv. Mindre negativa förändringar i storleksordningen 1 procent skedde för tre olika år för Sverige.

Norge uppvisade en mer stadig minskning av tillväxttakten av sedelmängden under slutet av 1990-talet och under början av 2000-talet var den negativ under flera år, som mest på nästan 4 procent 2002. Den ackumulerade förändringen under åren 2000-2002 var drygt 6 procent. Då ska beaktas att en större efterfrågan sannolikt uppstod mot slutet av 1999, med hänsyn till oro för den så kallade millenniebuggen. En orsak till utvecklingen i Norge under den senare delen av 1990-talet och början på 2000-talet var att Norge tog aktiva steg att minska kontantanvändningen, framför allt genom att avgifter på kontantuttag infördes. De senaste åren har utvecklingen vänt och sedelmängden har ökat snabbare i Norge än i de andra två länderna.

Det är naturligtvis svårt att utifrån den historiska utvecklingen dra några starka slutsatser om risken för att sedelmängden minskar i storlek. Det kan dock konstateras att sedelmängden hittills inte uppvisat kraftfulla negativa förändringar från ett år till ett annat. Det finns en ganska stor variation i tillväxttakten år från år, men det rör sig om skillnader i en positiv tillväxttakt snarare än om negativa förändringar. Mot bakgrund av detta är det svårt att se att risken är stor för dramatiska fall framöver på kort tid i sedelmängden. Om det sker en förändring är det mer troligt att detta sker gradvis, över ett antal år.

Som tidigare framgått är eget kapital och sedelmängd till del utbytbara då bägge ger kostnadsfri finansiering. Den utestående sedelmängden är i dagsläget betydande och uppgår till ungefär 112 miljarder. Om seignoraget används för att finansiera de löpande driftkostnaderna finns således en betydande marginal för det finansiella oberoendet även vid en kraftig minskning av sedelmängden.

#### **4.4. Övriga risker**

Riksbanken har även andra risker än de som diskuterats hittills, och som inte är av samma betydelse, men som likväl behöver diskuteras. Det rör sig om andra kreditrisker än nödkrediter, operativa risker samt de kvarvarande riskerna i tillgångsförvaltningen, som inte kan neutraliseras på samma sätt som valutarisken i stort.

##### **4.4.1. Kreditrisker i operativ verksamhet**

**Utredningens bedömning:** Riksbankens kreditrisker i den operativa verksamheten är inte av den storleken att de påverkar Riksbankens kapitalbehov.

Riksbanken lämnar löpande krediter till banker i den operativa verksamheten. Det rör sig dels om krediter som lämnas inom ramen för det centrala betalningssystemet som Riksbanken tillhandahåller, RIX-systemet, dels om krediter genom de repotransaktioner som används för att implementera penningpolitiken.

RIX-systemet används för att hantera betalnings- och likviditetsutjämning mellan bankerna. För att systemet ska kunna fungera behöver bankerna under korta perioder under dagen ha betydande över- eller underskott på sina konton i Riksbanken. Ett underskott betyder att Riksbanken lämnar en kredit till banken i fråga. Kontoställningarna utjämnas dock vid slutet av dagen och utlåningen över natten är minimal, endast någon eller ett par miljoner kronor. Till RIX är alla banker i Sverige anslutna, antingen direkt eller indirekt via ett konto hos någon av de RIX-anslutna bankerna. RIX-systemet erbjuder bankerna ett effektivt sätt att hantera sina likviditetsflöden. På sitt konto i RIX tillåts bankerna ha både överskott och underskott. Att ha ett underskott på RIX-kontot innebär i praktiken att banken har fått en kredit av Riksbanken. Krediterna kan vara stora, det kan röra sig om tiotals miljarder kr, men de ges således med mycket kort löptid.



För att begränsa kreditrisken i dessa krediter kräver Riksbanken att banken ställer säkerheter i form av vissa särskilt säkra värdepapper<sup>35</sup>. Säkerheterna begränsar kreditrisken i denna verksamhet väsentligt. Om säkerheterna utgörs av statspapper utställda av den svenska staten, eller stater med motsvarande kreditvärdighet, kan den återstående kreditrisken anses vara så låg att den från utredningens perspektiv kan ses som försumbar. Även värdepapper utställda av företag godkänns som säkerhet. Det finns dock flera villkor som innebär att kreditrisken också i dessa fall kan anses vara högst begränsad.

För det första godtar Riksbanken endast värdepapper med mycket hög kreditvärdighet. För det andra sker en daglig marknadsvärdering av värdepapperen. Om värdet på dem understiger 99 procent av värdet på krediten kräver Riksbanken in ytterligare säkerhet. Detta innebär att Riksbanken endast bär risken för en värdeförsämring i säkerheterna under en dag. För det tredje så kommer Riksbanken att behöva ta säkerheterna i anspråk först om kredittagaren själv fallerar. Sannolikheten för att kredittagaren fallerar samtidigt som säkerheterna faller väsentligt i värde är ytterst liten. Sammantaget gör utredningen bedömningen att kreditrisken som uppkommer genom kreditgivningen i RIX är försumbar utifrån utredningens uppdrag att bedöma Riksbankens kapitalbehov.

Riksbankens penningpolitiska repotransaktioner uppgick vid 2006 års bokslut till ungefär 7 miljarder svenska kronor. En penningpolitisk repa fungerar i praktiken som utlåning mot säkerhet. Riksbanken ställer samma höga kreditvärdighetskrav på motparterna och säkerheterna i repotransaktionerna som i utlåningen inom RIX-systemet. Också för dessa transaktioner är löptiden mycket kort, en vecka. Dessa faktorer begränsar starkt risken i dessa krediter, och de bedöms inte tillföra en risk som är av sådan storlek att det bör beaktas vid en bedömning av Riksbankens kapitalbehov.

#### 4.4.2. Operativa risker

<b>Utredningens bedömning:</b> Riksbankens operativa risker genererar ett högst begränsat kapitalbehov.
---

Operativa risker brukar enligt Basel-reglerna definieras som ”risken för förlust till följd av otillräckliga rutiner, avsiktliga eller oavsiktliga mänskliga fel, felaktiga system eller yttre händelser”. I praktiken kan detta innebära en hel rad av olika typer av förluster av skilda karaktärer, exempelvis förluster till följd av bränder i byggnader, fel i IT-system, bedrägerier och slarv. Gemensamt för alla typer av operativa risker är dock att det är risker som oundvikligen uppstår som en följd av att man bedriver viss verksamhet. Många andra risker, till exempel finansiella risker, utgör ett led i ett medvetet risktagande, men det gör således inte operativa risker. Likväl finns det möjlighet för en organisation att i viss utsträckning påverka hur stora operativa risker den kan tänkas vara utsatt för. Genom att investera i nya IT-system kan risken för IT-haverier begränsas och genom att införa extra kontroller av

<sup>35</sup> Vilka värdepapper som godtas som säkerhet regleras i Regelverket för RIX som fastställs av Riksbanken och vars senaste version trädde i kraft den 1 augusti 2005.

medarbetarna kan risken för interna bedrägerier och slarv minskas. Vissa operativa risker kan försäkras bort. Det är dock mycket svårt att kvantifiera vad denna typ av riskreducerande åtgärder kan betyda, och ett visst mått av operativ risk kommer alltid att finnas kvar.

Hur stora operativa risker en organisation har beror i stor utsträckning på vilken verksamhet den bedriver. Exempel på det är att ett företag som bedriver en verksamhet som kan vara farlig för andra kan löpa en betydande risk att bli skadeståndsskyldig eller att ett företag som hanterar stora penningflöden riskerar att bli utsatt för förskingring, rån eller andra brottsliga försök att tillskansa sig företagets medel. Riksbanken har några verksamheter som medför risker av denna karaktär som är identifierbara. RIX-systemet innefattar hantering av stora penningflöden, liksom den finansiella handel som görs avseende valutareservförvaltningen, vilket medför utsatthet för eventuella oegentligheter begångna av personal som hanterar verksamheten. Hanteringen av kontanter medför risk för rån. RIX-systemet är centralt för hela betalningssystemets funktionalitet och sårbarheten för operativa störningar av teknisk karaktär är därför stor. Därmed är också kraven på driftsäkerhet också mycket höga. Problem av operativ karaktär i RIX-systemet utgör inte i första hand en risk för finansiella förluster, men det kan inte uteslutas att Riksbanken skulle kunna drabbas av betydande skadeståndskrav om brister i RIX-systemet ledde till att deltagare eller deltagares kunder drabbades av stora förluster.

Det går inte att på ett meningsfullt sätt kvantifiera risken mer specifikt för Riksbanken. Viss vägledning kan dock fås av hur regleringen av banksektorns operativa risker hanteras. Riksbankens verksamhet är i och för sig avsevärt annorlunda än en banks, men en viss indikativ storleksangivelse på risken kan detta ändå ge. Enligt de nya kapitaltäckningsregler som globalt trätt i kraft 2007 ska banker hålla kapital för operativa risker. Den enklaste metoden för att beräkna detta kapitalkrav anger att en bank ska hålla ett kapital för operativa risker som motsvarar 15 procent av omsättningen (för en bank är detta rörelseintäkterna, dvs. nettointäkter efter avdrag för ränte- och provisionskostnader men före personalkostnader, IT-kostnader, kreditförluster m.m.). Riksbanken har haft högst varierande intäkter, beroende på hur svenska kronan förändrats. Mer normala intäktsnivåer, mätt på liknande sätt som för bankerna, kan för de senaste åren sägas ligga omkring 5 – 10 miljarder kr. 15 procent av detta skulle således ge ett kapitalkrav på i storleksordningen 1 miljard kr. Det rör sig om små belopp, sett i relation till balansräkningens storlek.

#### 4.4.3. Övriga finansiella risker i tillgångsförvaltningen

**Utredningens bedömning:** De finansiella riskerna avseende guldreserven minskar över tiden, men beräknas initialt medföra ett kapitalbehov om 8 miljarder kr. Övriga risker är begränsade.

I avsnitt 4.2 diskuterades den valutarisk som följer av att Riksbanken håller en valutareserv och kan förväntas göra interventioner på valutamarknaden under vissa förutsättningar. Utredningen gjorde bedömningen att den valutarisk som denna

verksamhet ger upphov till bör neutraliseras. Det konstaterades dock att vissa risker inte kan neutraliseras fullt ut, dessa diskuteras i det följande. Vidare finns andra finansiella risker i tillgångsförvaltningen, i dagsläget främst ränterisk, som ”drunknar” i valutarisken beroende på att denna är mycket större. De finns likväl där, och om valutarisken neutraliseras kommer de att framstå tydligare. Med en neutraliserad valutarisk kommer den övriga tillgångsförvaltningen att behöva inriktas på ett annat sätt. Det är inte meningsfullt att diskutera denna utifrån hur ränterisken ser ut i dagsläget. Vilken inriktning och vilket risktagande som tillgångsförvaltningen bör ha med utredningens syn på valutareserven diskuteras kapitel 8.

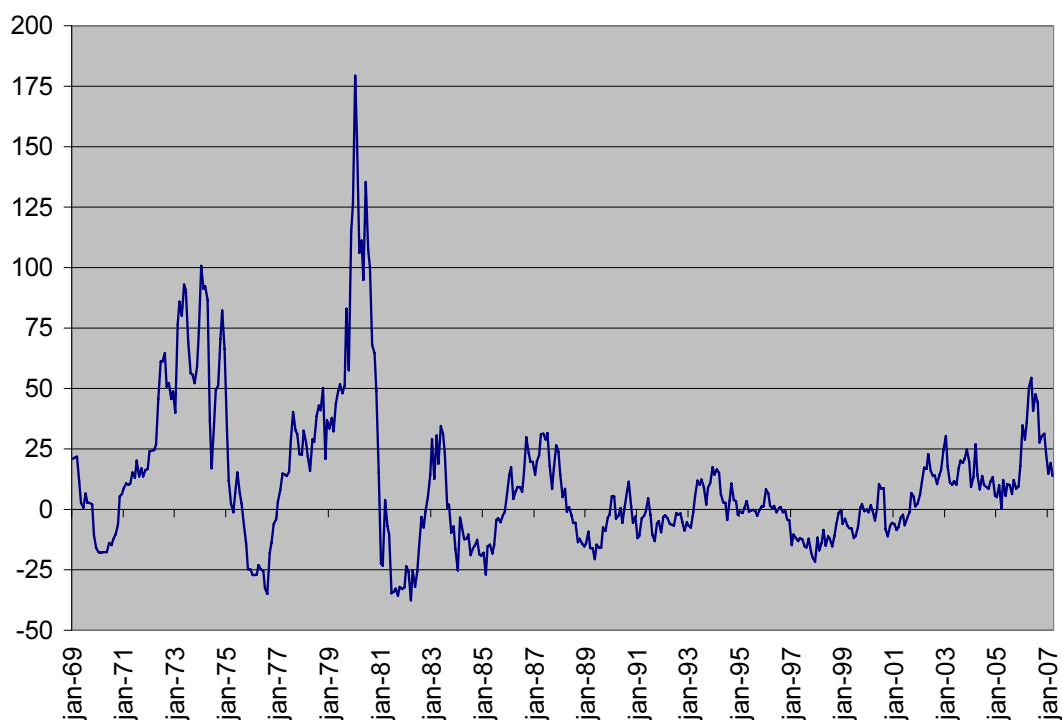
Riksbankens guldreserv uppgår till ett värde av drygt 20 miljarder kr. Den är till viss del en kvarleva från gamla tider, men kan även ses som en yttersta säkerhet om andra tillgångar inte accepteras. Riksbanken anser för närvarande att gulddinnehavet är för stort.<sup>36</sup> Hanteringen av guld sker emellertid inte på samma sätt som de utländska valutatillgångarna. På grund av att centralbanker håller en betydande del av världens guld tillgångar får centralbankers handel på guldmarknaden potentiellt mycket stor betydelse för prisbildningen. Om det finns ett mer generellt intresse från centralbanker att sälja guld, vilket det funnits på senare år, finns det en risk att priset skulle rasa på ett sätt som vore olämpligt för centralbankerna själva. Ett flertal av världens större centralbanker har därför kommit överens om hur handeln med guld ska bedrivas, med avseende på i vilken takt som guld får försäljas. Denna överenskommelse har hittills löpt på fem år i taget. I överenskommelsen ingår också att handel inte får ske på derivatmarknader på ett sätt som kringgår de överenskomna värdena på guldtransaktionerna. Därmed finns varken en möjlighet att neutralisera värdet av guldreserven på derivatmarknader eller att minska positionen i guld i en takt som Riksbanken själv väljer. Guldpositionen måste därför även fortsättningsvis ses som öppen.

Riksbankens beräknar ett VaR-mått på 99 procents konfidensnivå för guldreserven. Kapitalbehovet för förlustrisken enligt detta mått uppgår till 12,5 miljarder kr. Detta måste ses som en osedvanligt stor prisrisk, eftersom den motsvarar ett fall i priset på guld på motsvarande nästan 60 procent. Volatiliteten i guldpriset har varit hög senaste året och då denna volatilitet i stor utsträckning driver VaR-måttet finns det anledning att se på prisutvecklingen under lite längre tid. Den årliga förändringstakten har i ett lite längre perspektiv i och för sig också varierat mycket (se figur 10). Men om man stället för VaR måttet skulle se på den största årliga prisförändringen under den 40 års period som här redovisas så uppgår den till ungefär 35 procent.

---

<sup>36</sup> Enligt årsredovisningen 2006.

**Figur 10.** *Guldprisets utveckling uttryckt som årlig förändring*



Vid ett prisfall på 35 procent skulle förlusten uppgå till ungefär 8 miljarder kr. Utredningen menar att detta är en rimligare förlustrisk att beakta. En betydande reserv i form av guldpriseffekter bokförda på värderegleringskontot har byggts upp i Riksbanken. Denna reserv uppgick 2006 till drygt 7 miljarder kr, vilket har betydelse för hanteringen av guldpriserisken (se vidare diskussionen i kapitel 6). Guldpriserisken måste likväl ses som en betydande risk som inte kan säkras bort.

Samtidigt minskar problemet över tiden, genom att Riksbanken säljer ut guld i den takt som är tillåtet enligt de internationella avtal Riksbanken tecknat. Nuvarande avtal löper på några år till, men det kan bedömas som troligt att det även därefter tecknas nya avtal. Vid slutet av 2006 innehade Riksbanken ungefär 160 ton guld. Det nuvarande avtalet tillåter försäljning av mellan 10 och 15 ton per år (olika för olika år). Om utförsäljningen skulle fortsätta i 15 år till och Riksbanken skulle utnyttja möjligheten att sälja i den tillåtna takten skulle guldreserven vara såld. Enligt utredningens bedömning är det svårt att se värdet av att hålla guld i Riksbanken och en fortsatt utförsäljning förefaller därför trolig. Därmed skulle också kapitalbehovet minska över tiden.

Ett annat åtagande som Riksbanken inte själv kan bestämma över är åtagandet gentemot IMF. Det består av tre huvudsakliga delar. För det första har Riksbanken finansierat IMF genom att tilldelas de av IMF utgivna tillgångarna SDR, special drawing rights. SDR blir som en valuta som kan användas av IMF för att själva ge finansiering. Riksbankens SDR tillgångar uppgick 2006 till 2,6 miljarder kr. Ett belopp motsvarande de SDR som ursprungligen tilldelats av IMF redovisas som skuld; 2,5 miljarder kr i årsredovisningen 2006. Tillgångsposten och skuldposten tar inte ut varandra fullständigt (se tabell 4), men de varierar inte i sådan omfattning att

det finns anledning att se det som en förlustrisk som medför ett specifikt kapitalbehov.

För det andra har Riksbanken ett insatskapital som betalats in i IMF, den så kallade kvoten. Denna fordran nettoredovisas på så sätt att det finns ett totalt insatskapital som 2006 uppgick till ett värde av 24,7 miljarder kr, mot vilket avräknas IMF:s konto för svenska kronor, som vid samma tidpunkt hade en ställning på minus 22,6 miljarder kr. Nettofordran blev således för denna post 2,1 miljarder kr.

Hur stor denna post är netto styrs framför allt av IMF:s aktiviteter som kreditgivare. När IMF lånar ut pengar tas medel från IMF:s konto i svenska kronor. Eftersom utbetalningen till IMF sker i utländsk valuta, minskar Riksbankens valutatillgångar med motsvarande belopp. I Riksbankens balansräkning ökar således posten Reservposition i IMF samtidigt som valutatillgångarna minskar i motsvarande mån. Några effekter på resultaträkningen eller det egna kapitalet uppstår således inte.

När IMF har anledning att låna ut pengar i större omfattning ökar således posten Reservposition i IMF. Detta sker framför allt när IMF agerar i samband med en större kris i något land, till exempel Rysslandskrisen. Riksbanken har en potentiell exponering här på hela beloppet om 24,7 miljarder kr. IMF har inte för avsikt att utnyttja hela detta belopp, utan har som riktvärde att mer än 25 procent av det inte bör utnyttjas.

Precis som andra valutatillgångar finns det en valutarisk i denna position. Denna bör, precis som andra valutatillgångar enligt diskussionen i avsnitt 4.2, kunna neutraliseras, via derivat eller direktupplåning i motsvarande valuta.

Det finns även en kreditrisk i denna position, genom att IMF lånar ut till länder med finansiella problem. Hittills har emellertid inte IMF uppburit förluster av sådan omfattning att det drabbat medlemsländerna finansiellt. Det torde bero på dels att risken vid utlåning till stater, även när de har finansiella problem, är små, dels att IMF har möjligheter att bära vissa förluster i sin egen balansräkning. Eftersom stater inte kan försättas i konkurs bör slutgiltiga förluster uppstå i första hand om skuldavskrivning medges, vilket normalt sker efter förhandling mellan långivare och låntagare. Kreditrisken bör därför ses som begränsad.

Dessa två typer av fordringar på IMF har således en sammanlagd nettoposition på 2,2 miljarder kr (2,4 om Övrigtposten läggs till). Denna post är förvisso liten, men den kan variera en del, dels med hänsyn till hur kronan varierar i förhållande till övriga valutor som ingår i SDR, dels med hänsyn till hur IMF disponerar sin verksamhet (se tabell 4).

**Tabell 4. Fordringar på och skulder till IMF i Riksbankens balansräkning 1999-2006**

	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
<b>Fordringar på IMF</b>								
SDR	2,6	1,4	1,4	1,4	1,6	2,1	2,0	2,7
Reservposition i IMF	2,1	4,1	8,6	10,6	12,5	10,9	8,4	10,1
Övrigt	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
<b>Skulder till IMF</b>								
Motpost till SDR	2,5	2,8	2,5	2,6	2,9	3,3	2,9	3,1
<b>Total nettofordran</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>7,7</b>	<b>9,6</b>	<b>11,5</b>	<b>10,0</b>	<b>7,7</b>	<b>9,9</b>

För det tredje har Riksbanken gentemot IMF åtagit sig att utöver den ovan nämnda direkta finansieringen av IMF, delfinansiera finansiellt stöd som IMF kan tänkas ge under specifika omständigheter, till exempel en finansiell kris. Detta åtagande kan medföra att Riksbanken i en viss situation kan behöva låna ut maximalt ungefär 13 miljarder kr.<sup>37</sup> I dagsläget är inga lån givna, däremot har specifika kreditlöften av mindre omfattning lämnats.

Valuta- respektive kreditrisken i dessa lån, när de väl lämnas, bör ses på samma sätt som vad gäller Reservpositionen i IMF. Valutarisken bör kunna hedgas och kreditrisken bör vara begränsad av de skäl som anförts ovan.

Sammanfattningsvis gör utredningen bedömningen att exponeringen mot IMF inte är så stor idag, att den inte bör kunna bli så stor med de begränsningar för åtagandet som finns samt att förlustrisken bör ses som begränsad. Därför behöver inte ett kapitalbehov specifikt identifieras utan eventuella förluster bör kunna rymmas inom det kapital för övriga risker som utredningen identifierat.

#### 4.4.4. Sammanfattning av de övriga riskerna

**Utredningens bedömning:** Ett kapital om maximalt 5 miljarder kr bör täcka Riksbankens övriga risker.

Utredningen har identifierat övriga risker i form av guldprisrisk, operativa risker samt vissa kreditrisker med anledning av Riksbankens åtaganden i förhållande till IMF. Guldprisrisken har uppskattats till att generera 1 miljard kr i kapitalbehov, när hänsyn tagits till att värderingskonton bär förluster av viss omfattning. De operativa riskerna bör inte uppgå till ett större belopp än 1 miljard kr. Riskerna i förhållande till IMF har inte beloppsbestämts men bör ses som begränsade. Utredningen gör bedömningen att ett totalt kapitalbehov om 5 miljarder kr väl täcker dessa övriga risker.

<sup>37</sup> Dessa utfästelser har skett inom ramen för speciella program kallade General Arrangement to Borrow (GAB) och New Arrangement to Borrow (NAB).

## 5. Kapitalstruktur i andra centralbanker

I detta kapitel finns en kort sammanställning av resultatet från utredningens internationella jämförelse. Uppgifterna baseras på en enkät som skickades ut och besvarades under sommaren 2006 samt på uppgifter från centralbankernas årsredovisningar. Sammanställningen omfattar centralbankerna i följande länder: Danmark, Finland, Norge, Nederländerna, Storbritannien, Tyskland, Kanada och Nya Zeeland. Som jämförelse redovisas också samma information för Riksbanken.

Syftet med jämförelsen är att visa att det finns likheter och skillnader mellan den svenska Riksbanken och dess utländska motsvarigheter. Framför allt visar jämförelsen att det sätt som Riksbankens kapitalstruktur utformats på inte är det enda möjliga alternativet, utan att det i vissa avseenden finns helt andra sätt att organisera och finansiera en centralbanks verksamhet på, och att detta påverkar utformningen av balansräkningen.

### 5.1. Centralbankers huvuduppgifter

**Utredningens iakttagelser:** Vad gäller de huvudsakliga beståndsdelarna i Riksbankens balansräkning är det inte självklart att dessa i andra länder ligger i centralbankens balansräkning. I Storbritannien finns en egen balansräkning för utelöpande sedlar och mynt och i Kanada utgör inte valutareserven en del av centralbankens balansräkning. Det är således fullt möjligt att tänka sig att såväl valutareserv som sedelmängd inte ingår i centralbankens balansräkning.

