Den moderna centralbankens mandat och diskussionen efter krisen

Magnus Georgsson, Anders Vredin och Per Åsberg Sommar*

Magnus Georgsson är verksam vid avdelningen för finansiell stabilitet, Anders Vredin vid stabsavdelningen och Per Åsberg Sommar vid avdelningen för marknader.

Krig och kriser har genom historien varit katalysatorer för utveckling. Det gäller också centralbankens mandat och den senaste finansiella krisen 2007–2009 har inte varit något undantag. I den här artikeln försöker vi ge en övergripande bild av främst den akademiska diskussionen om centralbankens mandat och av andra aktuella frågor om centralbankens uppgifter nu och framåt. Som en grund för en sådan översikt går vi igenom centralbanksmandatens historiska utveckling, vad som kan anses vara centralbankens grundläggande uppgifter och de avvägningar som centralbankens olika uppgifter och mål för med sig.

Vilka mandat som stater valt att ge sin centralbank har skiftat genom historien, liksom vilka uppgifter lagstiftaren och centralbanken valt att lägga tonvikten på. Under vissa perioder har uppgiften att finansiera statens krig varit det viktigaste, under andra prisstabilitet för att kontrollera inflationen. Ibland har samhället haft behov av en centralbank med ett brett mandat som kan leverera de flesta tjänster inom ett betalningssystem, i andra fall har behovet snarare varit att ge stabilitet åt ett betalningssystem med många privata aktörer.

Sedan den senaste krisen bröt ut har diskussionen om centralbankens mandat varit livlig med flera motstående ståndpunkter. Den har till en del handlat om avvägningsfrågor i centralbankens grundläggande uppgifter, till exempel om hur centralbanker ska kunna uppfylla behovet av att låna ut pengar till betalningssystemets aktörer under en kris utan att samtidigt öka sannolikheten för att aktörerna medvetet tar större risker övertygade om att det allmänna kommer att stå för kostnaderna. Frågor om utökning av centralbankens uppgifter utöver de grundläggande uppgifterna har också diskuterats, särskilt ansvaret för makrotillsyn av det finansiella systemet och tillsyn över banker och andra finansiella institut, den så kallade mikrotillsynen.

I ett avslutande avsnitt presenteras – bland annat mot bakgrund av beskrivningarna i artikeln – ett antal frågor om centralbankers uppgifter som det finns skäl att tro kommer att diskuteras ingående de närmaste åren.

* Författarna vill tacka Jan Qvigstad, Norges Bank, Lars Jonung, Lunds universitet, Juha Tarkka, Finlands Bank och Mikael Apel, Claes Berg, Christina Nordh-Berntsson, Joanna Gerwin, Göran Lind, Per Sonnerby och Jonas Söderberg, samtliga vid Sveriges riksbank, för synpunkter på artikeln i olika delar och stadier. Många experter både på Riksbanken och inom andra organisationer som IMF och BIS har bidragit med givande diskussioner. Författarna vill bland dessa särskilt tacka vice riksbankschef Cecilia Skingsley och David Archer vid Bank for International Settlements.

1. Centralbanksmandatets historia

Utvecklingen mot dagens moderna centralbanker framställs ofta som en evolutionär process i den akademiska litteraturen. Centralbanksmandat har i olika länder nämligen kommit att skifta över tid beroende på lokala omständigheter och förutsättningar. Centralbanker möter återkommande nya utmaningar och problem att lösa och därför finns inte heller någon definitiv allmängiltig formel för hur centralbanker i olika länder bör utformas över tid. Däremot ger de historiska erfarenheterna vägledning utifrån vad som har ansetts vara centralbankernas viktigaste uppgifter.

FÖREGÅNGARNA TILL MODERNA CENTRALBANKER

Den underliggande drivkraften för att initiera och driva på bildandet av centralbanker var i grunden densamma: en önskan att införa en ny, tillförlitlig typ av betalningsmedel. Både allmänhet och stater har sedan länge behövt institutioner som ansvarade för vissa funktioner som i dag anses definiera en modern centralbank.[1] Behov av att kunna genomföra pålitliga betalningar med ett gemensamt bytesmedel i en gemensam enhet drev på utvecklingen. Stater började därför ge antingen statliga eller privata institut privilegiet att ge ut betalningsmedel i den inhemska valutan och att förmedla betalningar. På så sätt ville de minska den oordning som uppstår när olika aktörer i ett land ger ut betalningsmedel i egna enheter på var sitt håll. Dessa institut var föregångare till dagens centralbanker och deras mål var huvudsakligen att upprätthålla värdet på betalningsmedel i den inhemska valutan. Kärnan i moderna centralbankers verksamhet kan spåras tillbaka till att tillhandahålla stabila betalningsmedel, vilket först utfördes av statliga eller privata banker, något som Ugolini (2011) också betonar. Det handlade dels om banker som förmedlade betalningar och finansierade sig enbart genom inlåning (girobanker), dels privatägda sedelutgivande banker. I avsaknad av eget kapital ägdes och backades girobankerna oftast upp av staten. De privatägda sedelutgivande bankerna finansierade sig genom en kombination av eget kapital och inlåning.

FÖRDJUPNINGSRUTA:

Den första sedelutgivande banken Stockholm Banco och hur Sveriges riksbank bildades

Den första sedelutgivande banken i världen var Stockholms Banco som grundades när Johan Palmstruch tilldelades privilegiet att bedriva bank av kung Karl X år 1656. Stockholms Banco fungerade inledningsvis som depositionsbank där allmänheten mot att de betalade en viss avgift kunde deponera sina betalningsmedel, bland annat i form av otympliga kopparplåtar. Insättarna fick ett insättningskvitto som gav dem rätten att lösa in sin fordran på banken och få ut sina insatta

1 Se exempelvis Ugolini (2011), Capie m.fl. (2012) och Roberds och Velde (2014a och b).

medel i form av kopparmynt. I samband med att banken expanderade sin balansräkning genom att den började ge krediter så började banken också att ge ut sedlar. Sedlarna var inte kopplade till någon specifik mängd inlåning utan istället utgivna mot bankens hela balansräkning. Sedlarna gav dock innehavaren rätt att lösa in dem mot en viss mängd kopparmynt. Sedlarna blev snabbt populära eftersom de var mycket lättare att hantera än de otympliga kopparplåtarna. När staten minskade mängden koppar i mynten så uppstod en misstro mot sedlarna bland allmänheten. Den misstron ledde till att folk snabbt ville lösa in sina sedlar för att få tillbaka sina kopparplåtar som de ursprungligen hade deponerat istället för kopparmynt med mindre kopparinnehåll. Därmed uppstod en uttagsanstormning mot banken som ledde till att banken stängdes 1664. År 1668 grundades istället Riksens ständers bank (som senare fick namnet Sveriges riksbank). Banken ägdes av Riksdagen. Sedelutgivningen hade emellertid förbjudits 1664 eftersom den bedömdes ha orsakat att Stockholms Banco gick omkull. Riksbanken började ge ut sedlar igen först år 1745. Eftersom Riksbanken stod under kontroll av Riksdagen var den oberoende gentemot kungen. Riksdagen motsatte sig till exempel att Riksbanken skulle ta upp lån för att finansiera statens krig. Därför grundade kung Gustav III år 1789 Riksgäldskontoret som fick i uppgift att ta upp lån åt staten för att finansiera statsbudgeten, men också för att bedriva utlåning.[2]

MODERNA CENTRALBANKER

En etablerad syn på centralbanker som bland annat Capie m.fl. (2012) och Green (2003) utgår från är att en institution definieras som en modern centralbank om den är

- statens bank,
- monopolist på att ge ut betalningsmedel i den inhemska valutan och
- lender of last resort.

Att vara statens bank betyder vanligtvis att centralbanken sköter statens transfereringar, lånar upp medel till statsbudgeten och förvaltar statsskulden. Att vara lender of last resort innebär att centralbanken ska vara beredd att låna ut pengar till banker och andra aktörer i betalningssystemet för att mildra eller undvika en systemkris. Grunden till den senare uppgiften är centralbankens förmåga att skapa betalningsmedel i form av fysiska och kontohållna pengar i den inhemska valutan. Utifrån dessa kriterier betraktas Bank of England som den första moderna centralbanken. Den hade visserligen grundats redan år 1694 med monopol på att ge ut betalningsmedel i England och Wales och att förvalta statsskulden.[3] Men Bank of England tog inte formen av en modern centralbank förrän en ny lagstiftning år 1844 utvidgade sedelmonopolet till att omfatta hela Storbritannien och Bank of England år 1870 tog på sig ansvaret för stabiliteten i det brittiska banksystemet. Världens äldsta nu existerande centralbank, Sveriges riksbank, skulle enligt kriterierna ovan inte kvalificera sig

2 Se Wetterberg (2009).
3 Se Lees och Footman (2014).

som en modern centralbank eftersom den inte är statens bank. Riksbanken hade visserligen uppgiften att vara statens internbank fram till 1989, men den uppgiften övertogs av Riksgäldskontoret vars uppgift sedan den bildades 1789 är att förvalta den svenska statsskulden.

Ugolini (2011) ansluter sig till synsättet att centralbanker definieras av vilka funktioner de upprätthåller, men tar fasta på att moderna centralbankers har två huvuduppgifter, nämligen att tillhandahålla finansiell stabilitet och monetär stabilitet. Med finansiell stabilitet avses här att tillhandahålla stabila betalningssystem, vara yttersta garant för att betalningssystemet har tillräckligt med betalningsmedel för sin funktion (lender of last resort[4]), och bedriva banktillsyn. Monetär stabilitet omfattar enligt Ugolini att bedriva penningpolitik och framställa betalningsmedel i den inhemska valutan. Som synes finns det vissa skillnader mellan Ugolinis definition av en modern centralbank och den som Capie m.fl. utgått från. I praktiken är centralbanker inte nödvändigtvis statens bank och bedriver inte heller nödvändigtvis banktillsyn.[5] Rollen som lender of last resort är däremot något som är grundläggande för just centralbanken.