I stort är centralbankernas huvuduppgifter mycket lika. De går i grunden ut på tre uppgifter:

- Upprätthålla ett fast penningvärde
- Främja finansiell stabilitet
- Ge ut sedlar, och ibland mynt<sup>38</sup>

I uppgiften att upprätthålla ett fast penningvärde inkluderas för samtliga centralbanker att fastställa reporäntan (eller motsvarande) för att hålla inflationen på en låg nivå. De allra flesta centralbanker har också i uppgift att hålla en valutareserv för att kunna genomföra valutainterventioner. Undantagen härifrån är centralbankerna i Storbritannien och Kanada, där valutareserven är skild från centralbanken. Även dessa centralbanker medverkar dock i högsta grad i förvaltningen och styrningen av valutareserverna.

---

<sup>38</sup> I många länder ansvarar centralbanken inte för utgivning av mynt, utan den uppgiften vilar på ett separat myntverk. Så var fallet även i Sverige fram till 1986. Detta går tillbaka på en tradition som gav kungen (regeringen) rätt att ge ut mynt.

I uppgiften att främja finansiell stabilitet kan för samtliga banker uppgiften att kunna ge nödkrediter sägas ingå, även om det varierar hur tydligt denna uppgift formuleras av centralbanken.

Samtliga centralbanker har också uppgiften att ge ut lagliga betalningsmedel, alltså sedlar. Här har centralbanken i Storbritannien en särskild konstruktion som innebär att sedelmängden, samt de tillgångar som detta kapital har investerats i, redovisas separat.<sup>39</sup>

Vissa centralbanker har också utöver dessa huvuduppgifter särskilda uppgifter i form av att administrera statsskulden eller statens fonder. Det gäller bland annat centralbankerna i Danmark och Norge.

## **5.2. Centralbankers balansräkning**

Nedan redovisas, i tabellform för att förenkla jämförelser, de viktigaste posterna på centralbankernas balansräkningar.

---

<sup>39</sup> Kravet på att sedelmängden ska redovisas separat härrör från lagstiftning från 1844. Det rör sig om separata balansräkningar, där skillnaden framför allt består av att vinsten från sedelutgivningen direkt tillfaller staten.



**Tabell 4. Sammanställning av några poster i centralbankernas balansräkningar vid utgången av 2005.**

	Balans- omslutning i mdr kr	Andel tillgångar i utländsk valuta och guld	Andel sedelmängd	Eget kapital i % av balans- omslutning	Eget kapital i mdr svenska kronor
<b>Sverige</b> (31/12 05)	209	94 %	53 %	39 %	81
<b>Norge</b> (30/06 06)	390 (exkl. oljefonden)	90 %	27 %	20 %	78
<b>Danmark</b> (31/12 05)	490	54 %	14 %	13 %	64
<b>Finland</b> (31/12 05)	175	50 %	49 %	28 %	49
<b>Neder- länderna</b> (31/12 05)	580	30 %	46 %	23 %	133
<b>Tyskland</b> (31/12 05)	3000	25 %	45 %	16 %	480
<b>Storbrit- annien*</b> (28/2 06)	340	20 %**	n/a	7 %	24
<b>Kanada</b> (31/12 04)	310	1 %**	95 %	0,06%	0,2
<b>Nya Zeeland</b> (30/06 05)	60	60 %	25 %	12 %	7

\*Siffrorna som redovisas rör ”bankverksamheten”. Den separata balansräkning där utgivningen av sedlar och mynt finns redovisas ej här.

\*\* Den officiella valutareserven återfinns ej på centralbankens balansräkning och redovisas därför inte här.

I eget kapital inräknas följande poster:

Sverige: Eget kapital, värderegleringskonto, avsättningar (exempelvis pensionskulder). Skillnader mot belopp som redovisas på annat ställe i utredningen beror dels på att det är 2005 som avses, dels att en vidare definition av det egna kapitalet här används.

Norge: Eget kapital (inkluderar värderegleringskonto, s.k. kursreguleringsfond). Det egna kapitalet understiger för tillfället det lagstadgade målet.

Danmark: Eget kapital (inkluderar värderegleringsfond och s.k. säkringsfond)

Finland: Eget kapital, värderegleringskonto, avsättningar

Nederländerna: Eget kapital, värderegleringskonto, avsättningar

Tyskland: Eget kapital, värderegleringskonto, avsättningar

Storbritannien: Eget kapital

Kanada: Eget kapital

Nya Zeeland: Eget kapital

### 5.3. Centralbankernas eget kapital

**Utredningens iakttagelse:** Storleken på det egna kapitalet som andel av balansomslutningen skiljer sig väsentligen åt mellan centralbankerna. Riksbanken har hög andel (39%) medan andra mycket låg (Kanada 0,06%). Dessa centralbanker har en viss annan inriktning men de förefaller också ha en annan syn på behovet av eget kapital.

Centralbankerna, Kanada undantaget, tillämpar marknadsvärdering av tillgångar och skulder. Euroländerna och Riksbanken följer eurosystemets redovisningsregler som anger att orealiserade vinster inte resultatavräknas utan förs direkt till ett värderingskonto – alltså räknas de inte heller in i den utdelningsbara vinsten. Orealiserade förluster förs till resultaträkningen om de överstiger de tidigare omvärderingsvinster som bokförts på det motsvarande värderingskontot.

**Riksbanken** har en balansomslutning på 201 miljarder svenska kronor. Det egna kapitalet motsvarar 39 % av balansomslutningen.

**Norges Bank** har en balansomslutning på motsvarande 390 miljarder svenska kronor, oljefonden ej inräknad. Det egna kapitalet motsvarar 20 % av balansomslutningen. Det är uppdelat på kursreguleringsfond, ungefär detsamma som ett värderingskonto, och en överföringsfond. I dagsläget finns inget kapital i överföringsfonden eftersom kursreguleringsfonden understiger den målsatta nivån.

**Danmarks Nationalbank** har en balansomslutning på motsvarande ca 490 miljarder svenska kronor. Det egna kapitalet motsvarar ca 13 % av balansomslutningen. Utav dessa 13 % finns drygt 12 % i en s.k. säkringsfond, vilket kan jämföras med avsättningar.

**Finlands Bank** har en balansomslutning på motsvarande 175 miljarder svenska kronor. Det egna kapitalet motsvarar 8 % av denna. Dessutom finns avsättningar motsvarande drygt 14 % och värderingskonton motsvarande knappt 5 %. Det egna kapitalet i den vidare mening som diskuteras här motsvarar därmed 28 % av balansomslutningen.

**De Nederländische Bank** har en balansomslutning på motsvarande 580 miljarder svenska kronor. Det redovisade egna kapitalet, uppdelat på en grundfond och en reservfond, motsvarar drygt 9 % av balansomslutningen. Dessutom finns ett värderingskonto motsvarande drygt 14 %, samt avsättningar av försumbar storlek. Den totala kapitalbufferten motsvarar därmed 23 % av balansomslutningen.

**Deutsche Bundesbank** har en balansomslutning på motsvarande ca 3000 miljarder svenska kronor. Det redovisade egna kapitalet är uppdelat på en grundfond och en reservfond och det motsvarar 1,5 % av balansomslutningen. Dessutom finns ett värderingskonto motsvarande knappt 13 % och avsättningar motsvarande 1,5 %. Den totala kapitalbufferten motsvarar därmed 16 % av balansomslutningen.

**Bank of England** har en balansomslutning på motsvarande 340 miljarder svenska kronor för bankverksamheten, det vill säga undantaget utgivningsdelen som ansvarar för utgivningen av sedlar och mynt. Det egna kapitalet motsvarar 7 % av balansomslutningen, varav drygt 1,5 procentenheter återfinns i en reservfond.

**Bank of Canada** har en balansomslutning på motsvarande 310 miljarder svenska kronor. Det egna kapitalet motsvarar 0,06 % av balansomslutningen.

**Reserve Bank of New Zealand** har en balansomslutning på motsvarande 60 miljarder svenska kronor. Det egna kapitalet motsvarar 12 % av balansomslutningen.

#### **5.4. Reglering av centralbankernas eget kapital och vinstdisposition**

**Utredningens iakttagelse:** Det är ovanligt att centralbanker har en lagstadgad nivå på hur stort det egna kapitalet bör vara, utöver de grundfonder eller liknande som i sammanhanget utgör små värden. Detta gäller även inom euroområdet, vilket kan ses som förvånande med hänsyn till den kritik som riktats mot Sverige i konvergensrapporterna. Det framstår som att de extra utdelningarna 2001 och 2002 är det främsta skälet till kraven på Sverige, i och med att det då blev tydligt att det saknades lagreglering av hur Riksbankens vinstdelning skulle bestämmas. Det är inte så att andra länder har strikta lagkrav inom detta område.

För uppgifter om Sveriges riksbank, se kapitel 4.

**Norges Banks** eget kapital regleras av en så kallad ”kongelig resolusjon”. Det ska utgöras av en s.k. överföringsfond och en s.k. kursreguleringsfond. Kursreguleringsfonden ska enligt regleringen motsvara 5 % av bankens fordringar i norska värdepapper plus 40 % av bankens nettovalutareserv. Om kapitalet i fonden överstiger den föreskrivna storleken förs den överskjutande delen tillbaka till resultaträkningen. Eventuellt överskott från verksamheten förs till den s.k. överföringsfonden, om inte kursreguleringsfonden understiger den föreskrivna storleken för då förs överskottet dit. Det finns ingen gräns för hur litet det egna kapitalet får bli, och det är alltså inte reglerat vad som sker om det egna kapitalet skulle minska drastiskt. Skulle kursreguleringsfonden bli mindre än 25 % av bankens nettovalutareserv får kapital föras tillbaka från överföringsfonden till kursreguleringsfonden till dess att den föreskrivna storleken på fonden uppnåtts, men detta förutsätter naturligtvis att det finns kapital i överföringsfonden.

Varje år ska en tredjedel av överföringsfonden utbetalas till den norska staten. I dagsläget understiger fortfarande kursreguleringsfonden den föreskrivna storleken, varför inget kapital avsatts till överföringsfonden.

Att notera i övrigt är att Norges Bank låter valutakursförändringar slå igenom på resultatet, såväl realiserade som orealiserade. Storleken på kursreguleringsfonden bestämdes med utgångspunkt ifrån vad som var nödvändigt för att täcka flera påföljande års möjliga förluster, med en konfidensnivå på 95 %.

**Danmarks Nationalbanks** eget kapital regleras i lag endast på så sätt att vinsten ska delas ut till staten om den inte går till reservfonden eller säkringsfonden. Där stipuleras också att nettokapitalet ska uppgå till en viss storlek, men beloppen är inte längre aktuella då paragrafen skrevs 1936. Istället sker vinstutdelningen enligt följande principer. 30 % av vinsten förs till säkringsfonden och 70 % kan delas ut till staten. Detta har dock inte alltid följts. För år 2002 delades vinsten exempelvis 20/80.

**Finlands Banks** egna kapital är inte reglerat vad avser storleken. I lagen om Finlands bank står följande:

”Finlands Bank ska ha en grundfond och en reservfond. Reservfonden kan användas till att öka grundfonden eller till att (...) täcka förlust.” ”I bokslutet kan göras avsättningar, om detta är nödvändigt för att trygga realvärdet av bankens fonder eller för att utjämna sådana variationer i resultatet som orsakas av förändringar i valutakurserna eller marknadspriserna på värdepapper.”

Vinstdispositionen är reglerad i lag enligt följande:

”Av Finlands Banks vinst skall, efter fördelningen av de monetära inkomster som hänför sig till Europeiska centralbankssystemet har beaktats i bokslutet, hälften överföras till reservfonden. Återstoden av vinsten ska reserveras för statens behov. Bankfullmäktige kan besluta att vinsten ska användas på något annat sätt, om detta är motiverat med hänsyn till bankens ekonomiska ställning eller reservfondens storlek. Riksdagen beslutar om användningen av den del av vinsten som reserverats för statens behov.

Om bankens bokslut uppvisar förlust ska denna täckas med medel ur reservfonden. Till den del reservfonden inte räcker för ändamålet kan förlusten tills vidare lämnas utan täckning. De följande årens vinst ska i första hand användas till att täcka förluster som har lämnats utan täckning.”

I lagen föreskrivs också att den slutliga makten över vinstdispositionen ligger hos bankfullmäktige, som har rätt att avvika från huvudregeln.

Att notera i övrigt är att Finlands Bank genomför egna beräkningar av behovet av buffertkapital och har tagit fram ett PM (2001) som stöd för bankfullmäktiges beslut avseende vinstutdelningen, ett beslut som baseras på förslag från bankens styrelse. PM:an slår fast att Finlands bank behöver buffertkapital av tre skäl:

- täcka ränterisk och valutakursrisk i valutareserven
- täcka eventuella kreditförluster i nödfinansiering till affärsbanker
- vara beredd att agera under Finlands ”Emergency Powers Act”

**De Nederländische Banks** egna kapital är ej lagreglerat. Vinstdispositionen är inte heller lagreglerad, men DNB har en överenskommelse med finansdepartementet om hur den ska ske. Överenskommelsen innebär att 95 % av vinsten, reducerad med realiserade vinster från försäljning av guld, utdelas till staten och de återstående 5 % förs till avsättningar. En förlust (exklusive realiserade vinster från försäljning av guld)

tas om hand på så sätt att den reducerar de sex påföljande årens vinster med lika andel.

Att notera i övrigt är att då DNB gjorde överenskommelsen om vinstdelningen med finansdepartementet genomfördes en statistisk simulering med 1000 slumpvisa scenarios med utgångspunkten att DNB:s finansiella oberoende inte får hotas.

**Bundesbanks** eget kapital består av grundfond och reservfond, avsättningar och värderegleringar. Det står ingenting i lagen om storleken på bankens totala eget kapital.

Vinstdispositionen regleras däremot i lag. Där framgår att:

- 20 % av bankens vinst, men minst 250 miljoner euro, ska överföras till reservfonden till dess att den uppgår till 2,5 miljarder euro. Det som återstår av vinsten ska tillfalla staten.
- Banken har rätt att självständigt besluta om avsättningar (för förlustrisk beroende på valutakursförändringar).

Att notera i övrigt är att då bankens ledning årligen bestämmer storleken på avsättningarna tar de hänsyn till bl.a. VaR-beräkningar med olika konfidensintervall. Just nu så har avsättningarna bestämts till 7 % av anskaffningsvärdet av nettopositionen i utländsk valuta. Detta tillkommer alltså utöver det kapital som står på värderegleringskontot.

**Bank of Englands** hela vinst från utgivningsdelen utbetalas till staten, vilket också regleras i lag. Storleken på bankverksamhetens egna kapital är inte reglerad. Vinstdispositionen är lagreglerad i så måtto att det i lag stipuleras att 25 % vinsten från bankverksamheten ska utdelas till staten, om inte parterna kommer överens om en annan fördelning. Just nu är fördelningen 50 %.

**Bank of Canadas** eget kapital regleras i lag och har inte ändrats sedan 1955. Om banken skulle göra en förlust ska det egna kapitalet byggas upp igen genom att en del av resultatet avsätts till det egna kapitalet tills det har byggts upp till 30 miljoner kanadensiska dollar. Bankens vinst går oavkortat till den kanadensiska staten.

Att notera i övrigt är att bankens minimala kapitalbas bygger på att bankens nuvarande balansräkningsstruktur i stort sett garanterar vinst varje år. På skuldsidan finns så gott som enbart sedlar i omlopp – en icke räntebärande skuld. Tillgångssidan består till nära 100 % av innehav av kanadensiska statsobligationer – en riskfri men räntebärande tillgång.

**Reserve Bank of New Zealands** eget kapital är inte lagreglerat eller reglerat på annat sätt. I lagen står, något förenklat och förkortat, att regeringen har rätt att bestämma hur mycket av den s.k. notional surplus income som ska utbetalas till staten och hur mycket som ska gå tillbaka som reserver i balansräkningen. Notional surplus income definieras som årets realiserade intäkter minskat med ackumulerade orrealiserade förluster. Differensen mellan de verkliga och budgeterade rörelsekostnaderna adderas. (budgeten fastställs av regeringen för fem år i taget i ett s.k. funding agreement). Då storleken på utdelningen bestäms måste regeringen ta hänsyn till bankens

kapitalbehov, åsikten hos bankens Board of Directors, samt andra relevanta omständigheter.

## 6. Överväganden om alternativa kapitalstrukturer

### 6.1. *Kostnaden för att hålla kapital i Riksbanken*

**Utredningens bedömning:** Kostnaden för att hålla kapital i Riksbanken är så låg att det inte finns anledning att vara mycket restriktiv när det gäller att låta Riksbanken hålla kapital. Samtidigt bör inte Riksbanken ha mer kapital än vad som kan anses behövt för dess finansiella oberoende.

I diskussionen som utredningen fört så här långt finns ett underförstått antagande om att Riksbanken inte bör ha mer kapital än vad som är nödvändigt. I direktiven formuleras detta som ”att det inte finns skäl till att Riksbanken ska vara överkapitaliserad”. Utredningens diskussion om vilka risker som Riksbanken är utsatt för har visat att det är svårt att bestämma såväl sannolikheten för att riskerna ska materialiseras som hur stora förlusterna riskerar att bli. Det gör att det är svårt att fastställa ett exakt belopp för hur mycket kapital som behövs. Det finns då skäl att även beakta hur man kan se på kostnaden för att hålla kapital i Riksbanken. Utredningen behöver göra en avvägning mellan att å ena sidan uppnå en hög sannolikhet för att Riksbanken ska ha tillräckligt med kapital för att finansiera sina löpande kostnader i alla lägen och å andra sidan inte hålla kapital i Riksbanken som medför en onödig kostnad (eller risk) för staten.

Det kan diskuteras i vilken utsträckning kapital i Riksbanken medför en kostnad för staten. Ett sätt att se detta är att se till vad som skulle hända om en viss mängd kapital skulle inbetalas av Riksbanken till staten. Då skulle statsskulden kunna amorteras med motsvarande belopp, och statens räntekostnader skulle minska. Om Riksbanken kan förvalta sin tillgångsmassa med en avkastning som överstiger Riksgäldens räntekostnad för statsskulden, uppstår ingen direkt kostnad för att hålla kapital. En högre förväntad avkastning kan uppnås om ett visst risktagande accepteras, men då finns också risken att avkastningen blir lägre. Huruvida det är rimligt att Riksbanken tar en högre finansiell risk för att uppnå högre förväntad avkastning diskuteras i avsnitt 6.5. För att en relevant jämförelse kring vad kostnaden att hålla kapital skulle kunna vara, är det lämpligare att se till vad kostnaden skulle vara om Riksbanken tog motsvarande risk som Riksgälden tar i skuldförvaltningen, vilket är detsamma som att Riksbanken skulle hålla en tillgångsportfölj som var helt matchad mot statsskulden.

I detta fall utgörs kostnaden bara av de transaktionskostnader som finns för att hålla en portfölj av svenska statspapper, eller motsvarande räntepositioner. Det är inte meningsfullt att närmare kostnadsbestämma dessa transaktionskostnader, eftersom dessa dels är beroende av hur en matchning av Riksgäldens upplåningskostnader skulle gå till, exempelvis om det sker via värdepappershandel och vilken transaktionsintensitet som i så fall krävs, dels hur stora volymerna skulle vara, eftersom många kostnader är fasta och stordriftsfördelarna är stora. Det bör dock stå

klart att transaktionskostnaderna för en förvaltning av sådan karaktär är låga. För att ge en storleksindikation kan exemplifieras med att en portfölj på 50 miljarder kr med en transaktionskostnad på en räntepunkt skulle medföra en kostnad på 5 miljoner kr. Transaktionskostnaden kan mycket väl vara både högre och lägre men det rör sig inte om några i sammanhanget stora belopp.

En förutsättning för diskussionen hittills är att statsfinanserna är goda, så som de är i dagsläget. Dagens storlek på Riksbankens egna kapital uppgår till ungefär 5 procent av statsskulden. Även om det inte motsvarar en mer ansevärd del av upplåningen, så kan storleken på upplåningsbehovet påverka kostnaden för upplåningen. En sådan situation med pressade statsfinanser uppkom exempelvis i mitten av 1990-talet. I ett sådant läge skulle en mer betydande kostnad för staten uppstå för att hålla kapital i Riksbanken. Man kan således se det som att det finns en kostnad för att hålla kapital i Riksbanken i form av att låneutrymmet blir mer begränsat eller lånen dyrare i en situation av kraftigt ökande statlig upplåning. I dagsläget framstår en sådan situation som avlägsen, men den är ändå värd att beakta.

Utöver detta finns det nationella mål för statsbudgetens utgifter och den offentliga sektorns finansiella sparande samt krav avseende bl . a den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld som följer av konvergenskriterierna för deltagande i eurosamarbetet. Dessa medför i dagsläget inte några skäl för att minska upplåningen genom att minska Riksbankens egna kapital, men detta kan förändras i ett annat statsfinansiellt läge.

Ett annat sätt att se det är utifrån ett mer politiskt perspektiv. Staten väljer i de allra flesta fall inte att överlåta kapital till särskilda delar av staten om det inte finns särskilda skäl för det. Det skulle vara möjligt att finansiera många verksamheter genom att ge dem kapital att förvalta och låta dem leva på avkastningen. Men det normala fallet är att riksdagen fattar beslut om en årlig finansiering av verksamhet via anslag. Det gör att det finns en årlig möjlighet i beredningen av statsbudgeten att ompröva finansieringsbehovet och genom olika styrningsmekanismer tillse att statlig verksamhet styrs i enlighet med politiska målsättningar. De fall där staten avsätter medel för förvaltning utgör ofta verksamheter där det finns anledning att skapa en fondering i avvaktan på eventuella förluster eller kostnadsökningar. AP-fonderna utgör exempel på det. Ett annat exempel är Insättningsgarantinämndens fond för att betala ut medel från insättningsgarantin. Detta exempel har dock en koppling till att det tas in premier i förväg för att täcka specifika åtaganden, och det är dessa premier som hålls avskiljda från statskassan, för att tydliggöra att här finns ett latent åtagande. Det går inte riktigt att dra paralleller till Riksbankens löpande verksamhet.

Utredningens bedömning är att kostnaden för att hålla kapital i Riksbanken är så låg att det inte finns anledning att vara mycket restriktiv när det gäller att låta Riksbanken hålla kapital. Samtidigt finns det en kostnad, och kapital bör inte tillföras utöver vad som kan anses behövligt med avseende på det intjäningsbehov och den förmåga att hantera förluster inom rimliga sannolikhetsnivåer som Riksbanken är utsatt för.



## **6.2. Olika sätt att säkra Riksbankens finansiella oberoende**

Utredningen har nämnt att det finns olika sätt att hantera eventuella förluster för Riksbanken. Det ena är att ge banken ett kostnadsfritt kapital som är stor nog för att täcka förluster som riskerar att uppstå med rimlig sannolikhet. Det andra är att en rekapitaliseringsregel som medför att staten tillför kapital om förlusterna skulle bli alltför stora. Skillnaden mellan dessa två alternativ utvecklas i avsnitt 6.3. Det finns emellertid även andra sätt att hantera förluster. Dessa sätt består av varianter på att ansvaret för förlustriskerna lyfts bort från Riksbanken på ett sådant sätt att de ekonomiska förlusterna bärs direkt av statsbudgeten istället för Riksbanken. Förutsättningarna och rimligheten avseende sådana alternativ diskuteras i det följande för var och en av de väsentliga riskerna som diskuterats i kapitel 6.

### **6.2.1. Bör förluster från nödkreditgivning bäras av Riksbanken?**

**Utredningens bedömning:** Med nuvarande rollfördelning och praxis mellan staten och Riksbanken vid nödkredithantering är det lämpligt att Riksbanken tills vidare har en beredskap för att bära förluster och en kostnadsfri finansiering för att hantera detta.

I avsnitt 4.1 diskuterades Riksbankens roll att ge nödkrediter, hur stor sannolikheten är för förluster hänförliga till dessa samt hur stora förluster som riskerar att uppstå. Där konstaterades att sannolikheten för förluster är låg, framför allt beroende på att Riksbanken enbart får ge nödkrediter om problemen i en bank är att betrakta som likviditetsproblem, och att dessa inte är orsakade av att banken har brister i sin soliditet. Samtidigt medför den korta tidsram inom vilken beslut om nödkrediter sannolikt behöver fattas, samt de svårigheter som finns att bedöma en banks soliditetssituation, att det finns risk att nödkrediter lämnas till en bank som senare visar sig även ha soliditetsproblem.

Ett skäl till att Riksbanken inte borde bära dessa förluster är den rollfördelning som föreligger vid en kris i det finansiella systemet. Enligt denna ska Riksbanken stå för likviditetsstöd till solida banker, medan eventuellt finansiellt stöd till banker som har problem med sin soliditet ska gå över statsbudgeten, och följaktligen beslutas av riksdagen. Om en nödkredit som lämnats av Riksbanken visar sig vara given till en bank med soliditetsproblem, så betyder det att Riksbanken egentligen inte borde ha lämnat krediten, utan stödet borde ha lämnats över statsbudgeten (förutsatt att det behövdes för att skydda det finansiella systemets stabilitet). Följaktligen vore det inte orimligt att förluster som Riksbanken åsamkades i en sådan situation ersattes av staten.

Mot detta kan anföras att det dels framstår som olämpligt att Riksbanken inte bär de ekonomiska konsekvenserna av beslut som i någon mening kan ses som felaktigt och att staten ställs inför ett fullbordat faktum. Dels får Riksbanken sämre incitament att fatta beslut som reducerar kostnaden för staten. Det rör sig både om benägenheten att

fatta beslut om nödkrediter och i vilken utsträckning förlustrisken begränsas genom riskreducerande åtgärder om en nödkredit väl lämnas.

Vad gäller benägenheten att fatta positiva beslut om att ge nödkrediter anser utredningen i och för sig att det framstår som osannolikt att incitamentseffekterna skulle vara betydande. Det är tydligt att Riksbanken inte får lämna nödkrediter till banker med soliditetsproblem och det kommer att framstå tydligt i efterhand om så har skett. Riksbankens beslutsfattare kommer i ett sådant fall utsättas för tydlig kritik, och det framstår som osannolikt att frågan om vem som bär förlusterna annat än marginellt bör påverka dessa beslutsfattare i denna situation. Denna bedömning förstärks av att Riksbankens ledning inte har några privatekonomiska motiv att göra skillnad mellan bankens och statens pengar.

Förhållandet framstår som något annorlunda när det gäller riskreducerande åtgärder, vilket framför allt handlar om vilken typ av säkerheter som Riksbanken kräver för att lämna nödkrediter. Risken är stor att värdepapper som en bank kan lämna som säkerhet tämligen enkelt i en kris, inte finns i tillräcklig omfattning. Riksbanken kan behöva ta in säkerheter som är mer ovanliga, exempelvis låneportföljer. För att denna typ av säkerheter ska kunna tas in behövs en praktisk och legal beredskap, som måste upprättas på förhand för att den ska fungera. Det rör sig här om att Riksbanken ska förbereda sig på ett ingående sätt för en högst osannolik händelse, vilket inte nödvändigtvis är en självklar prioritering. Det framstår därför som mer sannolikt att vem som bär eventuella förluster kan påverka i vilken omfattning Riksbanken investerar i en sådan beredskap.

Möjligen kan även rollfördelningen mellan staten och Riksbanken, att staten står för eventuella stöd till banker med soliditetsproblem och Riksbanken för renodlat likviditetsstöd komma att tydliggöras framöver. Om det förslag till offentlig administration av banker i kris<sup>40</sup> införs, som lämnats av Banklagskommittén och som för närvarande bereds inom regeringskansliet, blir denna rollfördelning sannolikt än tydligare. Frågan om rollfördelning mellan staten och centralbanken är också en fråga som diskuteras i EU-sammanhang, i samband med ansvarsfördelningen mellan hemlands- och värdlandstillsyn av banksystemet.

Enligt utredningens bedömning finns det dock sammantaget inte skäl att i dagsläget förespråka en ordning där förluster från nödkrediter omedelbart tas av staten, utan det är lämpligare att Riksbanken bär dessa förluster och att de hanteras med en kapitalbuffert, som skyddar det finansiella oberoendet.

---

<sup>40</sup> Offentlig administration av banker i kris, SOU 2000:66.

## 6.2.2. Bör förluster till följd av valutainterventioner bäras av Riksbanken?

**Utredningens bedömning:** Eftersom det finns ett begränsat behov av en stor valutareserv och eftersom dess finansiella risker bör vara neutraliserade, finns det ingen anledning i dagsläget att föreslå ett förändrat ansvarstagande avseende förluster vid valutainterventioner. Riksbanken bör fortsatt svara för dessa.

Riksbanken har som diskuterats i kapitel 4 i första hand anledning att intervensera på valutamarknaden om det finns ett mål om fast växelkurs för valutapolitiken. Vid rörlig växelkurs är motiven för intervention begränsade och förlustrisken borde också vara begränsad om interventioner trots allt genomförs. Eftersom det är regeringen och inte Riksbanken som beslutar om växelkursregim, även om Riksbanken beslutar om fixkursen, skulle det finnas en viss logik i att förluster till följd av valutainterventioner, som i mer betydande omfattning riskerar uppstå vid ett försvar av en fast växelkurs, skulle bäras av staten.

Ett argument som stärker denna logik är att det i första hand är regeringen som kan skapa förutsättningar för en stabil fast växelkurs. Finanspolitiken är en av de viktigaste medlen för detta och denna ligger i riksdagens och regeringens händer. Riksbanken riskerar att tvingas försvara en fast växelkurs som den har begränsade möjligheter att skapa förutsättningar för, och bära förluster på grund av en misskött ekonomisk politik.

Det kan också konstateras att den internationella jämförelsen uppvisar två länder som faktiskt hanterar valutareserven på detta sätt – Kanada och Storbritannien. Där hålls valutareserven skild från respektive centralbank, och resultatet från den påverkar inte centralbankens balansräkning. Däremot deltar centralbankerna i förvaltningen av valutareserven. Samtidigt bör noteras att ett av kraven vid medlemskap i ECBS är att det är centralbanken i landets uppgift att hantera (hold and manage) medlemslandets officiella valutareserv.

Även om det enligt utredningens bedömning finns skäl att överväga att flytta bort valutareserven från Riksbankens balansräkning och i stället redovisa den på statens balansräkning, så är detta förknippat med såväl legala som administrativa problem. Samtidigt är det som framhålls i kapitel 4 diskutabelt om det verkligen behövs en valutareserv av betydande storlek för att kunna göra valutainterventioner. Det är vidare osannolikt att en fast växelkurs införs inom överskådlig tid. Då dessutom behovet av en kapitalbuffert för detta ändamål är relativt lågt, anser utredningen inte att det är motiverat att genomföra en sådan förändring.

### 6.2.3. Bör seignoraget tillfalla Riksbanken?

**Utredningens bedömning:** Sedelmängden ger en betydande intjäningsförmåga genom sin roll av kostnadsfritt kapital. Samtidigt är sedelmängden inte ett kapital som är helt likvärdigt annat kapital. Sedelmängden skulle därför kunna skiljas av från Riksbankens balansräkning, i syfte att staten direkt erhåller avkastningen från den, på liknande sätt som i Storbritannien. Ett annat sätt att åstadkomma ungefär samma sak är att betrakta sedelmängden som lånekapital, för vilket Riksbanken betalar ränta till staten. Utredningen tar inte ställning för om seignoraget ska tillfalla Riksbanken eller staten, utan lämnar två alternativa förslag som hanterar denna fråga på olika sätt.

Som diskuteras i kapitel 4 finns det skäl att beakta att det finns en risk för att sedelmängden i framtiden minskar i storlek och att detta begränsar volymen på de tillgångar som skapar Riksbankens intjäning. Denna risk är dock begränsad, dels genom att det finns en betydande marginal mellan sedelmängdens storlek och det behov som Riksbanken har för att långsiktigt kunna täcka sina driftskostnader, dels genom att en eventuell minskning av sedelmängden enligt diskussionen i kapitel 4 torde ske relativt långsamt. Det borde därför i de allra flesta fall finnas tid för riksdagen att anpassa sig till en sådan urholkad intjäningsförmåga.

Ett alternativ till att låta sedelmängden ingå i Riksbankens balansräkning såsom idag, vore att avskilja posten sedlar och mynt, och betrakta denna som statens. En fördel med detta skulle vara att det blir tydligare för staten vilken avkastning som sedelmängden verkligen ger. Det är också svårt att redan idag pedagogiskt förklara att sedelmängden kan anses likvärdig med eget kapital medan den samtidigt redovisas på samma sätt som en skuld i balansräkningen. Möjligen skulle också en större risk kunna tas i tillgångsförvaltningen, och därmed en högre förväntad avkastning uppnås, än vad som kan vara lämpligt i Riksbanken. Ett av länderna i jämförelsen, Storbritannien, har en sedelmängd som är avskild från centralbanken, vilket visar på att det är fullt möjligt att göra på det sättet. Där har centralbanken två balansräkningar, en för sedelmängden och en för den så kallade bankverksamheten.

Nackdelen med ett avskiljande är att det kostnadsfria kapital som faktiskt finns idag i form av sedelmängden inte utnyttjas för att säkerställa en långsiktig täckning av driftskostnaderna för Riksbanken. Det behövs därmed annat kostnadsfritt kapital för att skapa den långsiktiga intjäningen, vilket gör att Riksbanken får ett större behov av eget kapital än vad som annars skulle vara fallet. Denna lösning ger också en del praktiska konsekvenser, framför allt genom att det finns ett samband mellan sedelmängdens storlek och bankernas konton i Riksbanken. Bankerna lämnar och tar ut sedlar och mynt från Riksbanken kontinuerligt, och dessa transaktioner bokförs på bankernas konton. En annan konsekvens är att den totala kapitalbindningen blir större i Riksbanken.

Ett närliggande alternativ vore att betrakta sedelmängden som främmande kapital. Med synsättet att sedelmängden är ett främmande kapital, tillskjutet av staten, bör Riksbanken betala ränta till staten för denna form av finansiering. Därmed får man en motsvarande ekonomisk effekt som en avskiljning av balansräkningen skulle innebära. Sedelmängden framstår ju också som en skuldpost i dagens balansräkning.

Utredningen har vägt alternativen mot varandra, och finner att det finns för- och nackdelar med att låta sedelmängden tillhöra Riksbanken, med rätten till seignoraget. Utredningen tar därför inte ställning till denna fråga, utan framför dels ett förslag där sedelmängden kvarstår på Riksbankens balansräkning på samma sätt som idag, dels ett förslag där seignoraget tillförs staten genom att Riksbanken betalar ränta till staten för denna form av upplåning. Detta utvecklas i det ena av utredningens två alternativa förslag, se vidare avsnitt 7.

#### 6.2.4. Ska Riksbanken bära övriga risker?

**Utredningens bedömning:** Övriga risker är av begränsad omfattning och det saknas därför skäl att överväga en överföring av ansvaret för eventuella förluster från Riksbanken.

De operativa riskerna är på grund av sin karaktär svåra att föra bort från Riksbanken, eftersom de i stor utsträckning inte kan specificeras. Några av dem kan vara försäkringsbara, men de har knappast sådan omfattning att detta är värt att beakta i sammanhanget.

Vad gäller guldreserven är det svårt att se behovet av denna, men som diskuterats i kapitel 4 kan den inte säljas med omedelbar verkan. Om den säljs ut i enlighet med de internationella avtal som finns, kommer den att minska i storlek och risken bli allt mindre. Med hänsyn till att den medför en betydande finansiell risk skulle man kunna överväga att lyfta bort den från Riksbankens balansräkning. Utredningen väljer dock att inte föreslå detta, då det inte har större betydelse för utredningens slutsatser i övrigt. Dessutom förutsätter guldet en speciell hantering, som Riksbanken har kompetens för och erfarenhet av, och guldutförsäljningen hanteras i diskussioner och överenskommelser mellan centralbanker, till vilka andra organisationer inte nödvändigtvis ges tillgång.

Vad gäller IMF-åtagandena, är dessa en följd av Sveriges val att delta i det internationella sammanhang som IMF utgör. Detta är snarare ett politiskt åtagande än ett finansiellt, även om det får finansiella konsekvenser. Det har förekommit en diskussion mellan regeringen och Riksbanken om hur det svenska deltagandet i IMF ska hanteras och styras. Utredningen ser inte skäl att fördjupa sig i denna fråga, eftersom de risker som tas i och med dessa åtaganden är förhållandevis begränsade. Det finns inte från utredningens perspektiv skäl att lägga något förslag om förändringar vare sig när det gäller ansvaret eller fördelningen av de finansiella konsekvenserna avseende IMF-åtagandena.

### 6.3. *Hantering av förluster - rekaptaliseringsregel eller kapital*

**Utredningens bedömning:** I stället för att Riksbanken har ett kapital som kan täcka även osannolika förluster, skulle staten kunna åta sig att återställa kapitalet till en viss nivå om denna situation skulle inträffa. En lagstadgad rekaptaliseringsregel är emellertid onödig då kostnaden för att hålla kapital i Riksbanken är låg och en sådan regel kan leda till problem av principiell natur.

Det finns olika sätt att hantera förluster för en organisation. Det alternativ som legat först till hands för utredningen är att Riksbanken på samma sätt som hittills ska ha tillräckligt kostnadsfritt kapital för att bära sina förluster. Ett alternativ är att det formuleras ett åtagande för staten att återställa kapitalet till en viss nivå, om Riksbanken drabbas av förluster. Då behöver inte Riksbanken ha kapital i samma omfattning som annars skulle behövas. Om större förluster skulle drabba Riksbanken skjuter staten till kapital så att Riksbanken fortsätter att ha tillräckligt med kapital för finansieringen av driftkostnaderna. Fördelen blir en effektivare kapitalanvändning. Samtidigt är kostnaderna för att hålla kapital i Riksbanken låga enligt diskussionen i avsnitt 6.1.

Utöver en effektiv kapitalanvändning inom staten finns en annan betydande fördel med en rekaptaliseringsregel. Som utredningens diskussion hittills visat är det svårt att med någon större precision göra en bedömning av hur stora förluster Riksbanken riskerar att drabbas av. Därmed är det också svårt att göra en bedömning av hur stort kapitalbehovet för Riksbanken är. En rekaptaliseringsregel medför att staten återställer kapitalet i Riksbanken, oavsett hur stor en förlust är och oavsett dess orsak. Det behöver därför inte göras en bedömning av hur stora förlusterna riskerar att bli, och därmed minskar också konsekvenserna av att Riksbanken skulle göra väsentligt större förluster än vad som beaktats vid bestämmandet av en eventuell kapitalbuffert. En följd av detta är också att en rekaptaliseringsregel ger bättre förutsättningar för att reglerna om Riksbankens kapitalisering blir långsiktigt hållbara. Om sårbarheten skulle öka över tiden för Riksbanken, till exempel på grund av att fast växelkurs infördes eller att sedelmängden minskade i storlek, så skulle en rekaptaliseringsregel inte behöva ändras på samma sätt som en fast bestämd kapitalbuffert riskerar att behöva göras.

Det finns också principiella nackdelar med en rekaptaliseringsregel. En är att en rekaptaliseringsregel skulle binda framtida riksdagar att tillskjuta medel. Det skulle kunna ses som stridande mot principen att riksdagen bestämmer över statens utgifter, vilka normalt slås fast inom ramen för den årliga statsbudgeten. Samtidigt är det inte främmande att staten är finansiellt bunden av åtaganden. Ett exempel är skadeståndsanspråk, som staten kan vara bunden av på grund av lag.

Ett sätt att minska de formella och principiella problemen med en rekaptaliseringsregel, är att göra den mjukare. Den skulle kunna formuleras som att Riksbanken har att framställa om ett kapitaltillskott hos riksdagen.

Såvitt utredningen har kunnat finnas saknas det exempel på centralbanker som åtnjuter ovillkorliga utfästelser från sina parlament om framtida rekapitalisering.

Sammanfattningsvis anser utredningen att en rekapitaliseringsregel har tilltalande egenskaper, men att tre förhållanden ändå verkar avgörande för att inte föreslå en sådan regel. Det första är att förlustrisken för Riksbanken inte bedöms vara av sådan storlek att det finns ett mycket stort kapitalbehov för täckning av förluster. Det andra är att kostnaden för staten att hålla kapital i Riksbanken inte är så stor. Det tredje är de principiella problemen som den kan skapa.

#### **6.4. Hur bör Riksbankens tillgångar investeras?**

**Utredningens bedömning:** Med en neutraliserad valutareserv får Riksbanken andra tillgångar att förvalta än dagens tillgångar i utländsk valuta. Dessa tillgångar bör förvaltas på ett sådant sätt att den finansiella risken är så låg att kostnadsfritt kapital inte specifikt behöver tilldelas för risktagande i tillgångsförvaltningen. Ett visst risktagande skulle sannolikt leda till en bättre avkastning till gagn för staten och i förlängningen skattebetalarna. Med Riksbankens behov av att även i de mest osannolika situationer kunna klara sina åtaganden med det kapital man har, bör Riksbankens tillgångar placeras med betydande hänsyn till vilka risker de medför. Utifrån målet att säkerställa Riksbankens finansiella oberoende, som är utredningens uppdrag, finns inte heller ett behov att uppnå en högre avkastning i tillgångsförvaltningen, om det sker till priset av en ökad risk.

Utredningen anser att Riksbankens valutarisk ska neutraliseras. Även om utredningen inte tar ställning till hur neutraliseringen ska ske (se vidare kapitel 8 för en diskussion avseende detta) så medför det ett utrymme för andra placeringar än de nuvarande. Därmed uppstår frågan om hur tillgångarna bör placeras.

För tillgångsförvaltare är det generellt vedertaget att utgå från vilka åtaganden förvaltaren har, och försöka anpassa tillgångsportföljen så att avkastningen blir så god som möjligt, givet de åtaganden och de riskpreferenser som förvaltaren har. Detta brukar uttryckas som "Asset Liability Management" (ALM). Utredningen har inte genomfört någon utvecklad ALM-analys, som skulle ha kunnat ange en mer specifik inriktning på Riksbankens tillgångsförvaltning. Ett skäl till det är att utredningen inte har sett det som sitt uppdrag att i detalj styra inriktningen på tillgångsförvaltningen. Detta bör ses som ett uppdrag för Riksbanken själv och det vore knappast rimligt att det skulle detaljstyras av lagstiftaren.

Viss ledning när det gäller synen på risk kan dock behöva ges, framför allt i den utsträckning det har betydelse för storleken på det kostnadsfria kapital som Riksbanken anses behöva. Det följande avsnittet ska ses som en övergripande diskussion kring dessa frågor, som kan utgöra en utgångspunkt för den principiella inriktningen på Riksbankens tillgångsförvaltning. Det återstår dock ett betydande utredningsarbete från Riksbankens sida innan en mer detaljerad inriktning på tillgångsförvaltningen kan läggas fast.

Om man med ett ALM-tänkande enbart beaktade Riksbankens åtagande att finansiera löpande driftskostnader skulle en matchande förvaltning teoretiskt bäst åstadkommas om Riksbanken kunde investera i en realobligation med oändlig löptid.

Direktavkastningen från en sådan obligation skulle täcka driftskostnaderna och det skulle vara oväsentligt om det skedde ränte- eller inflationsförändringar som medförde att värdet av obligationen i marknadsvärdestermier förändrades. Några sådana obligationer finns emellertid inte. Det faktum att Riksbanken kan behöva realisera placeringar, exempelvis om förluster uppstår eller om sedelmängden minskar i storlek, medför också att Riksbanken inte bara kan se till direktavkastningen från placeringar. Tillgångarnas variation i marknadsvärdestermier behöver också beaktas. Det är också så att moderna riskhanteringsmetoder utgår från marknadsvärdestermier, varför utredningen utgår från ett synsätt där Riksbankens tillgångar marknadsvärderas. Det överensstämmer också med de redovisningsprinciper som tillämpas av Riksbanken.

Utgångspunkten bör enligt utredningens mening vara att Riksbanken bör ha ett begränsat risktagande i sin tillgångsförvaltning. Skälet till det är att Riksbanken har fått sitt oberoende och sin specifika möjlighet att finansiera sin löpande verksamhet med ett särskilt kapital, i syfte att självständigt och utan andra hänsyn använda penningpolitiken för att styra inflationen. Denna unika delegering av politisk makt medför att Riksbanken begränsas till att bara utföra sådana uppgifter som anses förenliga med det långtgående oberoendet. I det perspektivet framstår det som främmande att se Riksbanken som en allmän förmögenhetsförvaltare, som ska eftersträva en hög avkastning till ägaren staten, med ett icke oväsentligt mått av risktagande i förvaltningen. Riksbanken bör, för att värna sitt finansiella oberoende, ha andra riskpreferenser än de flesta andra tillgångsförvaltare. Detta gör att Riksbanken bör se till att sannolikheten för förluster begränsas, så att inte det finansiella oberoendet hotas. Detta är en skillnad jämfört med många andra tillgångsförvaltare, som ofta har möjlighet att ha en lägre riskaversion, för att kunna uppnå en högre förväntad avkastning.

Att Riksbanken bör ha en hög riskaversion i sin tillgångsförvaltning har inte bara att göra med behovet av oberoende, utan också att riskerna för förluster är svåra att storleksbestämma. Det finns en, förvisso mycket liten, men ändå risk att förlusterna blir större än de indikationer som presenteras i utredningen. Ett annat sätt att uttrycka det är att när man inom finansiell riskhantering uttrycker risken i form av ett kapitalbelopp som man kan förlora, så finns det fortfarande en risk att utfallet blir sämre än detta kapitalbelopp anger (ett svansutfall). Value-at-Risk är ett sådant mått som diskuterats i utredningen, och utredningens bedömningar om möjliga belopp som kan förloras kan också ses som uppskattningar av samma karaktär. Om det väl skulle inträffa att Riksbanken åsamkas förluster är det inte osannolikt att det inträffar i ett marknadsläge när avkastningen på riskfyllda finansiella tillgångar också är låg (vilket med riskhanteringsjargong brukar benämnas som att ”korrelationerna mellan olika risker går mot 1 i kristider”).

Problemen med svansutfall gäller inte bara de risker relaterat till verksamheten som Riksbanken har. Om Riksbanken tar finansiell risk så finns alltid risken att utfallet blir sämre än vad som estimerats i riskhanteringsmodellerna, det vill säga att förlusterna blir större än vad VaR-måttet givit uttryck för. I viss utsträckning finns det



nyare och mer sofistikerade riskhanteringsmetoder, som är bättre på att skatta sannolikheten för och storleken på extrema händelser. Även med sådana metoder finns alltid risken att en väldigt osannolik händelse faktiskt inträffar, eller att de data som ingår i modellen inte är representativa för verkligheten. Denna risk blir mer svårhanterlig för en organisation som Riksbanken, som i linje med diskussionen ovan bör ha låga riskpreferenser för att säkerställa det finansiella oberoendet.

Ett exempel kan ges från den riskhantering avseende finansiella risker som finansiella aktörer använder sig av. De använder ofta volatiliteten i priser på finansiella tillgångar från det senaste året eller de senaste hundra dagarna eller liknande, som ingående variabler i sina modeller. Volatiliteten varierar mycket över tiden, och när den plötsligt ökar så upplever de finansiella aktörerna många fler ”genomslag” i sina modeller än förväntat, det vill säga man förlorar belopp som är större än VaR-värdet under fler dagar än vad modellernas sannolikhetsfördelningar indikerar.

Finansiella aktörer använder ofta korta tidsserier för att det är lämpligt vid den dagliga riskhanteringen, och kompletterar med olika typer av stresstester för att uppskatta de mer extrema och långsiktiga förlustriskerna. För en långsiktig tillgångsförvaltare med låg riskbenägenhet finns det inte anledning att ha korta tidsserier av detta skäl. Däremot finns sällan så långa tidsserier som man skulle önska och det finns alltid en betydande risk att de data som modellerna bygger på inte är representativa för framtiden. Den verkliga sannolikheten för svansutfall kan således vara mycket större än modellerna estimerar, men denna sannolikhet är inte observerbar.

Det finns även skäl som inte direkt har med risken för att förluster som är alltför stora rent finansiellt inträffar. Om Riksbanken tar en större risk i tillgångsförvaltningen, och gör förluster som i och för sig är betydande, men som ändå inte hotar den finansiella ställningen, så kan det få andra konsekvenser. Erfarenheten visar att förluster i tillgångsförvaltning ofta ses som ett misslyckande och leder till kritik, även när det rör sig om ett medvetet risktagande. Det kan framstå som onödigt för Riksbanken att utsätta sig för en sådan risk. Det riskerar också att leda till att ledningen får ägna fokus åt denna typ av frågeställningar i stället för myndighetsuppgifterna.

Sammantaget finns en rad olika svårigheter och osäkerheter vad gäller riskbedömningar avseende såväl Riksbankens uppdragsrelaterade risker som eventuella finansiella risker som Riksbanken skulle kunna tänkas ta, som gör att det finns anledning att se restriktivt på Riksbankens finansiella risktagande. Detta bör enligt utredningens bedömning innebära att Riksbanken inte tillförs kostnadsfritt kapital för att ta finansiell risk.

Med hänsyn till utbudet av olika typer av finansiella instrument i svenska kronor betyder en låg risk i detta sammanhang sannolikt placeringar i svenska räntepapper, åtminstone för den dominerande delen av portföljen.