Men det finns också de som menar att centralbanker inte behövs, särskilt inte i rollen som lender of last resort. De Soto (2009) redogör för diskussionen mellan förespråkare för centralbanker och förespråkare för helt fri och avreglerad bankverksamhet som brukar kallas *free banking*. Free banking-förespråkarna menar att själva existensen av centralbanker och deras roll som yttersta garant för betalningssystemet förvärrar bankkriser och nedgångar i konjunkturen. De menar att stater har inrättat centralbanker huvudsakligen som ett resultat av påtryckningar från särintressen, främst privata banker, som sett det som nödvändigt att centralbanken skulle gå in och garantera stabiliteten i deras affärsverksamhet under kriser. Enligt detta synsätt blir affärsbankerna mindre ansvarstagande och kunderna mindre benägna att välja stabila banker framför mer riskfyllda sådana när affärsbanker och allmänheten förlitar sig på att centralbanken går in och stöttar krisande banker. Free banking-förespråkarna menar att privata banker på egen hand kan inrätta clearinghus där bankerna genom transparent clearingförfarande själva kan övervaka varandra.[6] Historiskt sett har affärsbankerna på många håll haft ambitionen att sköta detta på egen hand. Men erfarenheten visade att bankerna hade svårt att upprätthålla tillräcklig kapacitet och att koordinera utlåning till konkurrerande banker. Istället gick utvecklingen mot att rollfördelningen mellan affärsbanker och centralbanker renodlades. Capie m.fl. (2012) framhåller att affärsbankerna föredrog att centralbankerna ansvarade för att tillhandahålla betalningssystem och utgöra central motpart i avvecklingen av bankernas

4 Definitionen av begreppet lender of last resort skiftar något i litteraturen, se bl.a. Bordo (2014), Lacker (2014) och Tucker (2014).

5 Ett exempel på det är Sveriges riksbank som vare sig bedriver banktillsyn eller är statens bank.

6 Med clearingverksamhet menas här att förmedla, registrera och redovisa betalningar mellan banker. De Soto (2009) menar att roten till problemet är att bankerna bedriver utlåning som endast delvis backas upp av reserver i form av inlåning (fractional banking, se fördjupning om bl.a. affärsbankspengar i avsnitt 2 nedan). Han ansluter sig visserligen till synen att centralbanker inte behövs men menar att kreditgivning från privata banker ska separeras från inlåningsverksamhet. Inlåningsverksamhet ska bedrivas av särskilda inlåningsbanker som tar emot deponerade medel (deposits) och som backar upp dem mot 100 procent reserver i en allmänt accepterad vara/metall. Kreditgivning ska bedrivas av andra banker som finansieras på annat vis än inlåning.

betalningar sinsemellan i utbyte mot att centralbankerna upphörde med verksamheter som konkurrerade med affärsbankerna, som till exempel kreditgivning. USA:s centralbank, eller snarare system av tolv federala centralbanker (the Federal Reserve System), bildades 1913 efter att affärsbankerna misslyckats med att på egen hand förmedla betalningar mellan bankerna på ett stabilt och tillförlitligt sätt och att på egen hand koordinera finansiellt stöd till banker i kris. Istället fick centralbanken träda in och bringa ordning i betalningssystemet och fungera som central motpart i clearingen av bankernas betalningar sinsemellan i en gemensam valuta till de villkor som centralbanken bestämde.

Vissa länder saknade länge en utvecklad banksektor. Istället tillhandahöll informella finansiella sektorer finansiella tjänster och kreditgivning. I Sverige bestod till exempel fram till 1800-talet den informella finansiella sektorn av handelsfirmor och grosshandlare vid sidan av ett fåtal banker. Att inrätta en offentlig bank var då ett sätt för staten att etablera en finansiell infrastruktur som underlättade kreditgivning till allmänheten.[7]

FRÅN GULDMYNTFOT TILL INFLATIONSMÅL

Under andra hälften av 1800-talet och början av 1900-talet fungerade guldmyntfoten som en internationell valutakursregim i de flesta västländerna. Genom den etablerades ett enskilt, övergripande mål för centralbankerna i de länderna, nämligen att upprätthålla betalningsmedlets konvertibilitet mot guld och dess värde gentemot andra valutor på valutamarknaden. Systemet byggde på att Bank of England garanterade att det brittiska pundet kunde lösas in mot en viss mängd guld och att övriga centralbanker knöt sina valutor till det brittiska pundet. När första världskrigets utbröt slutade guldmyntfoten att gälla men återinfördes igen i många länder mellan 1920 och 1930. Förlorarna i första världskriget, det vill säga Österrike, Ungern och Tyskland, belastades med stora krigsskadestånd som finansierades via sedelpressarna. Det resulterade i hyperinflation. Hyperinflationen upphörde först när staterna bildade oberoende centralbanker med juridiskt sanktionerad motståndskraft att vägra regeringens krav på kredit utan säkerhet och genomförde genomgripande förändringar av finanspolitiken.

När konjunkturen gick ner och börsen kraschade i USA 1929 följde protektionism och världshandeln sjönk kraftigt. Det i kombination med höga krigsskulder ledde till att banksystemen i bland annat Tyskland, Österrike och Ungern kollapsade. Höga räntor för att upprätthålla valutans konvertibilitet mot guldet samtidigt som arbetslösheten ökade gjorde det omöjligt att i längden upprätthålla den fasta växelkursregim som guldmyntfoten utgjorde. Storbritannien liksom Sverige övergav i september 1931 guldmyntfoten och lät sina växelkurser flyta. För att upprätthålla värdet på den svenska kronan deklarerade regeringen istället ett nytt penningpolitiskt program. Det innebar att Riksbanken under perioden

7 I Sverige möjliggjorde bildandet av Sveriges riksbank 1668 inlåning från och kreditgivning till allmänheten eftersom det inte existerade någon banksektor tidigare. Så var också fallet i Norge när Norges Bank bildades 1816, se Haldane och Qvigstad (2014). Centralbankerna i de skandinaviska länderna tillhandahöll finansiella tjänster i avsaknad av en utbyggd banksektor, men fungerade därmed även som grund för att en privat bank- och finanssektor skulle börja utvecklas.

1931 till 1937 fick stabilisering av den inhemska prisnivån som mål för penningpolitiken. År 1937 fick Riksbanken av Riksdagen utöver det primära prisstabilitetsmålet andra mål som att sikta mot full sysselsättning.[8] Regeringen betonade även behovet av att Riksbanken skulle välja penningpolitiska åtgärder i samarbete med regeringen, det vill säga koordinera sin penningpolitik med finanspolitiken.[9] Därmed slog Sverige ur ett internationellt sett tidigt skede in på den väg som de flesta andra länder gjorde först när keynesianismen slog igenom efter andra världskriget. Stabiliseringspolitik och mer statliga regleringar av såväl den reala som den finansiella sektorn, bland annat kontroll av internationella kapitalflöden, innebar att centralbankerna alltmer kom att betraktas som myndigheter underställda regeringarna med syfte att uppnå målen i den allmänna stabiliseringspolitiken. I samband med det förstatligades också många av de centralbanker som dittills varit privatägda.

Som en del i att återupprätta förtroendet för det internationella finansiella systemet etablerades det fasta växelkurssamarbetet "Bretton Woods" 1944. Samtidigt inrättades de internationella institutionerna Internationella valutafonden (IMF) och Världsbanken. IMF fick bland annat i uppgift att övervaka det nya växelkurssamarbetet. Bretton Woodssystemet innebar att medlemsländerna knöt sina växelkurser i ett fast förhållande till den amerikanska dollarn. USA garanterade i sin tur ett fast inlösenpris för den amerikanska dollarn i guld. Formellt upprätthölls konvertibilitet av de enskilda medlemsländernas valutor mot guldet fram till dess Bretton Woodssystemet kollapsade 1971 när USA inte längre kunde upprätthålla ett fast inlösenpris mot guld. Därefter följde en period när de större ekonomiernas valutor flöt mot varandra och centralbankerna i till exempel Tyskland, USA, Schweiz, Kanada och Storbritannien införde penningmängdsmål (monetary targeting). Monetary targeting innebar att centralbankerna genom mål för penningmängdens tillväxttakt försökte kontrollera inflationen. Penningmängdsmålen övergavs dock i mitten på 1980-talet efter att de inte visat sig ändamålsenliga. Istället återgick många länder till att stabilisera växelkurserna. Det övergripande syftet med växelkursregimen var att centralbankerna skulle understödja stabiliseringspolitiken och samtidigt vidmakthålla ett stabilt penningvärde. Med blandade erfarenheter från penningmängdsmål och fasta växelkursregimer började några länder med öppna ekonomier att införa inflationsmål i kombination med rörliga växelkurser. Nya Zeeland blev pionjär år 1990. Kanada följde efter 1991. Storbritannien och Sverige införde inflationsmål 1992 respektive 1993. I dag tillämpar centralbankerna i mer än 30 länder någon form av inflationsmålspolitik.[10] För att öka trovärdigheten för inflationsmålspolitiken har centralbankernas oberoende stärkts.