Som diskuterats inledningsvis saknas skäl för att utredningen ska lägga fast ett detaljerat förslag för hur Riksbanken bör positionera sig i tillgångsförvaltningen. Det viktiga för Riksbankens kapitalstruktur enligt utredningen är att Riksbanken inte bör

tilldelas ett särskilt kostnadsfritt kapital för att ta finansiell risk. Det förutsätter sannolikt ett lågt risktagande i tillgångsförvaltningen.

Ett särskilt problem infinner sig dock med anledning av att Riksbanken bestämmer den kortaste räntan, reporäntan, som har en stor betydelse för utvecklingen för hela räntekurvan. Med hänsyn till Riksbankens roll i detta avseende framstår det som uteslutet att Riksbanken skulle ha en aktiv förvaltning av ränteinstrument i svenska kronor. Även om ränteförvaltningen hölls avskilt internt skulle Riksbanken svårligen kunna undvika misstankar om att ränteförvaltningen drog fördelar av information om räntesättningen i en eventuell aktiv handel.

Riksbanken bör därmed ha en passiv förvaltning av svenska ränteinstrument, där det är fullständigt transparent och förutsägbart hur Riksbanken är positionerad på marknaden. Det enklaste vore om Riksbanken inte ens köpte statspapper, utan placerade direkt i Riksgälden till räntor som motsvarade det gällande ränteläget, och att läget på räntekurvan (durationen) i Riksbankens tillgångsportfölj var stabil och förutbestämd. Enligt EU-regler får dock inte centralbanker direktfinansiera staten. De har endast rätt att köpa räntepapper på sekundärmarknaden, det vill säga varken ge direkta lån eller delta i emissioner av statsobligationer. Riksbanken blir därför tvungen att handla i befintliga värdepapper på marknaden.

Utredningen anger inte var Riksbanken bör positionera sig på räntekurvan, i termer av duration. Om Riksbanken skulle ligga kort på räntemarknaden är det inte självklart att utbudet av korta statspapper skulle förslå om Riksbanken skulle avveckla stora delar av valutaservan. Med en duration som ligger närmare den totala statsskuldens duration, uppstår inte en sådan tydlig brist mellan utbud och efterfrågan. Däremot uppstår en generell efterfrågeeffekt på svenska statspapper. Med hänsyn till att utbudet av statspapper för närvarande minskar, är det något som behöver beaktas. Detta diskuteras vidare i kapitel 8 om övergångsfrågor.

Samtidigt som det finns goda argument för den låga risk i tillgångsförvaltningen som här diskuteras, kan det konstateras att detta inte medför en särskilt god avkastning på kapital för skattebetalarna. Det finns argument för att det vore rimligt att staten verkade för en bättre avkastning på de aktuella medlen, och tillät ett visst risktagande av Riksbanken i syfte att öka den förväntade avkastningen. En tillgångsförvaltning med högre risktagande förutsätter enligt utredningens bedömning att Riksbanken ges kostnadsfritt kapital som kan bära vissa förluster i tillgångsförvaltningen. Detta synsätt tar fasta på att mer riskfyllda tillgångar, exempelvis aktier, ger en högre förväntad avkastning, särskilt över längre tidsperioder, och att det vore synd att inte möjliggöra en bättre avkastning för skattebetalarna när ett förhållandevis stort kapital ändå måste investeras någonstans.

Utredningen anser dock att ett ställningstagande för en mer offensiv tillgångsförvaltning knappast kan ha sin grund i det som är utredningens uppdrag och mål; att ge förslag till en kapitalstruktur som tillförsäkrar Riksbanken ett finansiellt oberoende. Däremot skulle en bedömning av hur skattebetalarnas medel bäst förvaltas kunna leda fram till att Riksbanken borde ta mer risk i tillgångsförvaltningen än vad som här diskuteras.

Man kan därför i detta fall se målet om det finansiella oberoendet och målet om god avkastning till skattebetalarna som stående i konflikt mot varandra. För utredningen, som framför allt har att se till att goda förutsättningar skapas för det finansiella oberoendet, blir det svårt att värdera hur denna målkonflikt ska vägas. Enligt utredningens bedömning bör värnandet av det finansiella oberoendet leda till att Riksbanken ska vara mycket restriktiv med att ta risker som inte är nödvändiga utifrån det uppdrag som givits banken. Det finansiella oberoendet gynnas bäst enligt utredningens bedömning av en begränsad risk i tillgångsförvaltningen.

Utredningen lämnar mot denna bakgrund inget förslag om att Riksbanken ska bedriva en mer offensiv tillgångsförvaltning och tilldelas ett kostnadsfritt kapital för detta, vilket på längre sikt skulle kunna öka intäkterna för skattebetalarna.

## 6.5. Redovisningsaspekter

**Utredningens bedömning:** Med en neutraliserad valutareserv och en tillgångsförvaltning med låg risk, har redovisningsaspekterna inte någon större betydelse för Riksbankens vinstdisposition och kapitalstruktur, och påverkar därmed inte heller utformningen av förslagen.

Redovisningsaspekterna har hittills inte berörts närmare av utredningen eftersom analysen blir mer tydlig om man bortser från specifika redovisningsregler, särskilt när dessa inte är verkningsfulla för att belysa vad som ekonomiskt inträffar när finansiella tillgångar utvecklas över tiden. Redovisningen i Riksbanken styrs av ECB:s regler för centralbanker inom ECBS och är i vissa avseenden specifika.

Eftersom utredningen belyser och lämnar förslag till en kapitalstruktur för Riksbanken som är relativt grov, så till vida att bara de mer väsentliga faktorerna och riskerna diskuteras, har redovisningsreglerna inte någon avgörande betydelse för utredningens resultat. Ett par faktorer är dock värda att beröra.

Det första rör årets vinst och hur denna ska disponeras. Årets vinst är inte något entydigt begrepp. Förutom ett överskott som löpande intäkter genom bl.a. ränteintäkter från obligationernas kuponger genererar över kostnader, består vinsten för Riksbanken både av realiserade och orealiserade värdeförändringar på de värdepapper som innehas. Enligt redovisningsreglerna ska realiserade vinster redovisas mot resultaträkningen, medan orealiserade vinster ska belasta värderegleringskontot. Med placeringar i svenska kronor blir de över- resp. undervärden som kan uppstå på värderegleringskontona av väsentligt mindre storlek och betydelse än idag. Det framstår som osannolikt att några mer betydande värderegleringskonton av liknande storlek som idag kommer att byggas upp vid ett genomförande av utredningens förslag.

Guldet utgör ett undantag. Guldreserven innehåller idag betydande övervärden, bokförda på värderegleringskonto. Marknadsvärdet på guldet var enligt årsredovisningen ungefär 22 miljarder kr, samtidigt som övervärdet på värderegleringskontot för guld motsvarade 7,3 miljarder kr. För de flesta förlustrisker

som utredningen identifierat får man räkna med att eventuella förluster redovisas som en kostnad och att de därmed förs mot eget kapital. Förluster i guldreserven till följd av värdeminskningar kommer dock att i första hand leda till att värderegleringskontot skrivs ned. Först om förlusterna blir större än de 7,3 miljarder kr som finns på kontot kommer förlusterna att belasta det egna kapitalet. Det gör att den del av förlustrisken för guldförluster som kommer att behöva föras mot redovisat eget kapital är mindre än de 8 miljarder kr som diskuterats i kapitel 4. Den återstående förlustrisken, efter att eventuella förluster förts mot värderegleringskontot kan anses uppgå till ungefär 1 miljard kr.

I utredningens analys har årets vinst använts som begrepp. Detta är att se som synonymt med årets resultat. Därmed tydliggörs att det är fråga om det resultat som Riksbanken erhåller enligt befintliga redovisningsregler som avses. Årets resultat innehåller som ovan nämnts bland annat ränteintäkter och realiserade kursvinster från värdepappersportföljen. Däremot ingår inteorealiserade vinster, vilka alltså förs direkt mot värderegleringskontot, som är att betrakta som en redovisningsmässig avsättning.

Mot denna bakgrund gör utredningen bedömningen att redovisningsaspekter inte har någon större betydelse för de förslag utredningen lämnar.

## 6.6. *Det samlade kapitalbehovet*

I tabell 5 görs en sammanställning av hur stort kapitalbehovet för Riksbanken kan uppskattas vara.

*Tabell 5. Utredningens bedömda kapitalbehov för Riksbanken*

<b>Grund för kapitalbehov</b>	<b>Bedömning i avsnitt</b>	<b>Kapitalbehov</b>
Täckning av driftskostnader	3.4.2	32-43 miljarder kr
Täckning av kostnaden för sedlar och mynt	3.4.2	8-11 miljarder kr
Förluster för nödkrediter	4.1	10 miljarder kr
Förluster vid valutareservförvaltning	4.2	5 miljarder kr
Övrigt	4.4	5 miljarder kr
<b>Totalt kapitalbehov, inklusive sedlar och mynt</b>		<b>60-74 miljarder kr</b>
<b>Totalt kapitalbehov, exklusive sedlar och mynt</b>		<b>52-63 miljarder kr</b>

I tabellen har kapitalbehovet adderats för de olika risktyperna. Det kan finnas argument för att det är högst osannolikt att förlustriskena materialiseras samtidigt och att det därför är tveksamt om kapitalbehovet ska adderas, åtminstone vad gäller riskerna. Samtidigt är beloppsbestämningarna mycket osäkra och det är svårt att se att diversifieringseffekter skulle ge en mer betydande skillnad för det sammantagna kapitalbehovet. Det kan dock konstateras att med hänsyn till att alla typer av förluster

inte bör inträffa samtidigt, ligger det kapitalbehov som tabellen totalt visar i överkant av vad som bör kunna ses som nödvändigt.

## 7. Utredningens förslag till kapitalstruktur

**Utredningens förslag:** Riksbankens kapitalstruktur och vinstdisposition ska regleras i lag. Två alternativa förslag till kapitalstruktur lämnas. Valet mellan dem beror framför allt på huruvida sedelmängden betraktas som ett fullvärdigt alternativ till eget kapital.

Utredningen har visat att det finns många olika bedömningar som påverkar hur strukturen på Riksbankens balansräkning bör se ut. Dessa bedömningar har redovisats och diskuterats i föregående kapitel. De överväganden som behöver göras innehåller i många avseenden avvägningar av hur för- och nackdelar ska värderas. För- och nackdelarna består av sådana svårbedömda faktorer som risken för att osannolika händelser ska inträffa, hur stora förlusterna i så fall kan bli samt hur förtroendet för Riksbanken kan komma att påverkas.

Mot bakgrund av detta har utredningen valt att inte föreslå *en* möjlig lösning för en lämplig balansräkningsstruktur. I stället föreslås två olika balansräkningsstrukturer, som har sin grund i olika syn på sedelmängden. I det första alternativet är synsättet att sedelmängden är att betrakta som ett fullvärdigt kostnadsfritt kapital. Därmed kan Riksbanken, precis som idag, använda detta stora kapital för att säkra finansieringen av sin verksamhet. Eftersom sedelmängden är större än vad Riksbanken behöver för sin finansiering, kan en del av Riksbankens egna kapital frigöras och återbetalas till staten. På grund av sedelmängdens storlek uppstår även en viss marginal mellan den faktiska tillgången till kostnadsfritt kapital och det kapitalbehov som utredningen identifierat för Riksbanken. Nackdelarna med förslaget är framför allt att Riksbanken blir sårbar för en snabb minskning av sedelmängdens storlek, och att Riksbanken kan hamna i en situation där man behöver förklara att ett negativt eget kapital uppstått.

I det andra alternativet är utgångspunkten att det är olämpligt att se sedelmängden som ett kostnadsfritt kapital för Riksbanken. För att tydliggöra att sedelmängden bör ses som lånekapital bör Riksbanken betala ränta till staten för detta kapital. I gengäld måste Riksbanken ha ett betydande eget kapital. Med detta alternativ bortfaller problemen som skulle följa om sedelmängden snabbt minskade i storlek. Riksbanken skulle få en mer renodlad och tydligare balansräkning med ett eget kapital som används för att finansiera den löpande driften och eventuella förluster. Nackdelarna är dels att förslaget binder mer kapital i Riksbanken, dels att Riksbanken är mer sårbar om förluster av större storlek skulle uppstå än de som utredningen uppskattat.

När det gäller att uppskatta värden i belopp har utredningen som framgått av kapitel 4 och 6 endast kunnat ge vissa grova indikationer på hur stora förlustriskerna är för Riksbanken. De belopp som används i de olika alternativen är därför resultatet av bedömningar som är relativt skönsmässiga till sin karaktär. Dessa bedömningar kan förskjutas i någon riktning, så att beloppen blir annorlunda, utan att strukturen i resonemangen förändras nämnvärt.

## 7.1. Alternativ 1

**Utredningens förslag:** Riksbankens rätt att ge ut sedlar och mynt tas till vara för att finansiera verksamheten. Sedelmängden utgör en kostnadsfri finansiering som mer än väl täcker det behov som utredningen identifierat. Ett eget kapital i traditionell mening har den fördelen att det är ett allmänt erkänt bevis på finansiell styrka. Det egna kapitalet ska därför utgöras av en lagreglerad grundfond om 10 miljarder kr. Därmed kan omkring 50 miljarder kr föras från Riksbanken till staten.

I detta alternativ är utgångspunkten att det är en fördel att Riksbanken har tillgång till ett stort kostnadsfritt kapital i form av sedelmängden, som kan användas för finansiering av den löpande verksamheten.

Förutsättningarna för denna bedömning kan visserligen förändras genom att sedelmängden minskar (se 6.3). Utredningen bedömer dock att en sådan förändring ligger långt fram i tiden och att den kommer att ske på ett sådant sätt att det finns god tid för det politiska systemet att reagera. Dessutom är skillnaden mellan dagens utestående sedelmängd på ungefär 112 miljarder kr och det kostnadsfria kapital som behövs för finansieringen av de löpande kostnaderna, 60-74 miljarder kronor, avsevärd. Sedelmängden kan reduceras kraftigt utan att det gör att möjligheterna till finansiering av åtagandena påverkas.

Om sedelmängden finns kvar som kostnadsfritt kapital i Riksbanken bör således detta vara tillräckligt för finansieringen av de löpande kostnaderna. Riskerna för förluster behöver emellertid också kunna hanteras. Som diskuterats tidigare kan det inte utifrån ett strikt ekonomiskt resonemang påvisas att det utgör ett finansiellt problem för Riksbanken att få ett negativt kapital, så länge sedelmängden finns kvar i Riksbankens balansräkning. I princip är det egna kapitalet utbytbart mot sedelmängden. Man skulle därför kunna se till sedelmängdens storlek och se om den förefaller tillräcklig även för att motstå eventuella förluster hänförliga till de risker som identifierats för Riksbanken.

Utredningen gör emellertid bedömningen att det finns fördelar med att ha ett visst eget kapital i Riksbanken.

Det kan diskuteras hur stort detta egna kapital bör vara. I kapitel 4 och 6 framgår vissa indikationer på den möjliga storleken på förluster och en sammanställning av dessa återfinns. Som diskuterats tidigare anser utredningen att eget kapital utöver vad som är nödvändigt inte bör finnas kvar i Riksbanken, samtidigt som det likväl är så att kostnaderna för att kapital finns i Riksbanken utifrån ett statsfinansiellt perspektiv knappast är så stora. Det talar för att det inte finns anledning att minska kapitalet så mycket att förtroendet för Riksbanken skulle kunna ifrågasättas. Eget kapital i traditionell mening har också den fördelen att det är ett allmänt erkänt bevis på finansiell styrka, vilket kan vara en fördel i såväl internationella sammanhang som gentemot den svenska allmänheten. Vidare finns vissa tekniska fördelar med en sådan ordning. Utredningen bedömer därför att Riksbanken bör förses med ett i sammanhanget litet eget kapital, och föreslår en nivå på det egna kapitalet om 10

miljarder kr. Därmed skulle Riksbanken kunna göra en extra utdelning på omkring 50 miljarder kr till staten.

En vinstutdelning som är anpassad efter dessa förhållanden innebär att Riksbanken delar ut vinster som skulle leda till att det egna kapitalet överstiger 10 miljarder kr. Om det egna kapitalet understiger denna nivå får Riksbanken behålla sina vinster tills kapitalnivån återställts till 10 miljarder kr. Kapitalbeloppet 10 miljarder kr bör justeras för inflationsutvecklingen, i syfte att det ska vara tillämpligt under lång tid.

Eftersom syftet med lagregleringen är att säkerställa det finansiella oberoendet finns det bara anledning att begränsa det egna kapitalets storlek nedåt. Om av något skäl Riksbankens kostnadsfria kapital skulle bedömas som otillräckligt, så är det lämpligt att riksdagen kan låta Riksbanken behålla en större del av vinstmedlen, så att det egna kapitalet blir större än vad som här anges. Det skulle kunna ske exempelvis om sedelmängden minskar kraftigt i motsats till utredningens bedömning, eller om större förluster uppstår än vad utredningen beaktat.

Balansomslutningen skulle vid en omedelbar förändring uppgå till drygt 130 miljarder kr i Riksbanken.

## **7.2. Alternativ 2**

**Utredningens förslag:** Utgångspunkten är att sedelmängden inte lämpar sig som kostnadsfritt kapital, då det är svårt att på ett tydligt sätt göra trovärdigt att sedelmängden kan bära potentiella förluster och därmed säkerställa Riksbankens finansiella oberoende. Alternativet innefattar att sedelmängden är att betrakta som en skuld till staten för vilken Riksbanken betalar ränta. Därmed måste Riksbankens samlade behov av kostnadsfri finansiering täckas av det egna kapitalet. Det egna kapitalet ska därför utgöras av en lagreglerad grundfond om 60 miljarder kr.

Detta alternativ har som grundläggande utgångspunkt att den utestående sedelmängden inte lämpar sig som kostnadsfritt kapital. Skälet för detta är, som diskuterats tidigare, att det är svårt att på ett tydligt sätt förklara och göra trovärdigt att sedelmängden kan bära potentiella förluster. Det är också naturligt att den rättighet till seignorage som sedelmängden ger upphov till ses som en tillgång för staten, och inte för Riksbanken. Det är vidare en fördel att Riksbankens finansiella ställning inte påverkas av efterfrågan på sedlar och mynt, och att den därmed inte utsätts för en risk kopplad till att denna efterfrågan plötsligt faller.

Ett sådant synsätt medför att sedelmängden ses som ett lånekapital som staten tillskjutit till centralbanken, för vilket det är rimligt att Riksbanken betalar ränta. Sedelmängden får då mer ställning som den skuld den redan nu redovisas som i balansräkningen.

Den ränta som Riksbanken får betala för sedelmängden bör motsvara en kort riskfri ränta i svenska kronor, för att undvika att räntan medför att Riksbanken blir tvungen att ta risk i sina placeringar för att kunna betala denna ränta. Det är rimligt att räntan



är den kortaste riskfria räntan som finns, det vill säga reporäntan. Riksbanken skulle därmed själva bestämma räntan på sitt eget lån, vilket medför vissa intressekonflikter. Eftersom Riksbanken enligt utredningens förslag får en exponering i svensk ränterisk i tillgångsförvaltningen, finns redan en sådan intressekonflikt, på så sätt att Riksbanken har möjlighet att förbättra sin avkastning genom att utnyttja sitt informationsöverläge om räntesättningen. Detta är ett problem, vars hantering diskuteras i kapitel 8. Att Riksbanken får en annan ränteexponering i detta alternativ, genom att det finns en skuld för vilken Riksbanken betalar ränta, förändrar inte i grunden problemet. Riksbankens öppna ränteposition blir allt annat lika lägre i detta alternativ, men detta förändrar inte behovet att hantera intressekonflikten, särskilt som balansomslutningen och därmed tillgångarna blir större än i alternativ 1.

Samtidigt bör det framhållas att Riksbankens ledning i första hand har inflationsbekämpningen för ögonen, och att de framför allt utvärderas med avseende på framgången att hantera den uppgiften. Incitamenten för Riksbankens ledning att exploatera denna intressekonflikt borde vara i stort sett obefintliga. De har därför starka skäl att själva visa på att intressekonflikten hanteras.

Om sedelmängden ses som främmande kapital bör Riksbankens samlade kapitalbehov täckas av det egna kapitalet. Sammanställningen av kapitalbehovet i föregående avsnitt indikerar ett kapitalbehov på i storleksordningen 52-63 miljarder, när kostnaden för sedlar och mynt är undantagen. Skälet till att denna kostnad undantas är att den bör räknas av från den ränta som Riksbanken annars skulle betala, i stället för att vara kapitalbehovsgrundande. Vidare är Riksbanken vid ett eventuellt inträde i eurosamarbetet skyldig att betala en del av seignoraget till ECBS. Det bör göras avdrag för eventuella sådana inbetalningar från den ränta Riksbanken betalar till staten.

Då har emellertid alla risker adderats, trots att de knappast inträffar samtidigt. Vissa så kallade diversifieringseffekter kan antas finnas, och ett något lägre kapitalbehov framstår därför som rimligt.

En fördel med detta alternativ är att bedömningen av Riksbankens behov av eget kapital ligger relativt nära den nivå på eget kapital som Riksbanken faktiskt har idag. Det egna kapitalet uppgick vid utgången av 2006 till ungefär 58 miljarder kr. Riksbanken behöver därför varken göra extra utdelningar eller erhålla kapitaltillskott, vilket kan ses som en praktisk fördel.

Den internationella jämförelse som utredningen gjort visar också på Riksbankens kapitalisering ligger väl till när det gäller jämförelsen med andra centralbanker.

Riksbanken bör således med detta resonemang ha en nivå på det egna kapitalet som ligger i storleksordningen 50-60 miljarder kr. Därmed gör utredningen bedömningen att 60 miljarder kr är en lämplig nivå på det egna kapitalet i detta alternativ.

Vad gäller vinstutdelningen bör alla vinster som höjer det egna kapitalet över den eftersträvarde nivån på 60 miljarder kr delas ut.

Inte heller i alternativ 2 finns det anledning att begränsa det egna kapitalets storlek nedåt, eftersom syftet med lagregleringen är att säkerställa det finansiella oberoendet. Om av något skäl Riksbankens kostnadsfria kapital skulle bedömas som otillräckligt, så är det lämpligt att riksdagen kan låta Riksbanken behålla en större del av vinstmedlen, så att det egna kapitalet blir större än vad som här anges. Det skulle kunna ske exempelvis om större förluster uppstår än vad utredningen beaktat.

Nivån bör värdesäkras och skrivas upp i takt med inflationsutvecklingen. Inflationsjusteringen blir viktigare än i alternativ 1, eftersom Riksbankens kostnadsfria kapital i detta alternativ uteslutande består av eget kapital. Därmed avser inflationsjusteringen här allt kostnadsfritt kapital, medan storleken på merparten av det kostnadsfria kapitalet i alternativ 1, sedelmängden, är beroende av faktorer utanför lagstiftarens och Riksbankens kontroll, och därför inte inflationsjusteras. Balansomslutningen kommer i detta alternativ att vara ungefär lika stor som idag, dvs. drygt 190 miljarder kr.

### **7.3. Riksbankens tillgångsförvaltning**

**Utredningens förslag:** Uppdraget att förvalta tillgångar tydliggörs i riksbankslagen. Riksbanken förvaltar tillgångar dels för att kunna utföra sina policyuppdrag, dels för att uppbära en avkastning som kan finansiera verksamheten och därmed skapa ett finansiellt oberoende. Riksbanken ska i förvaltningen eftersträva en god avkastning med beaktande av risken i tillgångarna. Vid förvaltningen ska Riksbanken också beakta sin ställning som centralbank. Direktionen ska fastställa närmare riktlinjer för tillgångsförvaltningen.

Förvaltningen av Riksbankens tillgångar är en viktig uppgift. Riksbankslagens nuvarande lydelse ger emellertid ingen entydig vägledning för tillgångsförvaltningen. Bestämmelserna i riksbankslagen som anger vad Riksbanken kan göra i valutapolitiskt respektive penningpolitiskt syfte styr enligt gällande rätt tillgångsförvaltningen. Avsaknaden av mer generella regler för Riksbankens tillgångsförvaltning har sannolikt bidragit till att Riksbanken för närvarande placerar alla medel som inte har ett specifikt syfte (till exempel de penningpolitiska reporna och IMF-åtagandena) i valutareserven.

Utredningen har inte haft till uppdrag att lämna förslag avseende inriktningen på Riksbankens tillgångsförvaltning. När valutarisken i valutareserven neutraliseras i enlighet med utredningens förslag uppstår emellertid ett behov att tydligare ange i riksbankslagen hur tillgångsförvaltningen ska bedrivas.

De grundläggande syftena med tillgångsförvaltningen behöver läggas fast. Att tillgångsförvaltningen i första hand syftar till att Riksbankens uppgifter ska kunna fullgöras är klart. De krav som policyuppdragen ställer ska komma i första hand. Vidare är avkastningen på Riksbankens tillgångar som utredningen visat grunden för det finansiella oberoendet. Utredningen föreslår därför att de grundläggande syftena för tillgångsförvaltningen som anges i riksbankslagen dels ska vara att Riksbankens tillgångsinnehav syftar till att banken ska kunna fullgöra sina uppgifter, dels att de

skapar förutsättningar för den självständiga finansieringen av verksamheten.

Utredningen har redogjort för överväganden avseende hur Riksbankens tillgångar bör förvaltas i avsnitt 6.4. Utredningens bedömning är att tillgångarna bör förvaltas på ett sådant sätt att den finansiella risken är så låg att kostnadsfritt kapital inte specifikt behöver tilldelas för risktagande i tillgångsförvaltningen. Ett större risktagande skulle sannolikt leda till en bättre avkastning till gagn för staten och i förlängningen skattebetalarna. Men med Riksbankens behov av att även i de mest osannolika situationer kunna klara sina åtaganden med det kapital man har, bör Riksbankens tillgångar placeras med betydande hänsyn till vilka risker de medför. Utifrån målet att säkerställa Riksbankens finansiella oberoende, som är utredningens uppdrag, finns inte heller ett behov att uppnå en högre avkastning i tillgångsförvaltningen, om det sker till priset av en ökad risk.

Avvägningen mellan avkastning och risk är ett centralt strategiskt beslut, som alla tillgångsförvaltare ställs inför. Det är svårt att med mer generella formuleringar av sådan karaktär som förekommer i lagstiftning ge en mer konkret ledning eller styrning av hur denna avvägning ska se ut. Ett exempel kan tas från regleringen av Första – Fjärde AP-fonderna. Där uttrycks inriktningen i lagen enligt följande:

*”Den totala risknivån i fondernas placeringar skall vara låg. Fondmedlen skall, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås.”<sup>41</sup>*

AP-fonderna kan placera en betydande andel av sina tillgångar i aktier. Exempelvis har alla de fyra buffertfonderna en andel omkring 60 procent av sin portfölj i aktier. Aktier brukar normalt sett ses som en riskfylld placering. Att det trots kravet i lagen på låg risk är möjligt att placera en så stor andel av portföljen i aktier för AP-fonderna beror dels på att det är ett långsiktigt riskperspektiv som ligger för handen, dels på att en god riskspridning ska föreligga.

Utredningen anser att det knappast är möjligt att genom lagstiftningen närmare precisera avvägningen mellan risk och avkastning. Det viktiga från utredningens perspektiv i styrningshänseende är att utredningen inte anser att ett särskilt kostnadsfritt kapital ska tilldelas för Riksbankens risktagande i den finansiella förvaltningen. I stället får en ordning med intern styrning och inbyggda kontrollmekanismer skapas.

Därutöver kan det diskuteras hur lämpligt det är att mer i detalj i lagstiftningen styra Riksbankens tillgångsförvaltning. Riksbanken bör som självständig centralbank ha förhållandevis stor frihet att utforma sin verksamhet, inom ramen för det uppdrag riksdagen givit. Som påtalats ovan har heller inte utredningen haft till uppdrag att föreslå en lagreglering av inriktningen på Riksbankens tillgångsförvaltning.

I lagstiftningen är det enligt utredningens mening mot denna bakgrund tillräckligt att ange att Riksbanken ska eftersträva en god avkastning, med beaktande av risken i förvaltningen. Detta ger en god grund för att närmare utveckla en tillgångsförvaltning

---

<sup>41</sup> 4 kap. 1 § lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

utifrån ett sådant ALM-tänkande som diskuteras i avsnitt 6.4.

En ytterligare aspekt som måste beaktas är Riksbankens särskilda ställning. Placeringar får inte ske på ett sådant sätt att därav kan utläsas Riksbankens uppfattning om det ekonomiska läget. Riksbanken får inte heller otillbörligt utnyttja sin ställning eller kunskap i förvaltningen. Det får inte ens kunna misstänkas att Riksbanken använder sin ställning eller särskilda kunskap för att bereda sig ekonomiska fördelar. Inte heller får placeringar ske på ett sådant sätt att utomstående bedömare därav kan, eller anser sig kunna, förutse Riksbankens kommande politik. Självklart får inte heller tillgångsförvaltningen riskera att försvåra policyuppdragets genomförande. Oftast är det självklart vad detta krav innebär, men på marginalen kan det rymma svåra avvägningar. Kravet på att Riksbankens ställning ska beaktas vid förvaltningen bör komma till uttryck i lagtexten, men det är inte meningsfullt att i lagtexten försöka närmare precisera vad kravet innebär.

Det relativt öppna uppdraget vad gäller tillgångsförvaltningen gör att det är viktigt att det finns en tydlig ordning för hur riktlinjerna för tillgångsförvaltningen närmare ska läggas upp. Direktionen bör åläggas att dra upp riktlinjer för den samlade tillgångsförvaltningen. Riktlinjerna ska vara det instrument som i alla avseenden styr hur tillgångsförvaltningen sköts inom Riksbanken. Det är därför av största vikt att alla relevanta perspektiv kommer till uttryck i riktlinjerna. Frånvaron av en närmare lagreglering av tillgångsförvaltningen bygger på tanken att ett system med internt fastlagda riktlinjer som styrintstrument kan bli lika säkert men mer flexibelt och därmed effektivt i meningen måluppfyllande. Riktlinjerna ska ge heltäckande anvisningar för tillgångsförvaltningen. Riktlinjerna ska vidare utformas så att de underlättar extern utvärdering och kontroll.

Riktlinjerna ska alltså utformas med styr- och kontrollaspekterna på en framträdande plats. Det innebär bl.a. att den interna kontrollen inom Riksbankens organisation bör behandlas i riktlinjerna, t.ex. frågor om behörighet för olika funktioner och medarbetare samt rapportering till sidosordnade och överordnade rörande åtgärder som vidtagits. Det åligger direktionen att skapa såväl ett internt kontrollsystem som fungerar som ett system som är lätt att kontrollera för utomstående.

#### **7.4. Särskilt om begreppet grundfond**

<p><b>Utredningens förslag:</b> Begreppet grundfond får en ny betydelse. Grundfonden ökas genom att belopp överförs från reservfonden och dispositionsfonden.</p>
---

Enligt utredningens två alternativa förslag ändras definitionen av fondmedel i riksbankslagen. Dagens uppdelning i grundfond om 1.000 miljoner kr, reservfond om 500 miljoner kr och en dispositionsfond, ändras till att Riksbanken i alternativ 1 utöver rätten att ge ut sedlar och mynt har en grundfond som ska uppgå till lägst 10 miljarder kr och i alternativ 2 har en grundfond som ska uppgå till lägst 60 miljarder kr. Begreppet grundfond får därmed en ny betydelse genom att den i det nya lagförslaget blir den enda formen av eget kapital i Riksbanken.

Skälet till förslaget är att utredningen inte ser någon anledning att ha tre olika fonder, då storleken på det totala egna kapitalet är fastställt till ett visst belopp. För att motivera flera fonder krävs det enligt utredningens uppfattning att fonderna behandlas olika i lagen, exempelvis med avseende på vilka konsekvenser som följer av att fondens storlek inte uppnås, såsom till exempel är fallet för aktiebolag. Det finns inga skilda konsekvenser i utredningens förslag som motiverar att det egna kapital som Riksbanken minst ska ha delas upp i olika fonder. Utredningen föreslår därför bara en form av eget kapital, som benämns grundfond.

Ökningen av grundfonden från 1 miljard kr till 10 miljarder kr i alternativ 1 och 60 miljarder i alternativ 2 sker genom att belopp överförs till grundfonden från reservfonden och dispositionsfonden.

## **7.5. EU-fördraget och förslagen**

**Utredningens bedömning:** Båda förslagen tillgodoser kraven inom EU-rätten på centralbankens finansiella oberoende.

Ett av skälen till att säkerställa Riksbankens finansiella oberoende har varit att de krav som finns i EU-fördragets artikel 108 på att centralbanken ska vara oberoende ska uppfyllas. Artikel 108 är inte så specifikt formulerad, men de tolkningar som kommit till uttryck i konvergensrapporterna för Sverige tar framför allt sikte på att centralbanken ska ha tillräckliga finansiella resurser för att kunna hantera sina åtaganden samt att riksdagens disposition av Riksbankens överskott bör lagregleras. Utredningen bedömer att de krav som ställts i samband med konvergensrapporterna uppfylls genom utredningens båda förslag.

Alternativ 1 innefattar att en del av Riksbankens eget kapital, omkring 50 miljarder kr, ska betalas till staten. Det betyder att Riksbankens finansiella styrka minskar, vilket skulle kunna ses som ett urholkande av Riksbankens finansiella oberoende. Med hänsyn till att utredningen tydligt har visat att Riksbanken fortsättningsvis kan klara sina åtaganden även med det mindre kapital som föreslås, anser utredningen att det vore orimligt att se det minskade egna kapitalet som ett hot mot Riksbankens finansiella oberoende.

En i vissa avseenden liknande situation uppstod i Finland 2003-2004. Då föreslogs ett antal förändringar i lagen om Finlands bank, av vilka en avsåg att det egna kapitalet skulle minskas väsentligt. Förslaget drogs sedermera tillbaka vad gällde återbetalning av kapital, men det kvarstod en regel om att Finlands bank skulle dela ut hela sin vinst till staten. ECB uttalade i sina kommentarer på förslaget att ett återbetalande av kapital samtidigt som det saknades ett lagstadgat skydd för kapitalet skulle ha hotat Finlands banks oberoende.<sup>42</sup> ECB var även kritisk till det förändrade förslaget, i det att hela vinsten skulle betalas ut, bland annat beroende på att en realvärdesäkring av kapitalet inte fanns. Vidare förelåg kritik mot att lagförslaget inte tillräckligt tydligt säkerställde att Finlands bank skulle kunna utföra sina ECBS-relaterade uppgifter.

<sup>42</sup> Opinion of the European Central Bank of 20 January 2004 (CON/2004/1)

Utredningens förslag hanterar de aktuella frågeställningarna i ECB:s kritik. Dels är det egna kapitalets nivå lagfäst, dels är det realvärdesäkrat genom uppräknigen med konsumentprisindex. Utredningens förslag borde därför inte stöta på liknande kritik som de finländska förslaget gjorde från ECB. Vidare kan Riksbanken hantera sina ECBS-relaterade uppgifter med den föreslagna kapitalstrukturen, i första hand som stående utanför eurosamarbetet, men också vid ett eventuellt inträde. Utredningen gör därför bedömningen att förslagen uppfyller de krav på finansiellt oberoende som följer av EU-fördraget.

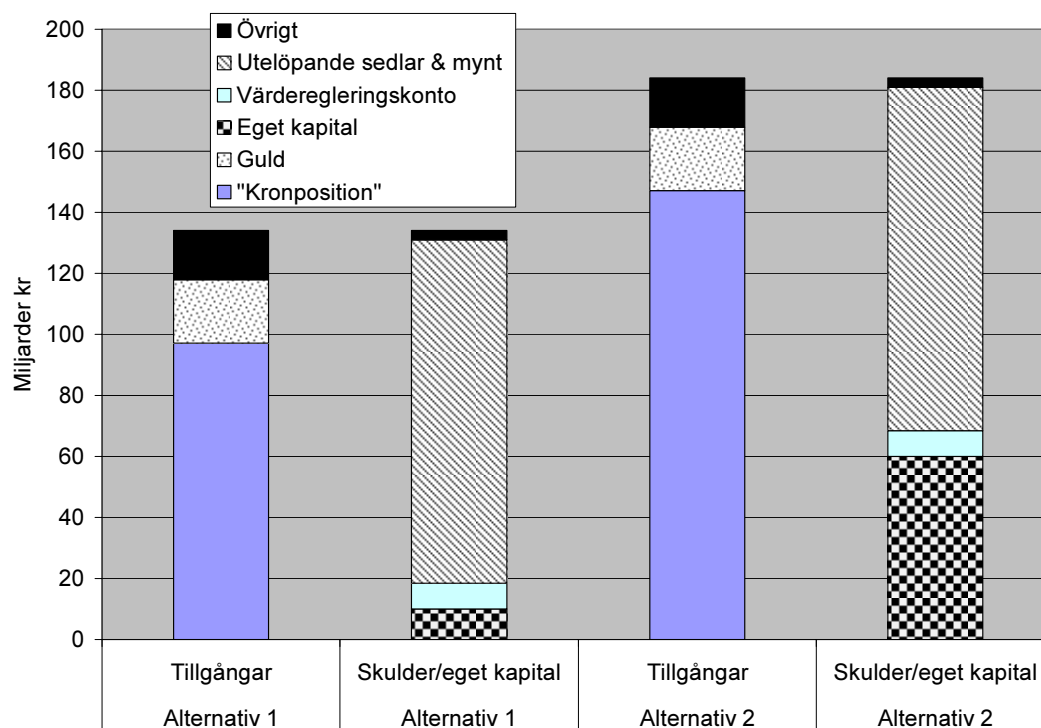
En annan aspekt av förhållandet till EU-rätten är att det finns en generell princip om att länder inte bör divergera från vad som är normen inom EU när lagändringar genomförs. Vad gäller kapitalets storlek visar den internationella jämförelsen att Riksbanken inte är lågt kapitaliserad i en internationell jämförelse, och förslagen kan knappast anses medföra divergens i det avseendet. Förslaget om att neutralisera valutarisken i valutareserven är i viss mån okonventionellt. Utredningen menar dock att detta inte kan ses som divergens. Som utredningen har diskuterat utförs valutainterventioner på moderna finansiella marknader i stor utsträckning i derivat. Genom att Riksbanken även fortsättningsvis har en stor balansräkning och betydande finansiell styrka, finns inga hinder för att Riksbanken ska kunna göra valutainterventioner, om man så skulle önska. Utredningen kan således inte se att förslaget skulle divergera från normen inom EU.

Sammanfattningsvis gör utredningen bedömningen att utredningens förslag tillgodoser kraven inom EU-rätten på centralbankens finansiella oberoende.

## **7.6. Sammanfattande bild av Riksbankens balansräkning i de två alternativen**

I figur 11 ges en illustration av hur Riksbankens balansräkning ser ut i de två alternativen.

**Figur 11.** Riksbankens balansräkning i de två alternativen.



## 8. Övergångsfrågor

I detta kapitel behandlas vissa frågor av betydelse för hur övergången från dagens balansräkningsstruktur till någon av de föreslagna strukturerna ska kunna ske. Det rör sig för det första om konsekvenserna av den särskilda utdelning på omkring 50 miljarder kr som utredningens alternativ 1 innebär. För det andra innebär övergången från en öppen valutaposition i valutareserven till en matchad sådan vissa konsekvenser.

För det tredje behöver diskuteras hur Riksbanken ska kunna investera på den svenska räntemarknaden, dels förhållandet att utbudet av räntepapper för närvarande är minskande, dels hur intressekonflikten som uppstår till följd av att Riksbanken styr över de korta räntorna kan hanteras.

Utredningen menar att övergångsfrågorna inte föranleder några särskilda övergångsbestämmelser. De lagförslag som utredningen lämnar kan genomföras utan att det är fastlagt i detalj hur övergången från dagens balansräkningsstruktur till den som utredningen föreslår ska ske. Syftet med diskussionen om övergångsfrågorna är att visa att de övergångsfrågor som aktualiseras genom utredningens förslag är hanterbara, men att de inte hanteras genom lagstiftning utan att det är frågor som Riksbanken själv har full legal kapacitet att hantera självständigt.

Avslutningsvis kommenteras kortfattat det förhållande att begreppet grundfond får en ny innebörd med utredningens förslag än den som finns i nuvarande riksbankslag.

### 8.1. *Effekter av den särskilda utdelningen i alternativ 1*

**Utredningens bedömning:** Den särskilda utdelningen på omkring 50 miljarder kr kan delas upp i flera delar, i syfte att undvika effekter på valutamarknaden till följd av att Riksbanken gör sig av med valutatillgångar. Det behövs inga särskilda övergångsregler för det, utan riksdagen har möjlighet att besluta om en lämplig takt inom ramen för utredningens lagförslag.

Alternativ 1 ställer särskilda krav vad gäller övergången, i och med att omkring 50 miljarder kr ska återbetalas till staten. 50 miljarder kr är ett betydande belopp. Eftersom Riksbankens realiserbara tillgångar så gott som uteslutande består av tillgångar i utländsk valuta, behöver dessa antingen växlas till kronor innan de utbetalas till staten, eller så behöver återbetalningen ske i utländsk valuta, för att sedan växlas av Riksgälden. En växling av denna storleksordning, oavsett om den utförs av Riksbanken eller Riksgälden, riskerar få betydande effekter på valutamarknaden om den görs över en kort tidsperiod. Därmed kan det vara lämpligt att hela återbetalningen inte sker vid ett tillfälle, utan delas upp under flera år. Alternativt kan Riksgälden, om ett sådant uppdrag ges av regeringen, neutralisera



valutaeffekterna genom anpassning av lånen i utländsk valuta (se vidare avsnitt 8.2.1 för en diskussion avseende detta).

Några särskilda övergångsregler behövs dock inte med anledning av detta. Eftersom utredningens lagförslag anger att kapitalets storlek i alternativ 1 ska var *lägst* 10 miljarder kr, har riksdagen möjlighet att dela upp utdelningen i flera delar. Därmed kan utdelningarna ske så långsamt att försäljningen av de utländska valutatillgångarna inte påverkar kronkursen.

En begränsande faktor skulle också kunna vara att ERM2-avtalet binder Riksbanken att begränsa sina transaktioner i euro till 750 miljoner euro per dag. Behovet av att genomföra övergången långsamt, för att inte kronan ska påverkas, är dock sannolikt mer begränsande än denna regel.

## **8.2. Effekter på valutamarknaden av en förändrad valutareservförvaltning**

**Utredningens bedömning:** En övergång till en matchad valutareserv bör ske långsamt, sannolikt under ett flertal år, i syfte att övergången ska kunna ske utan att kronkursen påverkas. Det kostnadsfria kapital om 5 miljarder kr som beräknas för riskerna i valutareserven är tillräckligt för eventuella förluster under övergångstiden tills förändringen av valutareservförvaltningen är helt genomförd. Särskilda övergångsregler för detta ändamål behövs därför inte, oavsett metod Riksbanken väljer att använda för detta.

Riksbanken föreslås övergå till en med avseende på valutarisk matchad valutareserv. Detta är en viktig del i utredningens bedömning av Riksbankens kapitalbehov, så till vida att det påverkar behovet av att hålla kapital för finansiellt risktagande. Det finns problem med en snabb övergång till en sådan förändring av valutapositionen. Detta aktualiserar om det finns behov av vissa övergångsregler, som kan hantera en övergång till en matchad valutaposition på ett lämpligt sätt, vilket utvecklas i avsnitt 8.2.1.

Utredningen har inte tagit ställning till om en neutralisering av Riksbankens valutaposition bör ske genom derivatpositioner eller genom matchad upplåning i utländsk valuta. Vidare har utredningen inte tagit ställning till om Riksbanken bör ha en valutareserv av viss storlek, eller om Riksbanken klarar sig med att hålla en högst begränsad volym utländsk valuta, till exempel för att uppfylla krav från ECB. De olika alternativen medför olika konsekvenser. Om man renodlar alternativen kan man identifiera följande möjligheter. Det går naturligtvis att blanda dem men för att illustrera konsekvenserna är det värdefullt att ha dem renodlade.

1. Riksbanken behåller valutatillgångarna som man har och lånar upp motsvarande volym i matchad utländsk valuta.
2. Riksbanken behåller valutatillgångarna som man har och hedgar bort valutarisken på derivatmarknader.

3. Riksbanken säljer av valutatillgångarna och har då inte något behov att matcha valutarisken.

I avsnitt 8.2.2 – 4 utvecklas konsekvenserna av dessa tre handlingsvägar.

### 8.2.1. Behovet av övergångsregler

Gemensamt för de olika handlingsvägarna är att det uppstår en ökad efterfrågan på svenska kronor när ompositioneringen av valutareserven görs. Om matchningen sker genom upplåning i utländsk valuta kommer de medel som inflyter från upplåningen att behöva placeras i svenska krontillgångar. Om det sker genom derivatinstrument uppstår en efterfrågan på svenska kronor på terminsmarknaden. Och om det sker genom en minskning av valutareservens storlek ska intäkterna från försäljningen av utländska tillgångar placeras i krontillgångar. Efterfrågan på svenska kronor uppstår således på ett princip likvärdigt sätt oavsett hur ompositioneringen sker.

Det rör sig totalt sett om i storleksordningen 150 miljarder kr<sup>43</sup> i utländska valutatillgångar som ska omvandlas till en kronposition. Detta är en betydande omDispositionering, som skulle kunna medföra ett avsevärt efterfrågetryck på den svenska kronan. Det kan ses som en omfattande valutaintervention, med en potentiellt kronförstärkande effekt. För att undvika en sådan effekt behöver en övergång ske under relativt lång tid.

Utredningen har övervägt om det finns anledning att föreslå en viss övergångstid, innan utredningens förslag kan träda i kraft, i syfte att Riksbanken ska kunna genomföra omDispositioneringen av valutarisken i balansräkningen i sådan takt att den ökade efterfrågan på kronor inte får effekter på valutakursen. Utredningen anser emellertid att detta inte är nödvändigt av följande skäl.

Det är svårt att med någon större precision göra bedömningar av hur stora effekterna kan bli på valutamarknaden. Om stor försiktighet ska iaktas är det tänkbart att en övergångstid på ett flertal år skulle behövas. Utredningen har dock anvisat ett behov av kostnadsfritt kapital motsvarande 5 miljarder kr för risker i samband med valutainterventioner. Inom de närmaste åren förefaller behovet av ett sådant riskkapital försumbart. Dels finns det med den nuvarande inriktningen på penningpolitiken inget som talar för att Riksbanken skulle vilja utföra interventioner på valutamarknaden. Dels framstår sannolikheten för en övergång till fast växelkurs inom de närmaste åren som i stort sett obefintlig, med hänsyn till att det inte finns någon politisk diskussion att inom de närmaste åren väcka frågan om ett EMU-inträde på nytt. Därutöver finns kostnadsfritt kapital även för övriga risker, som kan användas för att absorbera förluster till följd av förändringar i växelkursen. Utredningens skäl att anvisa ett kostnadsfritt kapital för valutainterventioner är framför allt att utredningens förslag ska vara tillämpligt under en längre tidsrymd, och i ett längre tidsperspektiv är en övergång till fast växelkurs beaktansvärd, om än kanske inte så sannolikt annat än inför ett EMU-inträde.

---

<sup>43</sup> Valutatillgångarna netto, dvs. med avdrag för repor på passivsidan i balansräkningen, samt guldreserven undantagen, uppgick vid årsskiftet 2006/2007 till 148 miljarder kr.

Därmed borde det kunna vara acceptabelt att se det som att valutarisken kan bäras under övergången från en öppen till en matchad valutaposition. Valutapositionen kommer att kunna minskas kontinuerligt, och därmed också den valutarisk som finns kvar i balansräkningen.

Att inte fastslå en viss övergångstid har också fördelen att Riksbanken får större frihet att utforma övergången på ett sådant sätt att marknaden påverkas så lite som möjligt av denna övergång.

Med hänsyn till att övergångsregler inte bedöms behövas med hänsyn till omdisponeringen av valutareserven, finns det inte skäl att gå in närmare på hur omdisponeringen ska ske. Diskussionen i de följande avsnitten syftar enbart till att visa att det finns flera alternativa sätt att genomföra den samt att det är fullt möjligt att genomföra förändringen, så länge den inte sker alltför snabbt.

### **8.2.2. Direkt upplåning på utländska marknader**

En möjlighet för Riksbanken att neutralisera valutapositionen är att låna upp motsvarande medel i utländsk valuta, på ett sådant sätt att tillgångarna i utländsk valuta är direkt matchade med motsvarande lån i samma valuta. Danmarks nationalbank har i viss utsträckning upplåning i utländsk valuta på sin balansräkning, men de har ett vidare uppdrag en vad som här diskuteras för Riksbanken, eftersom de har att förvalta hela den danska statens utlandsupplåning.