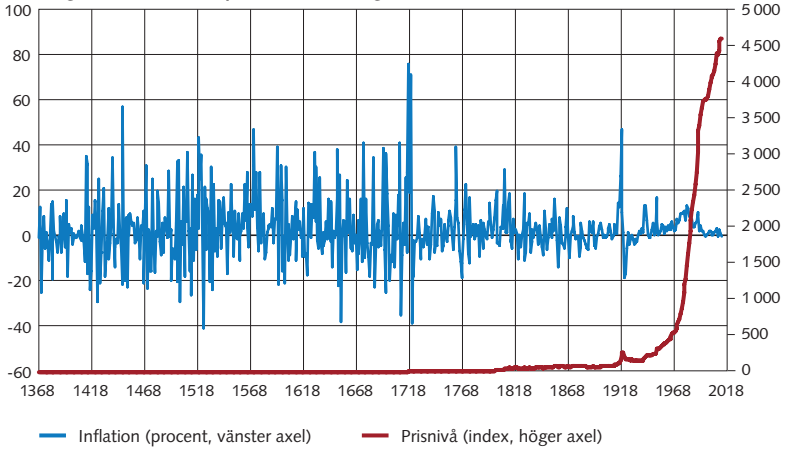
Parallellt med att flera länder införde inflationsmålspolitik utvecklades det fasta växelkurssamarbetet inom EU alltmer. På nyårsdagen 1999 införde elva medlemsländer i EU euron som den gemensamma valutan. I dag har 19 medlemsländer inom EU euron som gemensam valuta. Även den europeiska centralbanken, ECB, bedriver penningpolitik med ett numeriskt ankare för inflationen för euroområdet som helhet.

8 Berg och Jonung (1999) behandlar denna penningpolitiska regim ingående.
9 Se Berg och Jonung (1999).
10 Se Berg (2012) som bland annat behandlar utvecklingen av institutionella ramverk för penningpolitik och finansiella kriser ur ett globalt perspektiv.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att centralbankers uppgifter har varierat över tid och mellan länder. Den gemensamma basen för de flesta uppgifter som centralbanker tilldelats genom tiderna är deras förmåga att vara lender of last resort i den egna valutan.

Diagram 1 visar utvecklingen för konsumentprisernas utveckling i Sverige för åren 1368 till och med 2013, dels i nivå men också som årlig inflationstakt. Diagrammet visar att allmänheten över tid fick uppleva stora svängningar i betalningsmedlens köpkraft. Hög inflation kunde från ett år till ett annat bytas till stark deflation. Det pågick ända fram till 1931 då Sverige införde ett prisstabilitetsmål. Därefter har inflationen stabiliserats och man har lyckats undvika perioder med stark deflation. En period som sticker ut är dock 1970-talet när återkommande utbudschocker och en expansiv ekonomisk politik ledde till att prisnivån sköt iväg dramatiskt. Det är också värt att notera att utvecklingen med perioder med stark inflation som snabbt förbyts till stark deflation inte ändrades i och med att Riksbanken inrättades år 1668.

Diagram 1. Konsumentprisindex för Sverige 1368–2013 (Index, 1914=100)



Källor: Edvinsson och Söderberg (2010) och Sveriges riksbank

2. Centralbankens mandat och uppgifter

I det här avsnittet övergår vi från den historiska beskrivningen till en mer principiell diskussion om vilka mandat och uppgifter som är de allra viktigaste för en modern centralbank, dvs. dess grundläggande uppgifter. Vi diskuterar om det finns några generella kriterier för vad som bör vara en centralbanksuppgift. Syftet är att ge en grund för att bättre förstå diskussionen om avvägningar mellan olika uppgifter i avsnitt 3 och diskussionen om utökade mandat i avsnitt 4.

CENTRALBANKENS MANDAT OCH UPPGIFTER STYRS AV SAMHÄLLETS BEHOV

Ett sätt att angripa frågan om hur centralbankens mandat bör se ut är att börja med samhällsekonomins behov av ett generellt accepterat betalningsmedel, att detta betalningsme-

del har ett stabilt värde över tiden och att det finns en stabil och effektiv infrastruktur för betalningar; dvs. behovet av ett fungerande betalningssystem. Det behövs också ett system som kan omvandla sparande till krediter och investeringar.

Nästa fråga är i vilken utsträckning staten ska ha ansvaret för dessa uppgifter. Green (2003) föreslår att frågan som först bör ställas är om det finns ett *marknadsmisslyckande* som behöver åtgärdas när det gäller betalningar och krediter, det vill säga en grund till varför staten över huvud taget ska reglera området. Nationalekonomer utgår ofta från en förenklad tankemodell där privata marknader i första hand ska tillgodose samhällets behov. Staten ska bara träda in där marknaden har misslyckats eller förväntas misslyckas med att tillgodose dessa behov på ett tillfredsställande sätt. Ett sådant marknadsmisslyckande kan till exempel visa sig genom att enskilda marknadsaktörer inte självmant tar hänsyn till risker som deras handlingar orsakar för det finansiella systemet som helhet. I så fall kan det vara befogat med någon form av tillsyn, reglering eller andra ingrepp från statens sida. Staten kan då ge en centralbank i uppgift att sköta det. Samtidigt är det viktigt att myndigheternas reglering inte blir ett större problem för samhället än det marknadsmisslyckande staten försöker åtgärda. Avvägningar måste alltså göras till exempel mellan ett säkert och ett effektivt betalningssystem, eller annorlunda uttryckt mellan en hög finansiell stabilitet och hög ekonomisk tillväxt.[11] Man kan uppnå ett fullständigt säkert och stabilt betalningssystem genom regleringar men då till priset av låg samhällsekonomisk effektivitet. Flera utvecklade länder – däribland Sverige – hade under en period från andra världskriget fram till mitten av 80-talet omfattande regleringar av kreditmarknaden som många menar innebar en sådan överreglering. Å andra sidan kan oreglerade finansiella marknader leda till snabb ekonomisk tillväxt till priset av stora risker för finansiell instabilitet som kan ge mycket negativa effekter för tillväxten om de skulle materialiseras.

Som vi såg i det föregående avsnittet om centralbankens historia kan en centralbanks funktioner skilja sig åt mellan olika samhällen, till exempel på grund av olika utvecklingsstadier och olika politiska miljöer.

CENTRALBANKENS OBEROENDE

Centralbanker har ofta bildats på initiativ av stater.[12] Därmed har det genom centralbankernas hela historia funnits en inneboende spänning mellan å ena sidan centralbankernas oberoende och strävan att upprätthålla värdet på betalningsmedlen och å andra sidan centralbankens funktion att vara statens bank. Stater har ofta varit frestade att använda centralbankernas monopol på att skapa pengar för att finansiera sin verksamhet, vilket ökar risken för inflation och att värdet på betalningsmedlen urholkas. För att allmänheten ska ha förtroende för att centralbanken klarar att upprätthålla prisstabilitet och ett betalningssystem som är säkert och effektivt även i andra avseenden, är det viktigt att centralbanken

11 Eller som Storbritanniens finansminister George Osborne uttryckte det: "We don't want the stability of the graveyard"/"Vi är inte ute efter den stabilitet som råder på en kyrkogård", se The Telegraph, den 15 november 2011.

12 Capie m.fl. (2012).

inte styrs av andra och mer kortsiktiga politiska mål, utan kan sköta sina uppgifter med en hög grad av oberoende från staten. Därmed inte sagt att centralbanken bör vara fullständigt oberoende. Hur oberoende centralbanken tillåts vara beror på i vilken utsträckning samhället vill försäkra sig om de fördelar som en oberoende centralbank ger. Men det måste samtidigt vägas mot samhällets behov av att kontrollera centralbanken och utkräva ansvar så att den verkligen fyller sin uppgift att verka för samhällets bästa.

FÖRDJUPNINGSRUTA:

Centralbankens oberoende

I ett demokratiskt samhälle begränsas ibland de folkvaldas möjlighet till direkt påverkan och styrning till förmån för andra mer långsiktiga mål. Till exempel ges domstolar ofta visst oberoende för att i utbyte ge rättssäkerhet och universitet för att ge oberoende forskning. I båda fallen finns ett långsiktigt mål med en balanserad utveckling över tid. Centralbankens oberoende har samma grund. När ett samhälle gett centralbanken en hög grad av oberoende har motivet ofta varit ett mål om ett stabilt penningvärde.[13] En centralbank ska alltså ha tillräckligt hög grad av oberoende för att kunna ta beslut om penningpolitiska, långsiktiga mål även när sådana beslut får kortsiktigt negativa effekter på de ekonomiska villkoren för hushåll och företag. Om oberoendet är grundlagsfäst utgör det ytterligare en försäkran för beslut om långsiktiga mål jämfört med om den sittande regeringen relativt snabbt kan ändra bestämmelserna.[14] Ekonomiska studier av centralbanksoberoendet fokuserar mest på det institutionella regelverket för en centralbank och brukar dela in det reglerade oberoendet i fyra delar: institutionellt, funktionellt, organisatoriskt och finansiellt, se till exempel Amtenbrink (1999).

Diskussionerna om graden av oberoende handlar ofta främst om det institutionella oberoendet och det funktionella oberoendet.[15] Det **institutionella oberoendet** brukar också kallas måloberoendet och avser centralbankens möjlighet att själv bestämma sina mål utan direkt påverkan av det politiska systemet. Det **funktionella oberoendet** kallas ofta instrumentoberoende och avser centralbankens möjlighet att bestämma över hur verktygen ska användas för att på bästa sätt uppnå målen.