Riksbanken kan låna upp i utländsk valuta antingen genom att emittera värdepapper eller genom direkta lån från aktörer. Vad som är lämpligast utgör en avvägning mellan olika faktorer som vilken typ av instrument skapar lägst räntor, hur stora blir transaktionskostnaderna etc. Utredningen ser inte anledning att fördjupa sig i denna fråga, utöver den diskussion i förhållande till Riksgäldens upplåning som finns i avsnitt 8.3.

### **8.2.3. Hedgning av valutareserven på derivatmarknader**

Eftersom derivatmarknaderna i de valutapar som Riksbanken skulle behöva hedga (dvs. den svenska kronan mot euron, det brittiska pundet, samt den amerikanska, kanadensiska och australiensiska dollarn vilka är nuvarande valutarisker i valutareserven) är likvida borde det inte tillkomma några större praktiska problem eller kostnader vad gäller att ingå derivatkontrakt som matchar valutarisken. I viss utsträckning anpassar Riksbanken redan i dagsläget valutarisken i sin portfölj med derivatpositioner, i stället för att enbart använda avistamarknaderna.

Om Riksbanken väljer att ingå derivatkontrakt för att hedga en mer betydande del av valutatillgångarna kommer de utestående positionerna mot derivatmotparter att bli avsevärda. Riksbanken måste därför ha strikt kontroll av motpartsrisker, vilket bland annat innefattar att ha avtal om säkerheter med alla motparter. Med en god

riskhantering är motpartsriskerna fullt hanterbara, och under sådana omständigheter finns det inte skäl att Riksbanken har ett särskilt kostnadsfritt kapital för detta ändamål av sådan storlek att det bör beaktas inom ramen för utredningens arbete.

#### **8.2.4. Försäljning av valutareserven**

Om valutareserven försäljs används intäkterna för att köpa svenska räntepapper. Utbudseffekter på priset bör vara begränsad eftersom det rör sig om tillgångar i likvida valutor. Störst är eurotillgångar på drygt 10 miljarder euro, vilka bör vara säljbart utan nämnvärd prispåverkan om det sker under viss tid. Det allra bästa vore om Riksgälden och Riksbanken kunde byta tillgångar, det vill säga om Riksgälden kunde emittera papper som Riksbanken bytte in mot valutatillgångar. Med hänsyn till det förbud mot direkt statsupplåning från centralbanker som finns inom EU, så är det enligt utredningens bedömning inte möjligt att genomföra ett sådant byte.

Därmed behöver Riksbanken vid försäljning av utländska valutatillgångar investera intäkten från försäljningarna på andrahandsmarknaden för svenska räntepapper. Utöver den eventuella effekten på kronkursen som kan uppstå när de utländska valutatillgångarna växlas till kronor, så behöver den ökade efterfrågan på räntepapper beaktas.

En begränsande faktor är också att nettoförvärven av svenska statspapper enligt EU:s regler för centralbankers förvärv av statspapper inte får uppgå till mer än 0,1 procent av BNP under en tremånadersperiod. Det betyder att statspapper till ett värde av drygt 10 miljarder kr kan införskaffas varje år. Om Riksbanken enbart skulle genomföra neutraliseringen genom att sälja utländska tillgångar och köpa svenska statspapper skulle neutraliseringen ta lång tid, ungefär 10 år med alternativ 1 och ungefär 15 år med alternativ 2. Det talar för att detta alternativ behöver kombineras med något av de andra alternativen, för att inte övergångstiden ska bli för lång.

Konsekvensen av detta alternativ är att vissa transaktionskostnader uppstår, samt att man inte har valutatillgångar som kan säljas på avistamarknaden, om valutainterventioner behöver genomföras. Om valutatillgångar inte finns måste eventuella interventioner göras på derivatmarknader, vilket dock ändå är den etablerade tekniken.

Därutöver ställer ECB som nämnts ovan vissa krav på centralbankerna inom ECBS att hålla valutareserver av viss storlek. Även detta är således en restriktion för hur stor del av valutareserven som kan säljas av.

### **8.3. Riksbanken som investerare på räntemarknaden**

**Utredningens bedömning:** En övergång till tillgångsförvaltning i svenska kronor medför att Riksbanken måste hantera intressekonflikten avseende att både bestämma räntan och att vara investerare. Vidare behöver övergången ske med hänsyn till tillgången på svenska räntepapper och med beaktande av priseffekter på marknaden.

#### **8.3.1. Hantering av utbuds- och efterfrågeaspekter på räntemarknaden**

Enligt utredningens båda förslag kommer Riksbanken att bli en stor placerare i krontillgångar med låg risk, i realiteten i första hand räntepapper. Med handlingsväg 1 och 3 ovan kommer intäkterna från upplåningen i utländsk valuta, alternativt från försäljningen av valutatillgångarna, placeras direkt på den svenska räntepappersmarknaden. Med handlingsväg 2 uppstår inga direkta investeringar i räntepapper, utan kronpositionen består av ett innehav av utländska tillgångar och en motstående derivatposition, vilka tillsammans medför en kronposition.

Vilket sätt som en omdisponering sker på har inte heller här någon avgörande betydelse. Det står dock klart att Riksbanken kommer att tillföra en betydande efterfrågan på svenska statspapper, en efterfrågan motsvarande ungefär 150 miljarder kr. Den totala stocken av utestående statsobligationer och statsskuldväxlar uppgick i mars 2007 till 990 miljarder kr. Med de starka statsfinanserna som föreligger för närvarande, samt de privatiseringar av statliga bolag som planeras när detta skrivs, minskar utbudet av statspapper. Det finns idag en diskussion om att tillgången på statsobligationer börjar bli för liten för placerarnas behov. Med utredningens förslag riskerar denna effekt att spädas på av den höga efterfrågan på krontillgångar som Riksbanken får.

I avsnitt 8.1.1 har diskuterats att anpassningen till en ny balansräkningsstruktur bör ske så långsamt att inte kronkursen påverkas. Detta gäller i minst lika hög grad att Riksbanken inte bör övergå till en kronposition snabbare än vad marknaderna kan tänkas absorbera den ökade efterfrågan av statspapper utan avsevärda effekter på räntenivåerna. Även detta talar således för en långsam och flexibel övergång. Riksbanken har i detta sammanhang möjlighet att också anpassa övergången till eventuella större förändringar i utbudet av statspapper, till exempel att låta övergången bromsas in under perioder av stora inflöden i statsbudgeten, så att inte Riksbanken förstärker efterfrågechocken.

Även om utbuds- och efterfrågeförhållanden har betydelse för hur en övergång ska ske bör dessa inte ses som hinder för en omställning. Det är trots allt så att vissa länder har väsentligt mindre statsskulder än Sverige, och även dessa har statspappersmarknader som kan ses som fungerande, om än inte lika likvida som den svenska marknaden, och kanske inte heller innehållande så långa löptider. Samtidigt finns det marknadsmekanismer som gör att räntan inte bör stabiliseras alltför långt under ett pris som är rimligt i förhållande till andra tillgångar, exempelvis euroräntor i

motsvarande belopp. Mot denna bakgrund bör övergången ses som hanterbar, men den kan behöva göras långsamt så att prisseffekterna minimeras.

En möjlighet skulle kunna vara att staten genom Riksgälden försöker neutralisera effekten så att konsekvenserna för statens samlade balansräkning (dvs. inklusive Riksbanken) blir oförändrad. Det är ju så att i dagsläget har Riksbanken tillgångar i utländsk valuta motsvarande 150 miljarder kr medan Riksgälden har skuld i utländsk valuta motsvarande ungefär 260 miljarder kr, dvs. tillsammans har de en nettoskuld i utländsk valuta uppgående till ungefär 110 miljarder kr. Lån i utländsk valuta skulle kunna omvandlas till kronpapper i samma takt som Riksbanken nedbringade sin öppna valutaposition. Fördelen med ett sådant beteende skulle vara att Riksbankens ökade efterfrågan på krontillgångar möttes av Riksgälden, med en neutraliserande effekt på räntan. Motsvarande effekt skulle också uppstå på valutamarknaden på så sätt att trycket på kronan skulle minska och den ovan diskuterade ”valutainterventionen” skulle neutraliseras.

Från ett statsfinansiellt perspektiv borde det vara den samlade nettopositionen i utländsk valuta som spelar roll. Om Riksgälden ges ett uppdrag att samarbeta med Riksbanken för att neutralisera effekterna av den minskade valutapositionen borde en övergång kunna ske väsentligt snabbare än vad som skisserats ovan.

Enligt regeringens gällande riktlinjer för statsskuldens förvaltning ska dessutom valutaskulden minskas till 15 procent, vilket motsvarar ungefär 190 miljarder kr givet statsskuldens aktuella storlek. Således ska Riksgäldens valutaupplåning minskas med ungefär 70 miljarder kr enligt redan fattade beslut. Detta skulle kunna neutralisera effekten av att Riksbankens valutaposition förändras, både i samband med en eventuell särskild utdelning enligt alternativ 1 och en om disponering av Riksbankens valutaposition. Eftersom Riksgäldens anpassning redan har påbörjats, kan det dock vara så att förändringen till betydande delar redan är genomförd när utredningens förslag eventuellt beslutas. Hur en eventuell sådan samordning tidsmässigt kan anpassas är inte möjligt för utredningen att uttala sig om. Syftet här är enbart att påtala möjligheten till anpassning.

Det finns även vissa aspekter att beakta vad gäller hur styrningen av staten är organiserad, om en samordning av det aktuella slaget ska äga rum. Vad gäller en eventuell särskild utdelning enligt alternativ 1, är det riksdagen som beslutar om en sådan. Riktlinjerna för statsskuld förvaltningen beslutas av regeringen, och Riksgälden genomför aktuella förändringar. När det gäller om disponeringen av valuta reserven är det Riksbanken som självständigt genomför detta. Således kan samordning behöva ske med såväl riksdagen, regeringen, Riksbanken som Riksgälden inblandade.

Riksbanken har för närvarande en ränterisk i valutatillgångarna som är relativt hög. Den genomsnittliga modifierade durationen ska för närvarande vara 4,0 i Riksbankens valutatillgångar, enligt det mål som satts av direktionen. Utredningen har valt att inte ange direkt hur stor ränterisk Riksbanken bör ta i sin portfölj. Det viktiga från utredningens perspektiv är att inte Riksbanken tar så stora ränterisker att det finns skäl att tilldela Riksbanken ett särskilt buffertkapital för att täcka ränterisken. De omfördelningar av ränterisk som kan behövas bör inte tillföra några särskilda aspekter vad gäller efterfrågeeffekter avseende marknadsräntorna.

### 8.3.2. Intressekonflikter för Riksbanken som aktör på räntemarknaden

Förutom effekterna på marknadsräntorna behöver belysas hur Riksbanken kan agera som investerare på räntemarknaden samtidigt som Riksbanken bestämmer räntan, vilket skulle kunna utnyttjas för att göra vinster på räntemarknaden. Denna intressekonflikt uppstår och måste hanteras oavsett om Riksbanken handlar direkt i svenska räntepapper eller om den via derivatpositioner omvandlar de utländska tillgångarna till en svensk kronposition (se även 6.4).

Två huvudsakliga sätt att hantera denna intressekonflikt kan identifieras. Ett är att se till att det finns mycket strikta ”Chinese walls” mellan räntehandeln och penningpolitiken. Det är möjligt att detta bara kan göras tillräckligt trovärdigt om förvaltningen läggs utanför Riksbanken. Ett annat sätt är att ha strikt mekaniska regler för vad Riksbanken ska köpa, vilket dock utsätter Riksbanken för risken att bli ”squeezad” av marknaden (marknaden vet att de måste köpa vissa instrument vid vissa tidpunkter).

Utredningen ser inte anledning att närmare lägga fast hur intressekonflikten ska hanteras. Med de lagändringar som utredningen föreslår påtalas att Riksbanken får investera i räntetillgångar, men det är samtidigt tydligt att penningpolitiken kommer i första rummet. Utredningen anser att Riksbanken har alla skäl att själva säkerställa att det inte uppstår misstanke om att intressekonflikten utnyttjas, så att trovärdigheten för penningpolitiken riskerar att bli ifrågasatt. Enligt utredningens bedömning saknas det därför skäl att i lagtext specificera hur intressekonflikten hanteras.

## 9. Konsekvenser för statsfinanserna

Utredningens förslag har vissa effekter för statsfinanserna. Effekterna påverkas av i vilken utsträckning statens upplåning genom Riksgälden anpassas enligt utredningens förslag och av i vilken takt omdisponeringen av valutareserven sker. Båda dessa aspekter hålls öppna i utredningens förslag, eftersom de inte är av avgörande betydelse för hur lagstiftningen avseende Riksbankens kapitalstruktur bör se ut.

I detta kapitel redogörs först för hur Riksbankens inleveranser till statskassan påverkas av förslagen. I ett andra avsnitt diskuteras effekterna på statsfinanserna i ett bredare perspektiv, och där får eventuella anpassningar av statens upplåning betydelse. I båda redogörelserna antas att det sker en omedelbar neutralisering av valutapositionen, vilket inte är realistiskt, men ändå lämpligt för en konsekvensbeskrivning, eftersom det är de långsiktiga förändringarna för statsfinanserna när förslaget är helt genomfört som är intressanta att belysa.

### 9.1. Riksbankens inleveranser till staten

**Utredningens bedömning:** I alternativ 1 sker en engångsutbetalning till staten om omkring 50 miljarder kr, samt en prognosticerad årlig inleverans till staten om drygt 3 miljarder kr. I alternativ 2 är balansräkningen oförändrad, och den prognosticerade årliga inleveransen till staten uppgår till drygt 5 miljarder kr.

Efter inleveransen till statskassan för 2006 års resultat uppgick Riksbankens egna kapital till 58.246 miljoner kr. De beräkningar som utredningen gör utgår från detta redovisade värde, avrundat till 58 miljarder kr. Utredningen gör sina beräkningar som om förändringarna skulle genomföras direkt under 2007.

En grundläggande skillnad mellan alternativ 1 och alternativ 2 är att i alternativ 1 föreslås en engångsutdelning som reducerar Riksbankens egna kapital till 10 miljarder kr. Utifrån bokslutet 2006 skulle engångsutbetalningen uppgå till omkring 50 miljarder kr (48 miljarder kr närmare bestämt).

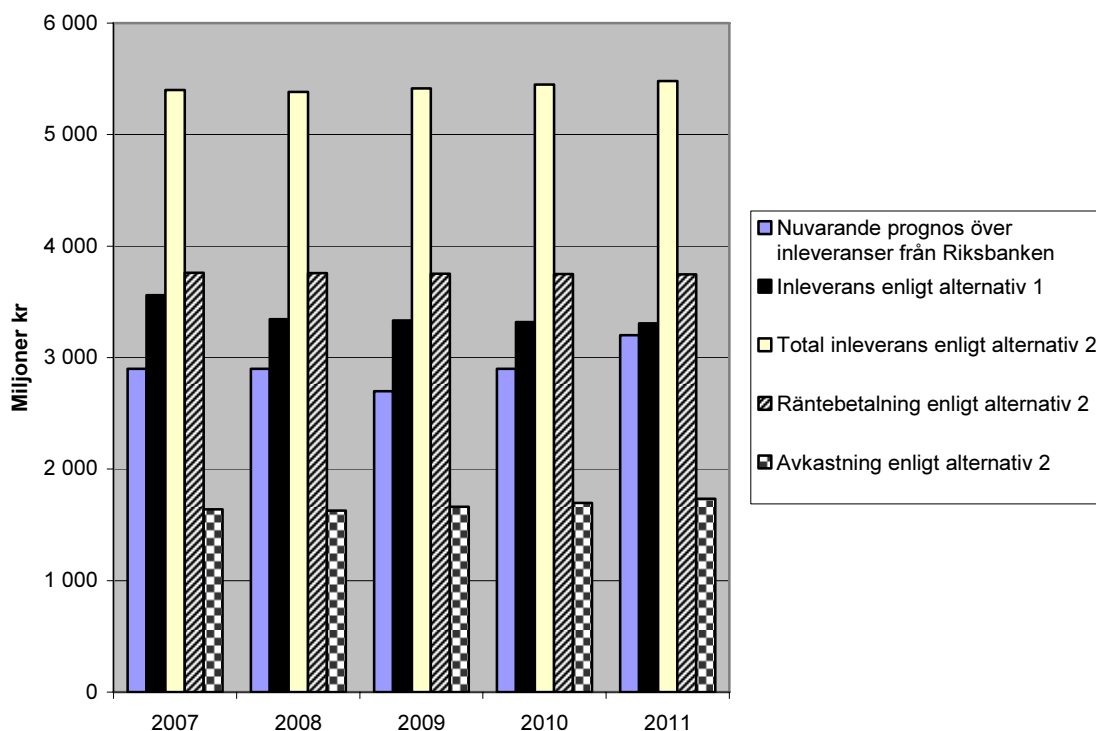
I alternativ 1 ligger därmed en balansräkning som är avsevärt mindre än i alternativ 2 till grund för de vinster som statsmakten har att förvänta sig från Riksbanken (vilket illustrerats i figur 11 i avsnitt 7.4). I alternativ 1 uppgår balansräkningens storlek till 134 miljarder kr medan den i alternativ 2 uppgår till 184 miljarder kr<sup>44</sup>.

I alternativ 1 kommer den avkastande kronpositionen att uppgå till 97 miljarder kr, medan den i alternativ 2 uppgår till 147 miljarder kr. Det ger upphov till skillnader i förväntade inleveranser (se figur 12).

<sup>44</sup> Antagandena för beräkningen består av att det egna kapitalet sätts till 10 respektive 60 miljarder kr i de två alternativen, att guldets värde antas försäljas med samma takt och till samma värde som under 2006 samt att övriga balansräkningsposter (sedelmängd, övriga tillgångar, värderegleringskonto samt övriga skulder) är oförändrade under året.



**Figur 12.** Inleveranser från Riksbanken till statskassan med nuvarande prognos samt för de två alternativen.



Anm: Beräkningarna bygger på Finansdepartementets nuvarande prognos för inleveranser, samt för de två alternativen på en förväntad avkastning på 4 procent samt en förväntad reporänta på 3,5 procent.

De nuvarande prognoserna för inleveransen ligger på omkring 3 miljarder kr per år, för alternativ 1 på drygt 3 miljarder kr per år samt för alternativ 2 drygt 5 miljarder kr. Det som gör att den nuvarande prognosen är lägre beror dels på att den implicerar en lägre räntenivå än de 4 procent som utgör grunden för beräkningarna här, dels på att den innehåller förväntningar om stigande långräntor som leder till negativa värdeförändringar. Om antagandena i dessa avseenden vore desamma skulle skillnaden mellan alternativ 2 och den nuvarande principen för inleveranser vara marginell. Skillnaden mellan alternativ 1 och 2 beror på att den räntebärande kronpositionen är lägre i alternativ 1. Därutöver är naturligtvis en väsentlig skillnad den extra utbetalning på 48 miljarder kr som ingår i alternativ 1, och som antas ha genomförts omedelbart. Ur ett rent ekonomiskt perspektiv är emellertid de två förslagen i huvudsak likvärdiga.

## 9.2. Statsskuldens storlek

**Utredningens bedömning:** Med utredningens alternativ 1 minskar statsskulden med 48 miljarder kr eller 1,7 procent av BNP. Med alternativ 2 påverkas inte statsskuldens storlek.

Av föregående avsnitt framgick att statskassan kan förväntas få en likvärdig inleverans från Riksbanken med utredningens förslag jämfört med dagens nivå. För alternativ 1 kan det röra sig om i storleksordningen 1 miljard kr årligen och för alternativ 2 i storleksordningen 3 miljarder kr årligen. För alternativ 1 tillkommer också den extra inleverans på 48 miljarder kr som sker momentant vid övergången till den nya kapitalstrukturen. Eftersom den minskar statsskuldens räntekostnader med ungefär samma belopp är effekterna på statsfinanserna totalt sett desamma.

En konsekvens av att kapitalet flyttas från Riksbanken är att statsskulden minskar. Statsskulden brukar redovisas på huvudsakligen två sätt, antingen som statsskulden i form av Riksgäldens upplåning<sup>45</sup> eller som den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld. Det senare är den beräkning av skulden som används för beräkningar av EU-kommissionen med avseende på om kriterierna är uppfyllda för att delta i eurosamarbetet. Den huvudsakliga skillnaden är att den konsoliderade bruttoskulden även innehåller den kommunala sektorns skulder på kreditmarknaden och premiepensionssystemets fordran på Riksgälden (staten), samt att avdrag görs för kommunsektorns och AP-fondernas innehav av statspapper och kommunskulder.

Statsskulden uppgick vid utgången av 2006 till 1.220 miljarder kr (43,0 procent av BNP) och den konsoliderade bruttoskulden till 1.331 miljarder kr (46,9 procent). En återbetalning på 48 miljarder kr medför att statsskulden minskar till 41,3 procent av BNP och den konsoliderade bruttoskulden till 45,2 procent av BNP, förutsatt att återbetalningen skulle skett vid utgången av 2006. Statsskulden förväntas minska de närmaste åren vilket gör att dessa andelstal förändras för framtida år. Minskningen av statsskulden motsvarar dock ungefär 1,7 procent av BNP.

Med utredningens alternativ 2 påverkas inte statsskuldens storlek på vare sig kort eller lång sikt. Den årliga utdelningen blir visserligen större, men det uppvägs av att staten betalar ut mer i räntor i och med att statsskulden är större än i alternativ 1.

### **9.3. Statsfinansernas valutaexponering**

**Utredningens bedömning:** Statsfinansernas samlade exponering mot förändringar i växelkursen förändras genom förslaget. Hur stor denna förändring blir är avhängigt statens hantering av sin samlade valutaposition, det vill säga i vilken utsträckning Riksgäldens valutaskuld anpassas när Riksbanken neutraliserar sina valutatillgångar.

Statens finanser påverkas också av den samlade valutaexponeringen som statsfinanserna är utsatta för. I dagsläget neutraliserar Riksgäldens valutaupplåning och Riksbankens valutatillgångar varandra i viss utsträckning. När kronan stärks minskar värdet av Riksbankens valutatillgångar, men samtidigt minskar också värdet (i kronor räknat) av Riksgäldens valutaskuld. Ur ett budgetperspektiv minskar inleveranserna från Riksbanken, samtidigt som kostnaderna minskar för valutaskulden. Denna matchningseffekt är långt ifrån perfekt i dagsläget, dels

<sup>45</sup> När statsskulden redovisas i den ekonomiska vårpropositionen görs ett avdrag från det belopp Riksgälden lånat upp för statliga myndigheters innehav av statspapper. Det är denna nivå på statsskulden som används här också.

eftersom valutakompositionen mellan Riksgäldens utlandsupplåning och Riksbankens valutatillgångar inte är identisk, dels eftersom inleveransen från Riksbanken styrs av särskilda regler. På en översiktlig nivå är dock effekten relevant att beakta.

Som diskuterats i kapitel 8 uppgår Riksbankens valutatillgångar till ungefär 150 miljarder kr<sup>46</sup> och Riksgäldens valutaskuld till ungefär 260 miljarder kr, vilket innebär en nettoposition på 110 miljarder kr. Staten har naturligtvis andra valutapositioner i sin samlade balansräkning, men dessa bortses från här.

Med utredningens förslag om en neutralisering av valutapositionen i Riksbanken ökar statens öppna valutaexponering från 120 till 270 miljarder kr. Denna effekt kan som diskuterats neutraliseras om staten så önskar. Om den inte gör det blir statsfinanserna totalt sett mer utsatta för variationer i växelkursen.

Vad som är en lämplig syn på statens samlade valutaexponering ligger utanför utredningens uppdrag, och är något som beaktas vid regeringens lämnande av riktlinjer för statsskuldförvaltningen. Syftet med diskussionen här är att peka på dessa konsekvenser.

---

<sup>46</sup> Guld ej inräknat och med avdrag för repor på skuldsidan.

## 10. Författningskommentarer

### 10.1. Alternativ 1

#### Förslag till lagtext och lagkommentar:

Skälen för förslagen har utvecklats i avsnitt 7.1.

#### **10 kap. Fondmedel, vinstdisposition, budget och ansvarsfrihet**

*1 § Riksbankens finansiella självständighet garanteras av att den givits rätten att ge ut sedlar och mynt samt att den därutöver har en grundfond som skall uppgå till lägst tio miljarder kronor.*

I paragrafen kommer utredningens grundläggande tankar om hur Riksbankens finansiella självständighet ska uppnås till uttryck. Kapitlets rubrik har ändrats i enlighet med detta.

Begreppet grundfond har en annan innebörd än tidigare, vilket utvecklats i avsnitt 7.4. Tidigare var grundfonden bestämd till ett nominellt belopp. Med utredningens förslag kan grundfonden uppgå till varierande belopp.

I ECB:s konvergensrapporter har riktats anmärkning mot att det inte finns bestämmelser som exklusivt reglerar hur värdeöverföringar från Riksbanken till staten ska gå till. Bestämmelserna i denna paragraf och den övriga regleringen i kapitlet svarar nu mot ECB:s krav vad gäller kapitalstyrka och skydd mot värdeöverföringar.

*2 § Grundfondens enligt 1 § erforderliga storlek skall varje år räknas upp med en faktor motsvarande förändringen i konsumentprisindex, beräknad som kvoten mellan konsumentprisindex för oktober månad året före innevarande räkenskapsår och konsumentprisindex för oktober månad 1992.*

Kostnaderna för att finansiera driften av Riksbanken kan förväntas stiga med den allmänna prisutvecklingen. Grundfondens storlek bör därför räknas upp i enlighet med detta och grundfondens storlek knyts till utvecklingen av konsumentprisindex. Bestämmelsens lydelse tydliggör att det är grundfondens ursprungliga storlek som år för år ska räknas upp i storlek och inte den faktiska grundfonden ett visst år. Om konsumentprisindex minskar ska det inte medföra att grundfondens erforderliga storlek minskas.

*3 § Om grundfonden är mindre än vad som följer av 1 och 2 § § får utdelning till staten inte ske.*

Bestämmelsen i denna paragraf tydliggör att Riksbankens kapitalstyrka ska byggas upp så snabbt som möjligt efter en förlust som inkräktat på grundfondens storlek enligt 1 och 2 §§. Det innebär att det är den uppräknade storleken på grundfonden enligt 2 § som avgör om vinstutdelning får ske. I och för sig torde samma resultat följa av regleringen i 4 § men utdelningsförbudet tydliggörs genom denna bestämmelse.

*4 § Årets vinst skall disponeras enligt följande.*

- 1. Avsättning skall göras till grundfonden så att den uppgår till den storlek som följer av 1 och 2 § §.*
- 2. Det som återstår efter eventuell avsättning enligt punkt 1 kan delas ut till staten.*

Bestämmelserna anger hur årets vinst ska disponeras. Som framgår av 2 § ska grundfondens erforderliga storlek varje år räknas upp med hänsyn till ökningen av konsumentprisindex. Första punkten anger att avsättning ska göras så att grundfonden uppgår till den enligt 2 § erforderliga storleken. Det innebär att om tidigare år tillräckliga avsättningar inte kunnat göras så ska det korrigeras för innevarande år.

När avsättningen enligt första punkten gjorts kan resterande del av vinsten delas ut till staten. Huvudregeln får antas bli att hela vinsten delas ut till staten, men riksdagen kan besluta att endast en del av vinsten ska delas ut, exempelvis om den anser att Riksbankens finansiella ställning bör stärkas eller om det övergångsvis bedöms olämpligt att hela den särskilda utdelningen som möjliggörs i detta alternativ delas ut. Ett beslut att hela vinsten inte ska delas ut kan riksdagen fatta oavsett om fullmäktige föreslagit det eller inte.

Av 3 och 4 §§ följer att för den händelse Riksbanken för ett enskilt år visar förlust så ska varken avsättning till grundfonden eller utdelning ske.

*5 § Riksbankens resultaträkning och balansräkning fastställs av riksdagen, som också beslutar hur vinsten skall disponeras. Riksdagen beslutar om ansvarsfrihet för fullmäktige för dess verksamhet och för direktionen för förvaltningen av Riksbanken. Ansvarsfrihet får vägras endast om det finns skäl att föra talan om ekonomiskt ansvar mot en ledamot av fullmäktige eller direktionen eller om ledamoten bör åtalas för brottsligt förfarande i samband med sitt uppdrag eller sin anställning.*

Den första meningen anger att det är riksdagen som fastställer Riksbankens resultat och balansräkning och därigenom beslutar i vilken mån avsättning ska ske till grundfonden. Vid ett sådant beslut tillämpar riksdagen 1 – 4 §§. Vidare är det riksdagen som beslutar hur Riksbankens vinst ska disponeras. Vinsten kan antingen delas ut helt och hållet till staten eller så kan hela eller delar av den lämnas kvar i Riksbanken. Bestämmelserna om ansvarsfrihet är oförändrade.

*Nuvarande 1a§ blir 6, 2§ blir 7§, 3§ blir 8§, 5§ blir 9§.*

## **10.2. Alternativ 2**

### **Förslag till lagtext och lagkommentarer:**

Skälen för förslagen har redogjorts för i avsnitt 7.2.

#### **10 kap. Fondmedel, avgift, vinstdisposition, budget och ansvarsfrihet**

*1 § Riksbanken skall ha en grundfond som skall uppgå till lägst sextio miljarder kronor.*

I paragrafen kommer utredningens grundläggande tankar om hur Riksbankens självständighet ska uppnås till uttryck. Kapitlets rubrik har ändrats i enlighet med detta.

Begreppet grundfond har en annan innebörd än tidigare, vilket utvecklats i avsnitt 7.4. Tidigare var grundfonden bestämd till ett nominellt belopp. Med utredningens förslag kan grundfonden uppgå till varierande belopp.

I ECB:s konvergensrapporter har riktats anmärkning mot att det inte finns bestämmelser som exklusivt reglerar hur värdeöverföringar från Riksbanken till staten ska gå till. Bestämmelserna i denna paragraf och den övriga regleringen i kapitlet svarar nu mot ECB:s krav vad gäller kapitalstyrka och skydd mot värdeöverföringar.

*2 § Grundfondens enligt 1 § erforderliga storlek skall varje år räknas upp med en faktor motsvarande förändringen i konsumentprisindex, beräknad som kvoten mellan konsumentprisindex för oktober månad året före innevarande räkenskapsår och konsumentprisindex för oktober månad 1992.*

Kostnaderna för att finansiera driften av Riksbanken kan förväntas stiga med den allmänna prisutvecklingen. Grundfondens storlek bör därför räknas upp i enlighet med detta och grundfondens storlek knyts till utvecklingen av konsumentprisindex. Bestämmelsens lydelse tydliggör att det är grundfondens ursprungliga storlek som år för år ska räknas upp i storlek och inte den faktiska grundfonden ett visst år. Om konsumentprisindex minskar ska det inte medföra att grundfondens erforderliga storlek minskas.

*3 § Riksbanken skall varje år betala en avgift till staten beräknad enligt en räntesats motsvarande reporäntan på det nominella beloppet av utelöpande sedlar och mynt.*

Bestämmelsen avser att tydliggöra att skuldposten motsvarande utelöpande sedlar och mynt utgör främmande kapital. Detta manifesteras främst genom att Riksbanken får betala en årlig avgift motsvarande reporäntan för utelöpande sedlar och mynt. Det är inte lämpligt att i lagtexten närmare ange med vilken teknisk metod som avgiften ska beräknas. Det får förutsättas att beräkningen sker med så exakta metoder som står till buds.

*4 § Om grundfonden är mindre än vad som följer av 1 och 2 §§ får utdelning till staten inte ske.*

Bestämmelsen i denna paragraf tydliggör att Riksbankens kapitalstyrka ska byggas upp så snabbt som möjligt efter en förlust som inkräktat på grundfondens storlek enligt 1 och 2 §§. Det innebär att det är den uppräknade storleken på grundfonden enligt 2 § som avgör om utdelning får ske. I och för sig torde samma resultat följa av regleringen i 4 § men utdelningsförbudet tydliggörs genom denna bestämmelse.

*5 § Årets vinst skall disponeras enligt följande.*

- 1. Avsättning ska göras till grundfonden så att den uppgår till det belopp som följer av 1 och 2 §§.*
- 2. Det som återstår efter eventuell avsättning enligt punkt 1 kan delas ut till staten.*

Bestämmelserna anger hur årets vinst ska disponeras. Som framgår av 2 § ska grundfonden erforderliga storlek varje år räknas upp med hänsyn till ökningen av konsumentprisindex. Första punkten anger att avsättning ska göras så att grundfonden uppgår till den enligt 2 § erforderliga storleken. Det innebär att om tidigare år tillräckliga avsättningar inte kunnat göras så ska de korrigeras för innevarande år.

När avsättningen enligt första punkten gjorts kan resterande del av vinsten delas ut till staten. Huvudregeln får antas bli att hela vinsten delas ut till staten, men riksdagen kan besluta att endast en del av vinsten ska delas ut om den anser att Riksbankens finansiella ställning bör stärkas. Ett beslut att hela vinsten inte ska delas ut kan riksdagen fatta oavsett om fullmäktige föreslagit det eller inte. Av 3 och 4 §§ paragrafernas utformning följer att för den händelse Riksbanken för ett enskilt år visar förlust så ska varken avsättning till grundfonden eller utdelning ske.

*6§ Riksbankens resultaträkning och balansräkning fastställs av riksdagen, som också beslutar hur vinsten ska disponeras. Riksdagen beslutar om ansvarsfrihet för fullmäktige för dess verksamhet och för direktionen för förvaltningen av Riksbanken. Ansvarsfrihet får vägras endast om det finns skäl att föra talan om ekonomiskt ansvar mot en ledamot av fullmäktige eller direktionen eller om ledamoten bör åtalas för brottsligt förfarande i samband med sitt uppdrag eller sin anställning.*

Den första meningen anger att det är riksdagen som fastställer Riksbankens resultat

och balansräkning och därigenom beslutar i vilken mån avsättning ska ske till grundfonden. Detta sker på samma sätt som enligt nuvarande lagstiftning efter förslag från riksbanksfullmäktige, vilket följer av den nya 9 §. Vid ett sådant beslut tillämpar riksdagen 1 – 5 §§. Vidare är det riksdagen som beslutar hur Riksbankens vinst ska disponeras. Vinsten kan antingen delas ut helt och hållet till staten eller så kan hela eller delar av den lämnas kvar i Riksbanken. Bestämmelserna om ansvarsfrihet är oförändrade.

*Nuvarande 1a§ blir 7, 2§ blir 8§, 3§ blir 9§, 5§ blir 10§.*

### **10.3. Tillgångsförvaltningen**

Vad gäller regler för hur Riksbanken ska förvalta sina tillgångar föreslås de införas i 8 kapitlet av riksbankslagen. Dessa regler är gemensamma för de båda alternativen.

#### **8 kap. Tillgångsförvaltning och övriga uppgifter**

Skälen för förslagen har redogjorts för i avsnitt 7.3.

*1 § Riksbanken innehar tillgångar för att den skall kunna sköta sina uppgifter enligt denna lag samt för att den självständigt skall kunna finansiera sin verksamhet.*

Den första delen av paragrafen tar sikte på att Riksbanken innehar tillgångar för att kunna utföra sina policyrelaterade uppgifter, till exempel för att kunna genomföra penningpolitiska repor och ge nödkrediter. Den andra delen tar sikte på att det är innehavet av tillgångarna, och den avkastning som tillgångarna genererar, som skapar grunden för det finansiella oberoendet.

*2 § Riksbankens tillgångar skall, med beaktande av de olika syftena med tillgångsinnehavet, förvaltas så att god avkastning uppnås samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Vid förvaltningen skall även hänsyn tas till Riksbankens ställning som centralbank.*

Förslaget har redogjorts för i avsnitt 7.3. Bestämmelsen tar sikte på att ange ramarna för förvaltningen. Dessa är relativt vida och anger enbart att god avkastning ska eftersträvas, men att risken ska beaktas. Skälet för att syftena med förvaltningen ska beaktas är att det inte alltid är möjligt för Riksbanken att vägledas av en bedömning av avkastningsmöjligheter i relation till riskerna. Ett exempel är om Riksbanken lämnar nödkrediter, vilka inte ger en särskilt god avkastning samtidigt som de kan vara förknippade med betydande risker. Ett annat exempel är IMF-åtagandena vilka inte motiveras av överväganden avseende den potentiella finansiella avkastningen och risken.

Skälen för att Riksbankens särskilda ställning måste beaktas har redogjorts för i avsnitt 7.3.



*3 § Direktionen skall fastställa riktlinjer för förvaltningen av de finansiella tillgångarna.*

Direktionen åläggs genom bestämmelsen att dra upp riktlinjer för den samlade tillgångsförvaltningen.

*Nuvarande 1§ blir 4§, 2§ blir 5§, 3§ blir 6§, 4§ blir 7§, 5§ blir 8§, 6§ blir 9§.*

## Särskilt yttrande

### **Särskilt yttrande av experterna Åke Hjalmarsson och Marie Norman**

Vi ansluter oss till de viktigare övervägandena och till förslagen i stort. På en punkt anser vi dock inte att lagförslaget är lämpligt utformat. Detta gäller hur avvägningen mellan avkastning och risk skall göras i Riksbankens tillgångsförvaltning.

Utredningens förslag innebär att Riksbanken får disponera ett kostnadsfritt kapital av betydande storlek. Syftet med detta kapital är att det skall ge Riksbanken det eftersträvade finansiella oberoendet.

I avsnitt 6.4 *Hur bör Riksbankens tillgångar investeras?* överväger utredningen hur Riksbankens tillgångar skall förvaltas när man får andra tillgångar än sådana i utländsk valuta. Utredningen uttalar att dessa tillgångar bör förvaltas på ett sådant sätt att den finansiella risken är så låg att kostnadsfritt kapital inte specifikt behöver tilldelas för risktagande i tillgångsförvaltningen. Dessutom sägs att Riksbanken bör ha en hög riskaversion i sin tillgångsförvaltning och låga riskpreferenser för att säkerställa det finansiella oberoendet.

I *Sammanfattningen* summerar utredningen sin bedömning som att Riksbankens tillgångar bör placeras med låg risk.

Det kan också nämnas att utredningen i avsnitt 3.4.5 *Kapitalbehov för löpande driftkostnader* beräknar Riksbankens kapitalbehov med utgångspunkten att en real avkastning på i genomsnitt 1,5 till 2,0 procent kan nås. Detta är, anser vi, en förväntad avkastning som är förenlig med låg risk i förvaltningen.

Vi har uppfattat att utredningens mening är att Riksbankens tillgångar skall förvaltas med låg risk. Vi har samma uppfattning, men vi anser inte att denna grundsyn på ett tydligt sätt kommer till uttryck i utredningens lagförslag. När det gäller tillgångsförvaltningen har utredningen följande förslag.

#### **8 kap.**

*2 § Riksbankens tillgångar skall, med beaktande av de olika syftena med tillgångsinnehavet, förvaltas så att god avkastning uppnås samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Vid förvaltningen skall även hänsyn tas till Riksbankens ställning som centralbank.*

Den lydelse som utredningen föreslår innebär att knappast någon vägledning alls lämnas för hur avvägningen skall göras mellan god avkastning och risk. Vi anser att lagtexten bättre bör spegla de överväganden som utredningen gör. Vi anser också att det är självklart att Riksbankens penningpolitiska uppgift skall ha företräde framför

dess tillgångsförvaltning. Det är för svagt att endast säga att hänsyn skall tas till Riksbankens ställning som centralbank.

Mot denna bakgrund har vi följande lagförslag.

**8 kap.**

*2 § Förvaltningen av Riksbankens tillgångar skall ske med beaktande av Riksbankens ställning som centralbank.*

*Tillgångarna skall, med beaktande av de olika syftena med tillgångsinnehavet, förvaltas med låg risk.*

# Bilaga 1. Utredningens direktiv (dir. 2006:50)

Beslut vid regeringssammanträde den 27 april 2006

## Sammanfattning av uppdraget

En särskild utredare ska utreda frågor som rör Riksbankens balansräknings- och kapitalstruktur och vinstdisposition. Utredaren ska ge förslag till lagreglering av principerna för disposition av Riksbankens resultat. Förslagen ska bygga på en analys av:

- hur stort eget kapital Riksbanken behöver för att fullgöra sina uppgifter
- vilka vinstdispositions- och balansräkningssystem som tillämpas i ett urval av andra centralbanker inom och utanför EU
- Riksbankens framtida balansräknings- och kapitalstruktur och vinstdisposition
- effekterna för både Riksbanken och statsverket av olika vinstdispositionssystem.

Utredarens uppdrag ska redovisas senast den 30 april 2007.

## Bakgrund

### *Riksbankens självständiga ställning*

Riksbanken är en myndighet under riksdagen och ansvarar självständigt för penningpolitiken och för andra uppgifter som hör samman med deltagandet i det Europeiska centralbankssystemet (ECBS), såsom att genomföra valutatransaktioner, inneha och förvalta en valutareserv samt främja ett säkert och effektivt betalningssystem. Målet för Riksbankens verksamhet är att upprätthålla ett fast penningvärde.

Riksbankens formella och reella självständighet stärktes genom de ändringar som gjordes i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank (riksbankslagen) åren 1989 och 1999. De senare ändringarna genomfördes bl.a. som en följd av att Sverige åtog sig att öka Riksbankens självständighet i och med inträdet i Europeiska unionen (EU) och Riksbankens deltagande i ECBS. Bestämmelserna om självständighet för centralbankerna i ECBS (som omfattar alla EU-ländernas centralbanker, oavsett om landet antagit euron som valuta eller inte) finns i artikel 108 i EG-fördraget och artikel 7 i stadgan för Europeiska centralbankssystemet och Europeiska centralbanken. I korthet innebar förändringarna följande (prop. 1997/98:40 s. 48 f):

- Ett lagstadgat mål för penningpolitiken infördes; att upprätthålla prisstabilitet (funktionellt oberoende).
- Ett förbud att ge instruktioner till Riksbanken i penningpolitiska frågor, och enligt lagförarbetena även andra ECBS-relaterade frågor, infördes (institutionellt oberoende).

- Penningpolitiska beslutsfattare gavs långa mandatperioder. De omfattas av stränga jävsbestämmelser och kan endast avskedas av skäl som anges i ECBS-stadgan (personligt oberoende).

En annan aspekt av självständigheten är det finansiella oberoendet, dvs. att Riksbanken ska ha möjlighet att genomföra sina åtaganden utan att vara beroende av anslag från riksdagen. I det ovan nämnda lagstiftningsärendet ansåg regeringen och riksdagen att Riksbanken redan hade en hög grad av finansiellt oberoende, varför inga regler infördes på det området (prop. 1997/98:40 s. 49).

#### *Riksbankens nuvarande redovisningsprinciper*

Riksbankens intäkter är huvudsakligen ränteintäkter och nettoresultat av finansiella transaktioner. Ränteintäkterna uppgick år 2005 till 5,4 miljarder kronor (och räntekostnaderna till 0,3 miljarder kronor). Nettoresultatet av de finansiella transaktionerna var detta år negativt, -1,1 miljarder kronor. Eftersom resultatet i denna del i hög grad bestäms av valutakursutvecklingen varierar det kraftigt mellan olika år. Nettoresultatet av de finansiella transaktionerna innefattar en prisseffekt (dvs. realiserade vinster och förluster av värdepapperstransaktioner samt orealiserade värdepapperskursförluster), en valutakurseffekt (realiserade vinster och förluster av valutatransaktioner samt orealiserade valutakursförluster) samt en guldvärderingseffekt (realiserade vinster och förluster av transaktioner med guld samt orealiserade guldprisförluster). Intäkterna i övrigt består av t.ex. avgifts- och provisionsintäkter samt erhållna utdelningar och är obetydliga i sammanhanget. Orealiserade vinster ingår alltså inte i Riksbankens resultat som det redovisas i årsredovisningen. De förs i stället till ett värderingskonto i balansräkningen. Från nettointäkterna räknas Riksbankens förvaltningskostnader samt kostnader för produktion av sedlar och mynt. Riksbankens resultat år 2005 var positivt, 3,3 miljarder kronor (jämfört med -2,8 miljarder kronor år 2004).

#### *Nuvarande principer för vinstdisposition*

Enligt 10 kap. 3 § andra stycket riksbankslagen ska direktionen varje år före den 15 februari avge redovisning till riksdagen, Riksrevisionen och riksbanksfullmäktige. Fullmäktige ska till riksdagen och Riksrevisionen lämna förslag till disposition av Riksbankens vinst. Därefter ska riksdagen enligt 10 kap. 4 § riksbankslagen besluta om vinstdispositionen.

Principerna för disposition av Riksbankens vinst är i dag inte lagreglerade. Riktlinjer för vinstdisposition på objektiva grunder lades emellertid fast av riksbanksfullmäktige år 1988 och godkändes sedan av riksdagen påföljande år (bet. 1988/89:FiU27). Enligt dessa riktlinjer skulle Riksbanken ta upp samtliga tillgångar och skulder utom guld till marknadsvärde, vilket medförde att resultatet ett visst år kunde påverkas mycket kraftigt av ränte- och valutakursförändringar. För att uppnå stabilitet i inleveranserna till statsverket skulle de senaste fem årens genomsnittliga resultat före bokslutsdispositioner användas som beräkningsunderlag för vinstdispositionen. En upp- eller nedskrivning av kronans värde skulle heller inte tillåtas påverka resultatet utan dessa effekter skulle utjämnas med dispositionsfonden.

Riktlinjerna tillämpades i denna form fram t.o.m. 1992 års bokslut. Efter det att kronan släpptes fri justerade riksbanksfullmäktige riktlinjerna så att inleveranserna till statsverket skulle utgöras av de fem senaste årens genomsnittliga resultat före bokslutsdispositioner exklusive effekten av varje valutakursförändring. I 1998 års bokslut justerades riktlinjerna i ytterligare ett avseende. Riksbankens guldinnehav marknadsvärderades och den orealiserade värdestegring som hade uppkommit behandlades i praktiken som en valutakurseffekt.

Efter den senaste revideringen utgörs således beräkningsunderlaget för inleveranserna till statsverket av de senaste fem årens genomsnittliga resultat, inklusive realiserade och orealiserade prisseffekter på värdepappersinnehavet, före bokslutsdispositioner, med valutakurseffekter och guldvärdeseffekter borträknade (bet. 2001/02:FiU23).

Vid dispositionen av årets resultat ska ett belopp motsvarande 80 procent av det nyss nämnda beräkningsunderlaget levereras in till statsverket. Det innebär att med nuvarande redovisningsprinciper ingår orealiserade vinster i beräkningsunderlaget och därmed även i årets resultat. Ett belopp motsvarande 10 procent av samma beräkningsunderlag ska sedan avsättas till dispositionsfonden, förutsatt att återstoden av årets resultat uppgår till minst detta belopp. Om så inte är fallet begränsas avsättningen till dispositionsfonden till högst ett belopp motsvarande det som återstår av årets resultat efter avdrag för inleveransen till statsverket. Det som återstår av årets resultat efter dessa två bokslutsdispositioner ska avsättas till resultatutjämningsfonden.

#### *Tillämpning av riktlinjerna för vinstdisposition*

De av riksdagen godkända riktlinjerna för vinstdispositionen tillämpades konsekvent fr.o.m. år 1989 fram t.o.m. räkenskapsåret 1999. För räkenskapsåret 2000 föreslog emellertid riksbanksfullmäktige att ett belopp på 20 miljarder kronor skulle inlevereras till statsverket utöver den reguljära inleveransen för året. Den föreslagna extra inleveransen grundade sig på fullmäktiges bedömning av hur stort Riksbankens eget kapital borde vara. Vid en bedömning av fullmäktiges förslag till vinstdisposition delade finansutskottet uppfattningen att det skulle vara möjligt att tillföra statsverket den extra inleveransen. Utskottet poängterade att det är självklart att Riksbanken ska ha ett så stort eget kapital att banken kan fullgöra sina penning- och valutapolitiska uppgifter på ett trovärdigt och självständigt sätt samt att det egna kapitalet även ska säkerställa stabila inleveranser och ge Riksbanken möjlighet att möta kraftiga fluktuationer i resultatet. Utskottet gjorde bedömningen att Riksbanken hade en god kapitalstyrkebalans såväl internationellt sett som sett i ljuset av de penning- och valutapolitiska åtaganden som banken hade. Kreditriskerna i Riksbankens verksamhet bedömdes dessutom vara lägre än de hade varit tio år tidigare. Mot den bakgrunden fanns det enligt utskottets mening utrymme att nästföljande år göra ytterligare en extraordinär överföring till staten. Utskottet föreslog därför att riksbanksfullmäktige skulle lägga fram ett förslag till slutlig nivå på denna extra inleverans (bet. 2000/01:FiU23 s. 28). Beslutet var dock inte enhälligt.