Organisatoriskt oberoende avser både hur centralbanken är organiserad och vilka förutsättningar som finns för att tillsätta och avsätta centralbankens ledning. Här ingår också hur oberoende centralbanken är från instruktioner från främst regeringen. Om centralbankens ledning kan avsättas på politisk grund eller på grund av det arbete som centralbanken har utfört anses centralbanken till exempel inte ha en hög grad av oberoende. För att centralbanken ska ha en hög grad av oberoende ska de styrande bara kunna avsättas om de gjort sig skyldiga till allvarligt tjänstefel (Amtenbrink, 1999, s. 20) och inte på grund av utebliven eller undermålig prestation. Om man avsatte ledningen på sådan grund så skulle det nämligen kunna öppna för godtyckliga

13 Se bl.a. Blinder (2010), s.6.
14 Koshie (2013), s. 38.
15 Walsh (2005).

politiska tolkningar.[16] Mandattidens längd är också viktig. Den bör vara längre än parlamentets mandatperiod och inte avslutas samtidigt som ett regeringsskifte om graden av oberoende ska anses vara hög. Generellt anses centralbanken ha en högre grad av oberoende ju längre mandatperiod ledningen har.

Det **finansiella oberoendet** handlar slutligen om vilken roll regeringen eller parlamentet spelar för centralbankens budget. Har regeringen inflytande över centralbankens budget kan det göra centralbanken mer sårbar för påverkan i de penningpolitiska besluten. En närliggande fråga är centralbankens vinstutdelning och i vilken utsträckning och på vilket sätt som regering eller parlamentet kan ställa krav på den. De flesta centralbanker betalar regelmässigt årligen in en andel av sin vinst till statskassan.[17]

CENTRALBANKENS GRUNDLÄGGANDE UPPGIFTER

Att tillhandahålla betalningsmedel i form av såväl fysiska som kontoförda pengar i den egna valutan är den uppgift som ofta anses vara grundläggande hos en centralbank.[18] Att ansvara för tillgången på betalningsmedel i betalningssystemet är grunden till en centralbanks övriga uppgifter, allt från finansiell stabilitet och översynen av betalningssystemet till penningpolitiken. En annan viktig uppgift för centralbanken är att hålla värdet på pengarna stabilt över tiden.

Pengar i dess olika former är den mest likvida formen av betalningsmedel, det vill säga den lättast omsättningsbara formen, eftersom de kan användas i de flesta transaktioner.[19]

En typ av fysiska betalningsmedel är sedlar och mynt. Centralbanker har oftast monopol på att framställa sedlar och mynt som genom lagstiftning har en särskild status som landets lagliga betalningsmedel. Det behöver i sig inte innebära att sedlar och mynt utgivna av centralbanken är de enda betalningsmedlen som får användas i ett land. Men som huvudregel innebär statusen *lagligt betalningsmedel* att man kan handla och betala sina skulder med dem.[20] Köpkraften, det vill säga det reala värdet av pengarna, styrs av inflationen, det vill säga hur priserna på varor och tjänster i termer av betalningsmedlet utvecklas. Oftast är det endast fysiska pengar som får statusen som lagligt betalningsmedel. Pengar som endast finns i digital form brukar inte få det. Sådana pengar kallas *kontoförda pengar* och kan till exempel vara pengar som finns på inlåningskonton hos bankerna och används för betalningar genom olika digitala betalningsformer.

16 Nya Zeelands centralbankschef kan avsättas om inflationsmålet inte nås, men sådana avsättningsregler är enligt Bank for International Settlements (2009, s.74) mycket ovanliga.
17 Stella och Lönnberg (2008).
18 Se bl.a. Goodhart (2010) och Blinder (2010).
19 Därmed inte sagt att det är den enda formen. Statspapper med olika löptid kan till exempel vara en efterfrågad form av säkerheter i transaktioner på de finansiella marknaderna, särskilt i kristider.
20 Se Verständig (2013).

FÖRDJUPNINGSRUTA:

Centralbankspengar och affärsbankspengar

Enligt standardbeskrivningen av olika penningmängdsmått i nationalekonomiska läroböcker görs en åtskillnad mellan centralbankspengar (outside money) och affärsbankspengar (inside money).

Centralbankspengar består av sedlar och mynt och de av affärsbankernas kontoförda pengar som finns på konto hos centralbankerna. Affärsbankerna har kontoförda pengar hos centralbanken när de frivilligt eller på grund av tvingande regler behöver hålla reserver för att kunna hantera förändringar i mängden betalningar som allmänheten gör via bankerna. I kristider kan centralbanken behöva öka mängden centralbankspengar i systemet extra snabbt genom att låna ut pengar till bankerna mot säkerheter.

Affärsbankspengar är pengar som lånats in av affärsbankerna från allmänheten. Inlåningen från allmänheten täcks dock i förhållandevis liten utsträckning av reserver i form av kassamedel och inlåning i centralbanken (det vill säga fordringar på centralbanken). Istället utgörs säkerheterna för inlåningen från allmänheten av de fordringar som affärsbankerna skapar genom att bevilja allmänheten krediter. Att bankerna endast placerar en liten del av sin inlåning i form av reserver som kassamedel eller inlåning i centralbanken kallas *fractional banking*.[21] Det är det här förhållandet mellan kortfristiga skulder till insättarna och andra finansiärer, och långsiktig utlåning till allmänheten som gör bankerna känsliga för en *uttagsanstormning* (bank run), det vill säga om många insättare skulle vilja ta ut sina pengar samtidigt. För att stabilisera ett banksystem som utgörs av fractional banking krävs att centralbanken är redo att ge nödkrediter utifrån sin uppgift som lender of last resort. Insättningsgarantier till bankernas kunder som skyddar deras insättningar om banken skulle fallera, krav på storleken på bankernas egna kapital och likvida tillgångar samt övervakning av bankernas risktagande är också viktiga stabiliseringsåtgärder.

Att tillhandahålla betalningsmedel är alltså något som kan sägas definiera centralbanken. Om centralbanken har ett sådant övergripande ansvar för samhällets behov av betalningsmedel, vilka specifika uppgifter är det då mest rimligt att den har ansvar för? Svaret på den frågan skulle kunna vara att de uppgifter som kan uppvisa det starkaste sambandet med detta ansvar utgör centralbankens grundläggande uppgifter. Till dessa kan då såväl finansiell stabilitet som penningpolitik räknas.

21 Fractional banking innebär att lätt omsättningsbara reserver som kontanter och andra säkra tillgångar som bankerna håller bara utgör en liten del – en bråkdel (fraction) – av deras likvida inlåning och som kan sägas upp av insättarna omedelbart.

FINANSIELL STABILITET

En fungerande samhällsekonomi förutsätter inte bara att det existerar betalningsmedel, utan även att det finns en stabil och effektiv infrastruktur för att kunna genomföra betalningar, det vill säga ett *betalningssystem*. Det behövs också ett kreditsystem som omvandlar sparande till investeringar, och ett system för riskhantering där de som vill kan avhända sig risk till de som har kapacitet och vilja att ta på sig risk. Ett stabilt och effektivt betalnings- och kreditsystem förutsätter kort sagt att det finansiella systemet som helhet har förmågan att upprätthålla några grundläggande funktioner. Att upprätthålla de grundläggande finansiella funktionerna kan uttryckas som ett mål om att det måste föreligga *finansiell stabilitet*.[22]

Ett huvudsyfte med att skapa en centralbank är att säkra att det finns ett effektivt betalningssystem.[23] Man kan se det som att centralbankens ansvar att skapa betalningsmedlen förutsätter att de också kan föras ut i det finansiella systemet. Det ligger då nära till hands att ge centralbanken i uppgift att också värna infrastrukturen för betalningssystemet.

Att centralbanken har ett särskilt ansvar för att övervaka i alla fall de centrala delarna av betalningssystemet ter sig alltså naturligt. Hit hör ett centralt betalnings- och avvecklingssystem, det vill säga att slutreglera betalningar med kontoförda pengar mellan bankerna. Ett sådant system riktar sig till aktörerna som förmedlar de betalningar som allmänhetens finansiella transaktioner ger upphov till. Det är alltså bankerna och inte privatpersoner som är medlemmar i det centrala betalnings- och avvecklingssystemet.

Vid störningar eller kriser i det finansiella systemet är centralbankens uppgift att tillhandahålla betalningsmedel och stötta betalnings- och kreditsystemet extra viktig. För att värna stabiliteten i systemet kan då centralbanken få agera lender of last resort. Utifrån detta ansvar är det naturligt att centralbanken även bör övervaka systemet. Beroende på genomförandet av sitt ansvar för lender of last resort, det vill säga att se till att betalningssystemet har betalningsmedel, kan centralbanken till exempel också behöva motverka att systemets aktörer tar för stora risker när de är övertygade om att de är garanterade stöd från centralbanken vid en kris (så kallat moral hazard-beteende).

Det finns andra uppgifter med syfte att värna den finansiella stabiliteten där det är svårare att avgöra om de ska anses som centralbankens grundläggande uppgifter eller inte. Ansvaret för tillsyn av enskilda finansiella institut och ansvaret för att det finansiella syste-

22 Se exempelvis Sveriges riksbank (2013) för en utförligare diskussion av en centralbanks ansvar för den finansiella stabiliteten. Majoriteten av centralbanker anser att de har ett ansvar för finansiell stabilitet. Långt ifrån alla har dock målbeskrivningar i sin lagstiftning som nämner finansiell stabilitet och av de 146 centralbanker som Bank for International Settlements (2009, s. 25 och 30) studerat har färre än en femtedel ett uttalat mål om finansiell stabilitet. Centralbanker har ofta andra sätt att beskriva sitt mandat istället för att använda sig av begreppet finansiell stabilitet som sådant, vilket delvis kan bero på att begreppet är relativt nytt. En annan anledning kan vara att det inte finns någon enskild generellt accepterad eller allmänt använd definition av finansiell stabilitet vare sig i litteraturen, i den vetenskapliga debatten eller bland lagstiftare. Se Issing (2003), Oosterloo och de Haan (2003), Schinasi (2004) och Allen och Wood (2006). Många centralbanker tar ändå viss hänsyn till finansiell stabilitet i sina penningpolitiska ramverk, se Billi och Vredin (2014), s. 2.

23 Se bl.a. Santomero, Viotti och Vredin (2000), s. 3.

met som helhet ska vara robust (så kallad makrotillsyn[24]) läggs till exempel i en del länder på centralbanker och i andra länder på separata tillsynsmyndigheter. Efter den senaste krisen har nya verktyg för makrotillsyn föreslagits, vilket också medfört en diskussion om fördelar och nackdelar med att låta just centralbanken ansvara för dem. Vi återkommer till dessa i avsnitt 4.

PENNINGPOLITIK OCH PRISSTABILITET

Att upprätthålla värdet på betalningsmedlet är minst lika viktigt som att se till att infrastrukturen för betalnings- och kreditväsendet fungerar. Det är viktigt för ett samhälle att betalningsmedlen, oavsett om de är fysiska eller kontoförda, har ett bestående värde över tiden. Annars urholkas allmänhetens förtroende för betalningsmedlen. Principerna för hur man stabiliserar betalningsmedlens värde har som framgått av historiebeskrivningen i avsnitt 1 varierat över tiden. I en fast växelkursregim handlar det om att hålla fast värdet på den inhemska valutan i förhållande till utländska valutor. Vid flytande växelkurser är det numera vanligast att centralbanken styr värdet på den inhemska valutan utifrån ett visst mål för värdeförändringen av den inhemska valutan sett utifrån prisutvecklingen på inhemskt sålda varor och tjänster.

I det senare fallet är centralbankens uppgift att ha tolkningsföreträde för prisutvecklingen på sålda varor och tjänster och utifrån det bestämma räntan som centralbanken sätter på lån till (eller inlåning från) bankerna. Eftersom centralbanken har till uppgift att ge ut pengar och övervaka betalningssystemets infrastruktur – som är en förutsättning för att styra tillgången på betalningsmedel och dess värde – är det rimligt att centralbanken också ansvarar för landets penningpolitik.

De flesta centralbankslagar som har stiftats under de senaste hundra åren har prisstabilitet som främsta mål för penningpolitiken.[25] Även om inte alla länder använder samma definition av penningpolitik och prisstabilitet så är likheterna fler än skillnaderna. Det råder närmast enighet om hur viktigt det är för centralbanken att ha prisstabilitet som mål för sin penningpolitik.

Det penningpolitiska verktyg eller instrument som de flesta i samhället är bekanta med är den så kallade styrräntan. Det är den ränta som ligger till grund för de räntor centralbankens penningpolitiska motparter antingen betalar för att låna pengar från centralbanken eller får för att placera pengar i centralbanken. Andra sätt att styra tillgången på pengar och ränteläget i ekonomin kan vara kvantitativa instrument som öppna marknadsoperationer, det vill säga att köpa eller sälja olika värdepapper. Kassakrav, det vill säga att bankerna tvingas placera medel i centralbanken till noll eller mycket låg ränta, är också ett vanligt förekommande penningpolitiskt instrument. Genom centralbankens öppna marknads-

24 Skillnaden mellan mikro- och makrotillsyn definieras enligt den svenska Finansinspektionen utifrån vad som initierar tillsynsaktiviteten: Om det handlar om företagsspecifika förhållanden är det fråga om mikrotillsyn, och om den avser marknadsövergripande makroekonomiska förhållanden är det makrotillsyn, se Finansinspektionen (2013).

25 Bank for International Settlements (2009) s. 7 och tabell 2 s. 30f.

operationer byter bankerna sina säkerheter, till exempel statspapper eller säkerställda obligationer, mot betalningsmedel i form av kontoförda pengar. Vid störningar och finansiella kriser i betalnings- och kreditsystemet blir det tydligt att sådana insatser också spelar stor roll för den finansiella stabiliteten.[26] Det är ett av sätten som penningpolitiken – eller prisstabiliteten – och den finansiella stabiliteten hänger ihop.

KRITERIER FÖR CENTRALBANKENS ANSVAR FÖR ANDRA UPPGIFTER OCH INSTRUMENT

Vi har nu presenterat vad som kan anses vara centralbankens grundläggande uppgifter. Nu ska vi kort visa hur man utifrån dem kan diskutera om ytterligare uppgifter ska läggas på centralbanken eller inte. Det resonemanget kommer tillsammans med diskussionen om intressekonflikter och avvägningar mellan olika centralbanksuppgifter i följande avsnitt att ligga till grund för vår genomgång av diskussionen om utökade centralbanksmandat i avsnitt 4.

Ett sätt att avgöra om centralbanken ska ha ansvar för andra uppgifter och verktyg än de som omfattas av de grundläggande uppgifterna som vi redan har gått igenom är att analysera vilka *fördelar* det medför att ge centralbanken ansvaret för ytterligare uppgifter. Vilka argument talar för att just centralbanken snarare än någon annan institution bör ges ansvaret för en viss ytterligare uppgift? Utöver att identifiera dessa fördelar föreslår Blinder (2010) att lagstiftaren ska utvärdera de möjliga *intressekonflikter* som kan uppkomma mellan ytterligare uppgifter och de grundläggande uppgifterna, och vilken myndighet som med tanke på sådana konflikter är bäst lämpad att sköta nödvändiga överväganden. Ju större antal uppgifter som en centralbank har, desto större risk för konflikt mellan målen.[27] Å andra sidan blir kompetensen smalare och möjligheten till samordningsvinster mindre med ett snävare mandat. Även *styrningsformen i en centralbank* kan spela roll. Den är utformad utifrån att centralbanken ska kunna fullgöra de grundläggande uppgifterna och kan vara antingen en hjälp eller ett hinder för att utföra ytterligare uppgifter jämfört med andra institutioner. Är centralbanken till exempel bättre lämpad att utföra en viss uppgift på grund av sin höga grad av oberoende? Eller är det tvärtom så att uppgiften eller verktyget för att genomföra uppgiften ligger närmare finanspolitiken eller ett annat politikområde som främst är regeringens ansvar? Det kan i så fall finnas avvägningsproblem gentemot regeringsuppgifterna, vilket i sin tur kan påverka centralbankens oberoende och även dess förtroende hos allmänheten. Ett bra exempel på sådana frågor är diskussionen om huruvida verktygen för makrotillsyn ska ges till centralbanken eller någon annan myndighet.

26 Federal Reserve använde sig av flera program under den senaste krisen 2007–10 med syfte att stabilisera finansmarknaderna, t.ex. Federal Reserve Systems Term Auction Facility, Term Lending Credit Facility och Primary Dealer Credit Facility. Se t.ex. Weinberg (2013).

27 I en rapport från Bank for International Settlements (2009) menar man att det kan finnas ett optimalt antal funktioner per organisation.

3. Avvägning mellan centralbankens mål, uppgifter och verktyg

Ju bredare mandat en centralbank har, desto oftare blir den tvungen att göra avvägningar mellan olika mål, uppgifter och verktyg. Det är ändå vanligt att centralbanker har flera ekonomisk-politiska mål antingen underordnade eller vid sidan om målen för prisstabilitet och finansiell stabilitet, som till exempel hög sysselsättning. Dessa mål kan vara tydligt angivna i styrande författningar men de är som regel mer allmänt hållna. Hur centralbanken ska vikta de olika målen i förhållande till varandra vid konflikt mellan till exempel prisstabilitetsmålet och mål om ekonomisk tillväxt och hög sysselsättning är en fråga som ständigt är föremål för diskussion. En utbredd uppfattning är att en centralbank genom sin penningpolitik, till exempel sin styrränta, inte kan påverka vare sig tillväxt eller sysselsättning annat än på kort sikt.

Centralbanker med inflationsmål bedriver i praktiken *flexibel* inflationsmålspolitik snarare än *strikt* inflationsmålspolitik.[28] Flexibel inflationsmålspolitik brukar tolkas som att penningpolitiken syftar till att stabilisera både inflationen och realekonomin, medan en strikt inflationsmålspolitik syftar till att endast stabilisera inflationen utan hänsyn till stabiliteten i den reala ekonomin. Med stabilisering av realekonomin menas att stabilisera resursutnyttjandet i ekonomin, även om penningpolitiken inte kan påverka den långsiktiga nivån på produktion och sysselsättning. Tillfälliga avvikelser från inflationsmålet kan alltså tillåtas för att tillgodose en stabil utveckling av tillväxt och sysselsättning. Men det är inte detsamma som att till exempel ha sysselsättningen som ett eget mål. Centralbanken beaktar normalt den realekonomiska utvecklingen utan att vara bunden vid att uppfylla något precist mål för den.[29]

Även insatser för att uppnå finansiell stabilitet bör vägas mot önskade effekter på andra ekonomisk-politiska mål. En hårdare reglerad finansmarknad kan till exempel ha mindre möjligheter att bidra till det nationella välståndet om regleringarna begränsar bankernas möjligheter att ge krediter till allmänheten. Det beror på att en sådan reglering begränsar en av det finansiella systemets viktigaste uppgifter, nämligen att omvandla sparande till finansiering av konsumtion och investeringar i till exempel bostäder och produktionskapital. Det kan alltså vara svårt att uppnå högsta möjliga nivå på den finansiella stabiliteten och hög samhällsekonomisk effektivitet på samma gång.