För räkenskapsåret 2001 bedömde fullmäktige sedermera att det fanns ett utrymme på 20 miljarder kronor som kunde utnyttjas för en extra inleverans till statsverket utöver inleveransen enligt vinstdispositionsprinciperna. Finansutskottet delade fullmäktiges uppfattning och framhöll att Riksbanken efter en sådan inleverans hade uppnått en långsiktigt väl avvägd konsolideringsnivå. Med hänsyn härtill skulle det inte finnas något behov av att överväga ytterligare extraordinära inleveranser under kommande år. Utskottet menade även att det i detta läge inte fanns anledning att ifrågasätta gällande vinstdispositionsprinciper utan att dessa borde fortsätta att tillämpas (bet. 2001/02:FiU23 s. 29 f.). För räkenskapsåret 2002/03 föreslog därför riksbanksfullmäktige att årets vinstdisposition skulle följa gängse principer (förs. 2002/03:RB2), vilket fick stöd av finansutskottet (bet. 2002/03:FiU23 s. 25).

#### *Källor till Riksbankens vinst*

Riksbankens tillgångar lämnar avkastning. Riksbankslagen innehåller inte några bestämmelser om hur bankens tillgångar ska förvaltas, men Riksbanken förvaltar tillgångarna så att avkastningen blir så god som möjligt. Riksbankens penningpolitiska, valutapolitiska och andra uppgifter innebär dock att möjligheterna att placera tillgångar på ett vinstmaximerande sätt begränsas.

Avkastningen av tillgångarna kommer huvudsakligen från värdepappersförvaltningen. Riksbanken håller tillgångar i svenska kronor i princip för att kunna utföra de penningpolitiska operationer som är nödvändiga för att styra räntenivån. Riksbanken håller också tillgångar i utländsk valuta för att upprätthålla förmågan att vidta valutapolitiska åtgärder. Större delen av Riksbankens vinst härrör från förvaltningen av de tillgångar som hålls i utländsk valuta, eftersom dessa är mångdubbelt större än krontillgångarna.

Hur stora Riksbankens intäktsgivande tillgångar är bestäms av hur stort eget kapital banken har och hur stora de övriga skulderna är. Riksbankens övriga skulder består i allt väsentligt av utelöpande sedlar och mynt. Vid utgången av år 2005 var Riksbankens eget kapital 56,8 miljarder kronor och skulderna 151,8 miljarder kronor (varav sedlar och mynt 111,1 miljarder kronor) samt orealiserade vinster bokförda på värderegleringskonton 23,7 miljarder kronor.

Centralbanker har ofta betydande s.k. seignorageintäkter, dvs. intäkter från utgivningen av sedlar och mynt. Seignorage uppkommer genom att de som innehar sedlarna och mynten – som återfinns på skuldsidan i Riksbankens balansräkning – inte får någon ränta, medan de tillgångar som Riksbanken har ger avkastning. Teoretiskt sett skulle alltså seignoraget kunna sägas vara avkastningen på de tillgångar som svarar mot utelöpande sedlar och mynt.

En centralbanks skuldsida består dock av fler poster än sedlar och mynt, främst ett eget kapital. Då Riksbanken inte på förhand har knutit vissa tillgångar till posten sedlar och mynt, går det inte att direkt beräkna hur stort seignoraget är. Det mest rättvisande tillvägagångssättet blir då att beräkna seignoraget genom att multiplicera sedel- och myntstockens andel av den totala balansomslutningen med den realiserade avkastningen på samtliga tillgångar. Seignoraget för år 2005 skulle i så fall bli 2,8 miljarder kronor.

Så länge sedlar och mynt används som betalningsmedel kommer Riksbanken att ha betydande intäkter, eftersom de tillgångar som motsvarar skuldposten för sedlar och mynt kommer att ge avkastning. Om behovet av sedlar och mynt i framtiden skulle minska därför att användningen av andra former av betalningsmedel, t.ex. olika typer av betalkort eller andra betaltjänster, ökar – vilket inte kan uteslutas – innebär det att Riksbankens intäkter blir mindre.

#### *Riksbanksfullmäktiges förslag till struktur för Riksbankens eget kapital*

Våren 2002 redogjorde riksbanksfullmäktige i anslutning till förslaget om disposition av 2001 års resultat (2001/02:RB2) för innehållet i en promemoria från direktionen om Riksbankens eget kapital. I promemorian föreslog direktionen att det egna kapitalet i balansräkningen i fortsättningen skulle delas upp i flera fonder, en fond som garanterar Riksbanken tillräckliga intäkter för att möta bankens normala driftutgifter exklusive kostnaden för tryckning av sedlar och mynt, en fond för att säkerställa Riksbankens förmåga att täcka förluster i verksamheten, främst relaterade till uppgiften att kunna ge s.k. nödkrediter vid störningar i det finansiella systemet samt fonderingar för att möta de orealiserade värddeförändringar som löpande uppstår i Riksbankens tillgångar, baserat på marknadsvärderingen av tillgångarna. Den vinst som återstår efter det att avsättningar gjorts för orealiserade vinster samt för att realvärdesäkra Riksbankens avsättningar skulle sedan, enligt direktionen, vara utdelningsbar. Vidare föreslogs att bestämmelser om fonderingarna skulle införas i riksbankslagen och att det i samma lag dessutom skulle tas in en bestämmelse som skulle förhindra att Riksbankens vinst disponerades på ett sätt som riskerade att åsidosätta bankens möjligheter att självständigt utföra sina lagstadgade uppgifter.

## Behovet av en utredning

### *Konvergensrapporterna*

Hur väl Sverige uppfyller kraven i EG-fördraget och ECBS-stadgan på en självständig ställning för centralbankerna följs upp vartannat år i de s.k. konvergensrapporterna, som sammanställs av kommissionen respektive Europeiska centralbanken (ECB). Detta krav är bindande för alla medlemsländer, oavsett om ett land deltar i valutaunionen eller inte.

I konvergensrapporten för år 1998 påpekade Europeiska monetära institutet (EMI) att Sverige borde överväga att införa en "safeguard clause" som reglerar vinstdelning från Riksbanken. Syftet med en sådan bestämmelse skulle vara att skydda Riksbankens finansiella oberoende så att dess ECBS-relaterade arbete inte skulle hindras. EMI förutsåg emellertid att denna brist skulle åtgärdas med ett förarbetsuttalande inom ramen för den då pågående omarbetningen av riksbankslagen.

Vid översynen av riksbankslagen år 1997 ansåg regeringen att vinstdispositionen sedan 1989 års riksdagsbeslut fastställdes på objektiva grunder och förutsatte att detta också skulle gälla i framtiden. Regeringen menade således att det inte fanns skäl att, såsom EMI hade föreslagit, införa en bestämmelse som skulle säkerställa att riksdagen, när den beslutar om dispositionen av Riksbankens vinst, skulle ta hänsyn till Riksbankens möjligheter att fullgöra sina ECBS-relaterade uppgifter (prop. 1997/98:40 s. 64).

I konvergensrapporten för år 2000 nämndes inte finansiellt oberoende som ett problemområde längre, vare sig av kommissionen eller ECB. I konvergensrapporterna för år 2002 och 2004 uppmärksammades emellertid det finansiella oberoendet igen av såväl kommissionen som ECB.

Kommissionen skrev i konvergensrapporten för 2002 att händelser i Sverige under åren 2001 och 2002 klart visade på konsekvenserna av bristen på detaljerad lagstiftning om utdelning av vinstmedel och extraordinära utbetalningar till statskassan. Särskilt pekades på avsaknaden av lagstiftning som garanterar att Riksbanken behåller de finansiella resurser som krävs för att genomföra alla ECBS-relaterade arbetsuppgifter. Bristen på lagstiftning ansåg ECB och kommissionen vara oförenlig med principen om finansiellt oberoende.

ECB påpekade likaså att det mot bakgrund av den senaste utvecklingen, dvs. de extraordinära utbetalningarna från Riksbanken till staten på sammanlagt 40 miljarder kronor, framstod som nödvändigt att lagstifta om Riksbankens vinstdisposition. En sådan lagstiftning bör enligt ECB innehålla tydliga regler för inom vilka ramar beslut om vinstdisposition ska hållas för att garantera Riksbankens finansiella oberoende.

Såväl kommissionen som ECB tog upp frågan om Riksbankens finansiella oberoende också i 2004 års konvergensrapport.

Kommissionen noterade att den svenska lagstiftningen fortfarande stred mot EG-fördraget i fråga om bl.a. Riksbankens finansiella oberoende. ECB hävdade att när "det gäller Riksbankens finansiella oberoende krävs ytterligare anpassningar av en del rättsliga bestämmelser om Riksbankens räkenskaper och vinstdisposition" och att de "nuvarande bestämmelserna om vinstdisposition är oförenliga med fördraget och ECBS-stadgan". ECB menade att "regelverket bör innehålla tydliga bestämmelser om vilka begränsningar som ska vara tillämpliga i samband med sådana beslut så att Riksbankens finansiella oberoende skyddas."

### *Riksbanksfullmäktiges framställning*

Riksbanksfullmäktige angav i sin framställning till riksdagen 2004/05:RB2 att de ändrade redovisningsprinciperna i Riksbanken möjliggör en övergång till en modell för vinstdisposition där Riksbankens eget kapital tydligare än i dagens modell kopplas till bankens olika uppgifter.



## Uppdraget

Genom anslutningen till EU har Sverige åtagit sig att uppfylla de krav som ställs i EG-fördraget och ECBS-stadgan. En särskild utredare ska bedöma om en lagändring är nödvändig för att säkerställa att lagstiftningen om Riksbankens finansiella oberoende stämmer överens med kraven. Om en lagändring bedöms nödvändig ska utredaren närmare utreda och analysera Riksbankens balansräknings- och kapitalstruktur och vinstdisposition samt ta fram förslag till lagreglering av principerna för disposition av Riksbankens vinst.

### *Hur stort eget kapital behöver Riksbanken för att fullgöra sina uppgifter?*

Kravet på finansiellt oberoende innebär att Riksbanken bör ha tillgångar som genererar en avkastning som är tillräcklig för att finansiera en rimlig nivå på Riksbankens verksamhet. Eftersom tillgångarna i en framtid kan tänkas minska på grund av minskad användning av sedlar och mynt, fordras att Riksbankens eget kapital är tillräckligt för att säkerställa erforderlig avkastning.

I Riksbankens uppdrag – att främja ett säkert och effektivt betalningssystem – ingår även rollen som "lender of last resort". I denna funktion ska Riksbanken kunna bevilja solventa kreditinstitut, som befinner sig i en akut likviditetskris, krediter på särskilda villkor, s.k. nödkrediter, eller ställa ut garantier som medför att institutet kan låna kapitalet på marknaden. Eftersom det är svårt att vid en likviditetskris i ett institut avgöra om institutet slutligt kommer att kunna betala tillbaka krediten är förlustrisken vid nödkreditgivning stor.

De tillgångar som Riksbanken förvaltar genererar normalt en positiv avkastning. Tillgångsförvaltning är dock förknippad med risker för förluster under enskilda år. Eftersom merparten av skuldsidan i Riksbankens balansräkning antingen utgörs av utelöpande sedlar och mynt eller av eget kapital och den helt övervägande delen av tillgångarna ligger i guld- och valutareserven, är i princip hela riskexponeringen i Riksbankens tillgångsförvaltning omatchad. Det innebär att förluster som uppkommer i den löpande förvaltningen, när tillgångspriserna förändras, inte matchas av motsvarande förändring av skulderna, varför sådana förluster måste balanseras mot Riksbankens eget kapital.

Utredaren ska analysera vilken balansräkningsstruktur som är ändamålsenlig för Riksbankens verksamhet och hur stort eget kapital Riksbanken behöver för att fullgöra sina uppgifter och upprätthålla finansiellt oberoende gentemot uppdragsgivaren samt hur det egna kapitalet över tiden ska anpassas till ändrade förutsättningar i den svenska ekonomin.

### *Vinstdispositions- och balansräkningssystem som tillämpas i andra centralbanker inom och utanför EU*

Utredaren ska analysera och kartlägga de vinstdispositions- och balansräkningssystem som tillämpas i ett urval av andra centralbanker inom och utanför EU. Syftet är att inhämta erfarenheter och idéer från andra länder.

### *Riksbankens framtida kapitalstruktur och vinstdisposition*

För att garantera att Riksbanken kan behålla sitt finansiella oberoende gentemot riksdagen måste Riksbanken disponera resurser som är tillräckligt stora för att Riksbanken ska kunna utföra sina uppgifter på ett tillfredsställande sätt. Riksbanken ska självständigt kunna bedriva sin verksamhet och uppfylla sina åtaganden utan att behöva vända sig till riksdagen med en begäran om kapitaltillskott genom anslag. Å andra sidan finns det ingen anledning att Riksbanken ska vara överkapitaliserad.

Utredaren ska ta fram ett regelverk som gör att Riksbanken förblir finansiellt oberoende gentemot riksdagen och att Riksbanken har tillräckligt med eget kapital för att klara av sina

åtaganden och funktioner. Förslaget till lagstiftning ska innehålla principer för disposition av Riksbankens resultat. Reglerna ska förhindra en omotiverad kapitaluppbyggnad i Riksbanken. Utredaren ska fastställa en lämplig nivå för eget kapital och föreslå en vinstdispositionsregel som ser till att denna nivå bibehålls och realvärdesäkras.

Vinstdispositionsregeln ska vara enkelt utformad och så långt som möjligt minimera utrymmet för godtycke när det gäller hanteringen av framtida överskott i Riksbankens verksamhet.

Utredaren kan behöva överväga om förslagen avseende balansräknings- och kapitalstruktur föranleder några ändringar i de regler som styr Riksbankens tillgångsförvaltning.

#### *Effekterna för Riksbanken och statsverket av olika tänkbara vinstdispositionssystem*

Utredaren ska beräkna de samlade effekterna för olika tänkbara vinstdispositionssystem.

Det nuvarande systemet ska belysas, bl.a. i fråga om de rullande femårsberäkningarna avseende underlaget för vinstdispositionen.

Utredaren ska belysa konsekvenserna för intäkterna för statsbudgeten och effekterna på den offentliga sektorns sparande.

Eventuella övergångsproblem mellan det nuvarande och tänkbara nya vinstdispositionssystem ska belysas. Om övergångsproblem identifieras, ska förslag till lösningar på dessa presenteras.

#### **Utredningsarbetet**

Utredaren ska i sitt arbete samråda med Riksbanken.

Om förslagen innebär samhällsekonomiska konsekvenser, ska dessa redovisas.

Utredarens uppdrag ska redovisas senast den 30 april 2007.

# Statens offentliga utredningar 2007

## Kronologisk förteckning

1. Telefonförsäljning. Jo.
2. Från socialbidrag till arbete.  
+ Bilaga. Fördjupningsstudier.  
+ Lättläst. Sammanfattning. S.
3. Föräldraskap vid assisterad befruktning. Ju.
4. Trafikinspektionen  
– en myndighet för säkerhet och skydd inom transportområdet. N.
5. Summa summarum – en fristående myndighet för utredning av anmälningar om brott av poliser och åklagare? Ju.
6. Målsägandebitrådet.  
Ett aktivt stöd i rättsprocessen. Ju.
7. Den nya inskrivningsmyndigheten. M.
8. Nya förutsättningar för ekobrottsbekämpning. Ju.
9. Svenskan i världen. UD.
10. Hållbar samhällsorganisation med utvecklingskraft. Fi.
11. Regional utveckling och regional samhällsorganisation. Fi
12. Hälso- och sjukvården. Fi.
13. Staten och kommunerna – uppgifter, struktur och relation. Fi.
14. Renovering av bostadsmarknad efterlyses!  
Om ungas möjligheter till en egen bostad.  
Rapport nr 1:  
Om bara någon kunde säga vad jag ska göra för att få en bostad så skulle jag göra det.  
Rapport nr 2:  
Måste man ha tur?  
Studier av yngre på bostadsmarknaden i svenska städer.  
Rapport nr 3:  
Effektiv bostadsservice och förmedling av bostäder – ur ett dubbelt användarperspektiv.  
Rapport nr 4:  
Unga vuxna på bolånemarknaden. M.
15. Stöd för framtiden – om förutsättningar för jämställdhetsintegrering.  
  
Idébok:  
Jämställd medborgarservice. Goda råd om jämställdhetsintegreringen. En idébok för chefer och strateger.  
Metodbok:  
JämStöd Praktika. Metodbok för jämställdhetsintegrering. IJ.
16. Ändrad könstillhörighet – förslag till ny lag. S.
17. Äktenskap för par med samma kön.  
Vigsselfrågor. Ju.
18. Arbetsmarknadsutbildning för bristyrken och insatser för arbetslösa ungdomar. N.
19. Friskare tänder – till rimliga kostnader. S.
20. Administrativa sanktioner på yrkesfiskets område. Jo.
21. GMO-skador i naturen och Miljöbalkens försäkringar. M.
22. Skyddet för den personliga integriteten. Kartläggning och analys. Del 1+2. Ju.
23. Genomförande av tredje penningtvättsdirektivet. Fi.
24. Veterinär fältverksamhet i nya former. Jo.
25. Plats för tillväxt? Fi.
26. Alternativ tvistlösning. Ju.
27. Auktorisation av patentombud. N.
28. Tydliga mål och kunskapskrav i grundskolan. Förslag till nytt mål- och uppföljningssystem. U.
29. Hur tillämpas expropriationslagens ersättningsbestämmelser? Ju.
30. Två nya statliga specialskolor.  
+ Lättläst + Daisy. U.
31. Alltid redo! En ny myndighet mot olyckor och kriser. Fö.
32. Tillväxt genom turistnäringen. N.
33. Släpvagnskörning med B-körkort – när kan de nya EU-reglerna börja tillämpas? N.
34. Skolgång för barn som skall avvisas eller utvisas. Ju.

35. Flyttning och pendling i Sverige. Fi.
36. Bioenergi från jordbruket – en växande resurs. + Bilagedel. Jo.
37. Vård med omsorg – möjligheter och hinder. S.
38. Kunskapsläget på kärnavfallsområdet 2007. Nu levandes ansvar, framtida generationers frihet. M.
39. Framtidens polis. Ju.
40. Valsystem och representationseffekter. En jämförande studie av 25 länder. Ju.
41. Misstroendeförklaring och regeringsbildning 1994–2006. Regel tillämpning och författningpolitiska alternativ. Ju.
42. Från statsminister till president? Sveriges regeringschef i ett jämförande perspektiv. Ju.
43. Bättre arbetsmiljöregler II. Skyddsombud, beställansvar, byggarbetsplatser m.m. A.
44. Tsunamibanden. Fi.
45. Utökat elektroniskt informationsutbyte. Fi.
46. Ansvarsfrågan vid odling av genmodifierade grödor. Jo.
47. Den osynliga infrastrukturen – om förbättrad samordning av offentlig IT-standardisering. N.
48. Patientdata och läkemedel m.m. S.
49. Organisationsform för VTI och SIKa. N.
50. Mångfald är framtiden. Ku.
51. Riksbankens finansiella oberoende. Fi.

# Statens offentliga utredningar 2007

---

## Systematisk förteckning

### **Justitiedepartementet**

---

- Föräldraskap vid assisterad befruktning. [3]  
Summa summarum – en fristående myndighet för utredning av anmälningar om brott av poliser och åklagare? [5]  
Målsägandebiträdet.  
Ett aktivt stöd i rättsprocessen. [6]  
Nya förutsättningar för ekobrottsbekämpning. [8]  
Äktenskap för par med samma kön.  
Vigsselfrågor. [17]  
Skyddet för den personliga integriteten.  
Kartläggning och analys. Del 1+2. [22]  
Alternativ tvistlösning. [26]  
Hur tillämpas expropriationslagens ersättningsbestämmelser? [29]  
Skolgång för barn som skall avvisas eller utvisas. [34]  
Framtidens polis. [39]  
Valsystem och representationseffekter.  
En jämförande studie av 25 länder. [40]  
Misstroendeförklaring och regeringsbildning 1994–2006.  
Regeltillämpning och författningsspolitiska alternativ. [41]  
Från statsminister till president?  
Sveriges regeringschef i ett jämförande perspektiv. [42]

### **Utrikesdepartementet**

---

- Svenskan i världen. [9]

### **Försvarsdepartementet**

---

- Alltid redo! En ny myndighet mot olyckor och kriser. [31]

### **Socialdepartementet**

---

- Från socialbidrag till arbete.  
+ Bilaga. Fördjupningsstudier.  
+ Lättläst. Sammanfattning. [2]  
Ändrad könstillhörighet – förslag till ny lag. [16]

- Friskare tänder – till rimliga kostnader. [19]  
Vård med omsorg – möjligheter och hinder. [37]  
Patientdata och läkemedel m.m. [48]

### **Finansdepartementet**

---

- Hållbar samhällsorganisation med utvecklingskraft. [10]  
Regional utveckling och regional samhällsorganisation. [11]  
Hälso- och sjukvården. [12]  
Staten och kommunerna – uppgifter, struktur och relationer. [13]  
Genomförande av tredje penningtvättsdirektivet. [23]  
Plats för tillväxt? [25]  
Flyttning och pendling i Sverige. [35]  
Tsunamibandet. [44]  
Utökad elektroniskt informationsutbyte. [45]  
Riksbankens finansiella oberoende. [51]

### **Utbildningsdepartementet**

---

- Tydliga mål och kunskapskrav i grundskolan.  
Förslag till nytt mål- och uppföljningssystem. [28]  
Två nya statliga specialskolor.  
+ Lättläst + Daisy. [30]

### **Jordbruksdepartementet**

---

- Telefonförsäljning. [1]  
Administrativa sanktioner på yrkesfiskets område. [20]  
Veterinär fältverksamhet i nya former. [24]  
Bioenergi från jordbruket – en växande resurs.  
+ Bilagedel. [36]  
Ansvarsfrågan vid odling av genmodifierade grödor. [46]

### **Miljödepartementet**

---

- Den nya inskrivningsmyndigheten. [7]

Renovering av bostadsmarknad efterlyses!  
Om ungas möjligheter till en egen bostad.  
Rapport nr 1:  
Om bara någon kunde säga vad jag ska göra för att få en bostad så skulle jag göra det.  
Rapport nr 2:  
Måste man ha tur?  
Studier av yngre på bostadsmarknaden i svenska städer.  
Rapport nr 3:  
Effektiv bostadsservice och förmedling av bostäder – ur ett dubbelt användarperspektiv.  
Rapport nr 4:  
Unga vuxna på bolånemarknaden. [14]  
GMO-skador i naturen och Miljöbalkens försäkringar. [21]  
Kunskapsläget på kärnavfallsområdet 2007.  
Nu levandes ansvar, framtida generationers frihet. [38]

#### **Näringsdepartementet**

---

Trafikinspektionen  
– en myndighet för säkerhet och skydd inom transportområdet. [4]  
Arbetsmarknadsutbildning för bristyrken och insatser för arbetslösa ungdomar. [18]  
Auktorisation av patentombud. [27]  
Tillväxt genom turistnäringen. [32]  
Släpavganskörning med B-körkort  
– när kan de nya EU-reglerna börja tillämpas? [33]  
Den osynliga infrastrukturen  
– om förbättrad samordning av offentlig IT-standardisering. [47]  
Organisationsform för VTI och SIKa. [49]

#### **Integrations- och jämställdhetsdepartementet**

---

Stöd för framtiden – om förutsättningar för jämställdhetsintegrering.  
Idébok:  
Jämställd medborgarservice. Goda råd om jämställdhetsintegreringen. En idébok för chefer och strateger.  
Metodbok:  
JämStöd Praktika. Metodbok för jämställdhetsintegrering. [15]

#### **Kulturdepartementet**

---

Mångfald är framtiden. [50]

#### **Arbetsmarknadsdepartementet**

---

Bättre arbetsmiljöregler II. Skyddsombud, beställarsansvar, byggarbetsplatser m.m.  
[43]

SOU och Ds kan köpas från Fritzes kundtjänst. För remissutsändningar av SOU och Ds svarar Fritzes Offentliga Publikationer på uppdrag av Regeringskansliets förvaltningsavdelning.

Beställningsadress:  
Fritzes kundtjänst  
106 47 Stockholm  
Orderfax: 08-690 91 91  
Ordertel: 08-690 91 90  
E-post: [order.fritzes@nj.se](mailto:order.fritzes@nj.se)  
Internet: [www.fritzes.se](http://www.fritzes.se)

*Svara på remiss. Hur och varför. Statsrådsberedningen, 2003.*

– En liten broschyr som underlättar arbetet för den som skall svara på remiss.  
Broschyren är gratis och kan laddas ner eller beställas på  
<http://www.regeringen.se/remiss>

Textbearbetning och layout har utförts av Regeringskansliet, FA/kommittéservice

Tryckt av Edita Sverige AB  
Stockholm 2007

ISBN 978-91-38-22772-5  
ISSN 0375-250X