Det finns också risker för centralbankens oberoende när den har multipla mål. Med fler mål ökar risken att flera av målen delas med regeringen och andra delar av samhället vilket gör det svårare att utkräva ansvar från en enskild institution. Ett utökat mandat för centralbanken vad gäller till exempel makrotillsyn kan öppna dörren för yttre påverkan på centralbanken vid koordinering med andra myndigheter som då kan få ett inflytande som kan

28 Se bl.a. Rogoff (1985), Fischer (1996), Svensson (1998) och Sveriges riksbank (2010).

29 Federal Reserve har tre mål: maximal sysselsättning, prisstabilitet och stabila långa räntor. Medan prisstabilitetsmålet är satt till en inflationsnivå om 2 procent, är sysselsättningsnivån svårare att mäta mot ett fast mål. Istället publicerar man kvartalsvisa rapporter med beräkningar av nivåerna på tillväxt och arbetslöshet på längre sikt. Genom penningpolitiken försöker man mildra avvikelser från inflationsmålet och långsiktig arbetslöshet. Ofta, menar man, är dessa mål komplementära. Där detta inte är fallet tillämpar man en balanserad strategi för att främja båda. I den avvägningen tar man hänsyn till omfattningen av avvikelsen och prognosen över när inflation respektive sysselsättningen kan beräknas återgå till nivåer som är förenliga med mandatet. Se Federal Reserve (2012).

komma att påverka andra delar av verksamheten, till exempel penningpolitiken. Att koordinering kan vara önskvärd beror på det starka sambandet mellan finansiell stabilitet och penningpolitik. Åtgärder för att säkra den finansiella stabiliteten kan nämligen ha effekter på det allmänna ränteläget, konjunkturen och inflationen samtidigt som centralbankens räntepolitik påverkar den finansiella stabiliteten.[30] Men en sådan koordinering kan också försvaga centralbankens oberoende och förtroendet för den inom penningpolitiken, se Koshie (2013).

OLIKA SYNSÄTT PÅ FÖRHÅLLANDET MELLAN PRISSTABILITET OCH FINANSIELL STABILITET

Smets (2013) redogör för tre olika synsätt på sambanden mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. Han kallar dem

- "det modifierade Jackson Hole-synsättet",
- "luta sig mot vinden-synsättet", respektive
- "finansiell stabilitet och prisstabilitet är samma sak".

Det första synsättet var allmänt förhärskande under "The Great Moderation", det vill säga perioden från mitten av 1980-talet fram till den senaste finansiella krisen. Perioden utmärktes av låg inflation och stabil tillväxt. Då var den allmänna uppfattningen att styrräntan skulle användas för att uppnå prisstabilitet och för att stödja den ekonomiska utvecklingen, men inte för att minska risken för en kommande finansiell kris. Om en kris inträffade skulle centralbanken och staten relativt smärtfritt kunna "städa upp" (eng. "mopping up") efteråt. Det här synsättet grundades enligt Smets (2013) på synen att centralbanken har ett ganska snävt, penningpolitiskt mandat med mål som prisstabilititet och att stabilisera resursutnyttjandet. Någon avvägning mellan penningpolitiken och den finansiella stabiliteten är enligt detta synsätt inte aktuell. Centralbankens ansvar för finansiell stabilitet är nämligen begränsat till rena krisinsatser med undantag möjligen för så kallad moral suasion, det vill säga mjuk påverkan på de finansiella marknaderna genom tal och skrift utan bindande krav. "Uppstädningen" efter finansiella kriser har emellertid visat sig bli kostsam.

Ett annat sätt att se på centralbankens ansvar är att penningpolitiken bör "luta sig mot vinden". Med det menas att centralbanken på olika sätt ska söka dämpa eller hämma de riskfaktorer den ser, som till exempel "kreditbubblor". Argumenten för att luta sig mot vinden kan delvis ses som en reaktion på centralbankernas starka fokus på inflationsutvecklingen under tiden före den senaste finanskrisen. Enligt Bank for International Settlements (2009) var centralbankerna ovilliga att använda styrräntan när allvarliga marknadsstörningar uppkom i den senaste finanskrisens uppbyggnadsskede. Den oviljan berodde på att centralbankerna var rädda för vilka effekter penningpolitiska åtstramningar skulle ge på inflationen och inflationsförväntningarna. Men krisen har tydliggjort korsvisa kopplingar mellan till exempel penningpolitik och finansiell stabilitet: En penningpolitik som

30 Se bl.a. Billi och Vredin (2014), Bryant, Henderson och Becker (2012), Eichengreen (2011), SNS Konjunkturråd (2012) och Finanspolitiska Rådets rapport 2011, kapitel 5.

fokuserar på prisstabilitet påverkar finansiell stabilitet genom värdet av tillgångar, råvarupriser, krediter, kapitalflöden och växelkurser (se till exempel Eichengreen m.fl., 2011). Det blir också extra tydligt under en finanskris att ett stabilt finansiellt system är en förutsättning för att kunna bedriva en effektiv penningpolitik. De finansiella marknaderna och deras sätt att fungera påverkar genomslaget för penningpolitiken genom de räntor som hushåll och företag möter. Dessutom får de ekonomiska konsekvenserna av en finansiell kris en direkt påverkan på prisstabiliteten, tillväxten och sysselsättningen. Prisstabilitet bidrar till finansiell stabilitet. För att den penningpolitiska transmissionsmekanismen, det vill säga hur en förändring av reporäntan påverkar inflationen och den övriga ekonomin,[31] ska fungera och upprätthållas så är det nödvändigt att undvika finansiell instabilitet (se till exempel Goodhart och Rochet, 2011). Enligt bland andra Eichengreen m.fl. (2011) måste centralbanken därmed göra avvägningar och optimera användningen av olika verktyg med hänsyn till både prisstabilitet och finansiell stabilitet.

Något som ytterligare komplicerar bilden är att tidsfördröjningen mellan uppbyggnaden av systemrisker – till exempel "kreditbubblor" – och framväxten av ekonomiska problem sannolikt är längre än fördröjningen mellan penningpolitiska beslut och effekterna på inflationen.[32] Att endast se till inflationen över en tidshorisont på två till tre år kan hindra centralbanker från att försöka dämpa växande finansiella obalanser som följer längre finansiella cykler. Eftersom prisstabilitet och finansiell stabilitet är så ömsesidigt beroende av varandra har det hävdats att penningpolitiken även skulle kunna ta hänsyn till den finansiella cykeln och agera gentemot till exempel en "kreditbubbla", även om det innebär att såväl inflationen som tillväxten hamnar under målet för en tid. Woodford (2012) menar till exempel att ramverket för flexibel inflationsmålspolitik borde kunna anpassas så att det tar hänsyn till risken för störningar i det finansiella systemet av det slag som uppstod under krisen 2007–2009. Centralbankerna bör i så fall ta hänsyn till finansiell stabilitet i sina penningpolitiska överväganden genom att utöver prognoser för inflation och realekonomisk tillväxt även göra prognoser för att en finansiell kris kan inträffa och reagera på sannolikheten för det. Enligt Woodford är det enbart i tider med påtagliga finansiella obalanser som centralbanken behöver väga in risken för att en finansiell kris ska inträffa. I normala tider kan centralbanken hålla sig till att göra avvägningar mellan inflation och realekonomisk stabilitet i sina penningpolitiska beslut.

Ett motargument är att en sådan mångsidig användning av bland annat styrräntan kan äventyra centralbankens oberoende, göra dess mandat otydligt och oberoendet svårare att rättfärdiga. Det är vidare svårt att veta hur stor risken för en framtida finansiell kris är.

31 Transmissionsmekanismen är i själva verket inte en utan flera olika mekanismer som anger hur förändringar av reporäntan påverkar inflationen och den övriga ekonomin. Dessa mekanismer brukar delas in i kreditkanalen, räntekanalen och växelkurskanalen. Kreditkanalen beskriver hur förändringar av reporäntan påverkar efterfrågan via banker och andra finansiella institut. Om reporäntan stiger väljer bankerna att minska utlåningen för att istället placera i andra tillgångar exempelvis obligationer. Företag och hushåll får svårare att låna pengar. Företag minskar sina investeringar och hushållen drar ned på sin konsumtion. Det finansiella systemets stabilitet är därför viktig för att mekanismerna ska fungera och penningpolitiken ska få genomslag. Tidsaspekten är också viktig: En del av dessa mekanismer påverkar inflationen ganska direkt medan andra tar längre tid. En allmän uppfattning är att en förändring av reporäntan har störst effekt på inflationen först efter ett till två år.

32 Se Borio (2014) och Caruana (2014).

Därmed är det också lätt att ifrågasätta förebyggande insatser. Å andra sidan har det också hävdats att om man begränsar centralbankens mandat till att endast försvara centralbanksoberoendet så kan det snarare underminera centralbankens legitimitet (se Eichengreen m.fl., 2011).

Konflikter kan uppkomma mellan mål om prisstabilitet och resursutnyttjande på kort sikt och målet med finansiell stabilitet på längre sikt. En sådan avvägning blir särskilt svår om centralbanken bara har styrräntan att tillgå.[33] Men utöver styrräntan finns andra verktyg som kan ha påverkan på både prisstabilitet och finansiell stabilitet. Ett kassakrav kan begränsa beteenden med ett skadligt risktagande, och öppna marknadsoperationer kan användas för att påverka räntebildningen och kreditvolymen i ekonomin. Green (2003) menar också att en centralbanks roll på interbankmarknaden gör det möjligt för centralbanken både att förutsäga förtroendekriser i banksystemet och att samtidigt bidra till att mildra konjunkturcyklerna.

Flera centralbanker har numera uppmärksammat sambandet mellan finansiell stabilitet och prisstabilitet, se till exempel Shakir och Tong (2014) för en beskrivning av hur man resonerar på Bank of England där man har delat upp beslut om penningpolitik, makrotillsyn och mikrotillsyn på tre separata kommittéer. Som Smets (2013) översikt visar råder det dock fortfarande delade meningar om huruvida penningpolitiken bör ”luta sig mot vinden” eller inte.

Det tredje synsättet som Smets (2013) presenterar går ut på att finansiell stabilitet och prisstabilitet är så starkt sammanlänkade att det är omöjligt att göra någon åtskillnad mellan penningpolitik och åtgärder för den finansiella stabiliteten. Enligt detta synsätt är både standardmässig penningpolitik och extraordinära penningpolitiska åtgärder i första hand till för att stabilisera det finansiella systemet. Som framgår av Smets översikt är det här synsättet dock än så länge representerat bara i en mindre del av forskningslitteraturen.[34]

VIKTEN AV MÄTBARHET

Det blir lättare att göra avvägningar mellan olika mål och uppgifter om effekterna av insatserna är förhållandevis lätta att mäta.[35] Mätbarhet underlättar också möjligheten att utvärdera och att utkräva ansvar som i sin tur har betydelse för hur långt samhället är berett att gå när det gäller att delegera makt till en i hög grad oberoende institution som en centralbank.

När det gäller krishanteringsverktyg är det lätt att se ett klart samband mellan insats och effekt eftersom de ligger så nära varandra i tid – ett finansiellt institut får lån av centralbanken, klarar av sina betalningar och kan fortsätta vara en viktig del i betalningssystemet. Men när det gäller andra mål och medel som centralbanken har och där den eftersträvade effekten ligger längre fram i tiden kan det vara svårt att i efterhand identifiera

33 Se t.ex. Ingves (2013) för en diskussion om detta.
34 Det ligger dock nära de synsätt som finns redovisade i t.ex. Santomero, Viotti och Vredin (2000), kap. 1, och SNS Konjunkturråd (2012), kap. 5.
35 Se t.ex. Reis (2013).

vilken insats som lyckats eller misslyckats. En förändring av reporäntan anses till exempel ha störst effekt på inflationen först efter ett till två år. Långsiktiga makrotillsynsinstrument som kontracykliska kapitalkrav har liknande problem. I goda tider när systemrisker normalt ökar bland annat genom kreditexpansion ska bankerna bygga upp en kapitalbuffert för att lättare kunna stå emot en störning. Effekten blir att de inte kan låna ut lika mycket. Den gynnsamma effekten är att risken för en "kreditbubbla" minskar. Både styrräntan och kapitalbufferten har alltså mål som ligger framåt i tiden, nämligen stabil inflation respektive mildare eller utebliven störning i det finansiella systemet. Men det finns ändå en gradskillnad mellan makrotillsynsverktygen och styrräntan när det gäller förutsättningarna för målens mätbarhet: Penningpolitiken kan ha ett prisstabilitetsmål satt till en viss inflationstakt på medellång sikt som mäts som förändringstakt i något lämpligt prisindex. Något liknande kvantifierbart mål är svårare att konstruera när det gäller makrotillsynsverktygen. En del i problemet när det gäller området finansiell stabilitet – där makrotillsynen ingår – är att forskning om det förebyggande arbetet är en relativt ny företeelse. Kunskapen om hur finansiell stabilitet ska uppnås släpar efter motsvarande kunskap om penningpolitik och hur man ska uppnå prisstabilitet (se Bank for International Settlements, 2009, s. 27).

I avsaknad av ett självklart och mätbart mål för den finansiella stabiliteten kan en väg att ändå uppnå någon slags mätbarhet vara att mäta flera olika variabler som kan medföra störningar av den finansiella stabiliteten. Exempel på sådana variabler kan enligt Reis (2013) vara kredittillväxten, ökningen av de finansiella institutens skulder i förhållande till det egna kapitalet, kvoten mellan bankernas inlåning och utlåning samt sårbarheten i bankernas finansiering.[36]

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att ju fler uppgifter och mål en centralbank har i sitt mandat, desto fler och svårare avvägningar måste man göra. Vi har också sett att avvägningar underlättas om målen är mätbara och att mätbarhet är viktigare ju längre fördröjningen är mellan insats och mål. Utifrån dessa insikter och tankarna från föregående avsnitt om centralbankens grundläggande uppgifter ska vi i följande avsnitt ta upp några aktuella frågor i diskussionen om centralbankens mandat.

4. Aktuella frågor i diskussionen om centralbankens mandat

Den kris på de finansiella marknaderna som blev akut hösten 2008 tvingade många centralbanker att vidta onormalt kraftiga åtgärder för att hålla uppe kreditutbudet och dämpa fallet i den ekonomiska aktiviteten. Styrräntorna sänktes till strax över 0 procent, utlåningen till bankerna utökades både vad gällde löptid, säkerheter och låntagarkretsen och centralbankerna köpte finansiella tillgångar direkt från den privata marknaden.[37] Sedan krisen har åtgärder på flera håll i världen även vidtagits på regleringsområdet, främst inom makrotillsynen.

36 Se Adrian och Liang (2014) för en utförligare diskussion.
37 Se bl.a. King (2013) och Haldane (2014a).

Visserligen har många centralbanker i kölvattnet efter den senaste finanskrisen fått ett makrotillsynsuppdrag kopplat till mandatet. Det hindrar inte att frågan om centralbankens ansvar för makrotillsynen är fortsatt långt ifrån okontroversiell i den akademiska och den politiska diskussionen. För att förstå diskussionen om centralbankens ansvar för bland annat makrotillsyn och mikrotillsyn kan man utgå från tankarna vi har presenterat ovan om centralbankens grundläggande uppgifter, förutsättningarna för att göra avvägningar mellan konkurrerande mål och frågan om huruvida centralbankens oberoende hjälper eller utgör ett hinder för nya uppgifter.

ANSVARET FÖR MAKROTILLSYN

När det gäller makrotillsynen kan man besvara Greens (2003) fråga om det finns ett marknadsmisslyckande som behöver åtgärdas med ett klart ja. Bankernas – och det finansiella systemets i övrigt – förmåga att stå emot störningar visade sig under krisen vara alltför låg. Till exempel anses kapitalbuffertarna i bankerna ha varit för små.

En fördel med att ge centralbanken ansvar för makrotillsyn är att den i sitt mandat redan har en makroekonomisk inriktning och att mandatet oftast redan innebär ett uppdrag att analysera betalningssystemet på en övergripande nivå. Vidare ligger det i centralbankens ansvar för de penningpolitiska operationerna och lender of last resort-uppgiften att ha god överblick över de finansiella marknaderna. Mot den bakgrunden menar bland andra Eichengreen m.fl. (2011) att centralbanken skulle vara väl lämpad att göra nödvändiga avvägningar mellan räntevapnet och olika makrotillsynsverktyg som kontracykliska kapitalkrav och åtgärder mot alltför snabb kreditexpansion. Centralbanken bör ha ansvaret för makrotillsynen eftersom denna är så nära sammanlänkad med standardmålen för penningpolitiken, det vill säga att stabilisera resursutnyttjande och inflation, menar Blinder (2010 s. 11). Centralbankernas arbete med finansiell stabilitet har dessutom av tradition handlat om att ha ansvaret för systemets tillgång till betalningsmedel genom att låna ut både till marknaden som helhet och till enskilda institut, menar Goodhart (2010).

Om centralbanken inte har ansvaret för makrotillsynen så krävs ändå att den och myndigheten som ansvarar för makrotillsynen koordinerar sina beslut i viss utsträckning eftersom makrotillsynsverktygen påverkar variabler som är centrala för centralbankens uppgifter.[38]

Centralbankens oberoende är en egenskap som vissa anser talar för att just ansvaret för makrotillsynsverktygen ska läggas där. Preventiva pålagor och inskränkningar som till exempel att tvinga bankerna att hålla större buffertar är impopulära eftersom de innebär en kostnad för bankerna som i slutändan tas ut av deras kunder. Det kan vara ändamålsenligt att ge sådana långsiktiga insatser samma skydd från mer kortsiktiga politiska överväganden som penningpolitiken har. I så fall skulle centralbanken kunna få ett uppdrag att under hög

38 Jonsson och Moran (2014) analyserar kopplingarna mellan penningpolitik och makrotillsyn. Deras analys talar för att hur penningpolitiken bör reagera på införandet av en kapitalbuffert beror på vilka störningar det är som driver fluktuationerna i ekonomin. Enligt denna analys uppnås en högre samhällsekonomisk vinst om de myndigheter som ansvarar för penningpolitik respektive makrotillsyn koordinerar sina beslut.

grad av oberoende fatta beslut inte bara om penningpolitiken, utan även om makrotillsynsverktygen, se Eichengreen m.fl. (2011). En sådan utökning av oberoendet för med sig ett behov av att kunna utvärdera centralbankens makrotillsynsåtgärder, vilket sätter ljuset på behovet av att kunna mäta målen för finansiell stabilitet som vi diskuterade i föregående avsnitt. Att det är så svårt att göra effekterna av makrotillsynsverktyg mätbara utgör en risk för att ett vidgat mandat kan skada centralbankens legitimitet och därmed också dess oberoende. Om makrotillsynsverktygen används för att dämpa kredittillväxten och hålla tillbaka tillgångspriserna i en konjunkturuppgång kan det vara svårt att förstå för allmänheten. Sådana insatser är politiskt riskabla eftersom det kan vara svårt för en centralbank att få legitimitet både hos allmänheten och folkvalda politiker för åtgärder som hotar att sänka tillväxten i det korta perspektivet om den inte samtidigt tydligt kan redovisa vinsten för ekonomin. Det finns visserligen argument för att även styrräntan har sådana effekter. En höjning av räntan i syfte att uppnå effekt på inflationen på till exempel två års sikt ökar hushållens kostnader initialt. Det har varit ett argument för att just en oberoende centralbank opåverkad av allmänhetens kritik är lämplig för uppgiften. Det finns även andra sätt att kontrollera till exempel en kreditexpansion än makrotillsynsåtgärder påpekar Goodhart (2014), nämligen genom finanspolitiska instrument som skatter. Ett argument för att ansvaret för makrotillsynsverktygen ska ligga på regeringen snarare än centralbanken är att makrotillsynsåtgärder har stora likheter med finanspolitiska åtgärder, som normalt främst är ämnade till att styra resursfördelningen i samhället.[39]

ANSVARET FÖR MIKROTILLSYN

När det gäller frågan om vilken institution som ska ha hand om mikrotillsynen, det vill säga tillsynen av enskilda institut, så visade en genomgång i Europeiska centralbanken (2010) att den sektorsvisa tillsynen uppdelad på bank, försäkring och värdepapper under olika myndigheter var på väg att överges, även om bilden redan innan krisen var att en samlad tillsyn med alla institut under samma myndighet dominerade. I flera länder var man i färd med att stärka centralbankens roll i den finansiella tillsynen. För de centralbanker som redan hade ett sådant ansvar var tillsyn över endast banksektorn vanligast. Samtidigt skilde sig lösningarna åt mellan länderna inom EU. På flera håll har centralbanker fått sina mandat utökade med mikrotillsyn efter krisen.[40] I några fall har överflyttningen av tillsynen till centralbanken varit en återgång till en tidigare ordning, som i sin tur kan ha gällt fram till dess att centralbanken tidigare getts skulden för misslyckanden med tillsynen.[41]

Rosengren (2009) menar att en centralbank med ansvar för att ge stöd till banker behöver kunna värdera motpartens – det vill säga den låntagande bankens – solvens och säkerheter och att det behovet tillgodoses bäst genom att ha erfaren tillsynsexpertis inom centralbanken. Om ett systemviktigt institut fallerar kan det i sig vara tillräckligt för att starta en systemkris vilket enligt Blinder (2010, s. 11) talar för att den myndighet som har

39 Dessa eller liknande argument har framförts av bl.a. King (2013), Goodhart (2014) och Eichengreen m.fl. (2011).
40 T.ex. Ungern, Storbritannien, Belgien och Irland. Se vidare European Central Bank (2010).
41 Koetter, Roszbach och Spagnolo (2014) och Cobham (2012).

ansvar för makrotillsynen också ska ansvara för tillsynen över i varje fall de systemviktiga instituten. Oftast är det förändringar av dessa instituts balansräkningar som kan äventyra den finansiella stabiliteten. Blinder utgår dock från att centralbanken har ansvar för makrotillsynen. I de fall då det är så ökar det ytterligare centralbankens fördelar med att ansvara även för mikrotillsynen.

Experter har pekat på flera möjliga avvägningsfrågor att ta ställning till om centralbanken ska ha ansvar för tillsynen av banker. Enligt Green (2003) är frågan om man kan befara att en centralbank med tillsynsansvar kommer att behandla bankerna förmånligare när den ger nödkrediter. I Blinder (2010) nämns en möjlig konflikt mellan tillsynsansvaret och penningpolitiken. I en situation när den ekonomiska utvecklingen är svag skulle tillsynen kunna behöva begränsa kreditinstitutens utlåning för att minska riskerna för finansiell instabilitet, samtidigt som ekonomin behöver mer krediter av konjunkturpolitiska skäl. Men den avvägningsfrågan kommer, påpekar Blinder, att finnas oavsett om två eller en och samma myndighet har ansvar för penningpolitiken och tillsynen. Det är då bättre att en och samma myndighet sköter avvägningen. Blinder ifrågasätter också om någon myndighet kan sköta den avvägningen bättre än centralbanken.

Centralbankens oberoende ställning används också som argument för att den bör ansvara för tillsynen av i varje fall systemviktiga institut. Att dessa institut är stora och därmed har potentiellt stort politiskt inflytande talar enligt Blinder (2010 s. 12) för att den myndighet som ansvarar för reglering av dem bör vara oberoende från politiken. Koetter, Roszbach och Spagnolo (2014) och Ingves och Lind (2007) är inne på samma spår.

Blinder (2010) gör ingen åtskillnad mellan banker och andra finansiella institut: Är de systemviktiga bör de vara föremål för centralbankens tillsyn. Hans analys fokuserar då på USA:s finansiella system. Internationellt är det däremot ovanligt att den samlade finanstillsynen ligger under centralbanken.[42] I Europa till exempel är bilden splittrad och föremål för förändring, inte minst sedan den senaste krisen.

Ett exempel på institut som länge ansetts vara av mindre intresse för betalningssystemets stabilitet är försäkringsbolag. Carney (2014) menar dock att försäkringsbolagen också spelar en viktig roll för det finansiella systemets motståndskraft genom att de hanterar och sprider risker och har en viktig roll i effektiv fördelning av kapital. Det är uppgifter som de delar med bankerna. Till skillnad mot bankerna har försäkringsbolagen en långsiktig horisont vilket bidrar till det finansiella systemets motståndskraft. Försäkringsbolag kan därmed vara systemviktiga. Av den anledningen är det viktigt att förstå försäkringsbolagens aktiviteter på områden som innebär en koppling till övriga delar av det finansiella systemet. Det motiverar enligt Carney att Bank of England har tillsynen över dessa. Det återstår att se om dessa insikter kommer att leda till ansvar för tillsynen av i alla fall systemviktiga försäkringsbolag hos fler centralbanker.

Efter den senaste finanskrisen, och som en effekt av den ökade regleringen av banksystemet som följt, har också så kallade skuggbanker (*shadow banking)* blivit mer upp-

42 Bank for International Settlements (2009, s. 10).

märksammade.[43] Begreppet syftar på institut med en verksamhet som liknar de traditionella bankernas (till exempel löptidsomvandling genom kort inlåning omvandlad till långa placeringar) och kan ge upphov till systemrisker genom att till exempel förekomma på samma marknader som dessa eller tillhandahålla produkter som bankerna använder sig av, till exempel för att minska sina kreditrisker. Även om skuggbankernas verksamhet alltså påverkar bankerna på flera olika sätt så lyder de inte under samma reglering som bankerna. Inte heller är de föremål för samma tillsyn som dessa. Det är det som gör dem intressanta för investerare i allt ökande grad, men som samtidigt också medför risker för den finansiella stabiliteten. En anledning till att skuggbanksektorn vuxit är ökade krav på avkastning och flykt från en allt hårdare reglerad och mindre riskfylld verksamhet och marknad. Ett exempel på skuggbanker som är vanliga i bland annat USA är penningmarknadsfonder. De bidrar till bankernas finansiering genom att investera i bankers obligationer och certifikat. De verkar dessutom till en del på samma marknader och vänder sig till samma investerare och kunder som bankerna. De amerikanska penningmarknadsfonderna investerar också i institut utanför USA och påverkar på så sätt banker över hela världen. Genom påverkan på bankerna är skuggbankernas verksamhet av betydelse för systemets stabilitet och följaktligen för centralbanken.

Samtidigt kan skuggbankerna vara ett värdefullt komplement till traditionell bankverksamhet genom att ge utökad tillgång till krediter och understödja marknadens behov av att kunna omsätta tillgångar (något som ofta betecknas med ”likviditet”) och riskallokering. Utmaningen är därför att maximera fördelarna med skuggbanker samtidigt som systemriskerna minimeras.[44] Haldane (2014a) menar att centralbanken i takt med att verksamheten i skuggbanksektorn växer kommer att behöva ge lån även till den sektorn. Just det hände också beträffande penningmarknadsfonder i USA hösten 2008. I den uppgiften kommer centralbanken i så fall att få se nya typer av säkerheter i sin verksamhet.

Argumenten för att centralbanken ska ha ansvaret för andra systemviktiga finansiella institut än bankerna vilar i allt väsentligt på samma grund som argumenten för att centralbanken ska vara ansvarig för banktillsyn.

LENDER OF LAST RESORT OCH EFFEKTERNA PÅ DEN FINANSIELLA STABILITETEN

Under den finansiella krisen blev det tydligt för många centralbanker att det som i hundrafemtio år varit grunden för deras existens – förmågan att skapa betalningsmedel i den egna valutan – inte längre är tillräckligt för att upprätthålla det finansiella systemets funktioner i en krissituation. Affärsbanker som tagit på sig att ta hand om den risk som följer av gränsöverskridande finansiell verksamhet behöver utländsk valuta och vid en global finanskris i ett globalt finanssystem behövs god tillgång till de stora världsvalutorna. Att bygga upp en valutareserv i centralbanken som ska svara mot en sådan kris är kostsamt. Centralbanker

43 Begreppet ska ha myntats i ett tal 2007 av ekonomen Paul McCulley vid ett Kansas City Federal Reserve Bank-symposium i Jackson Hole.

44 Läs mer om skuggbankverksamhet i IMF (2014) och ur ett svenskt perspektiv i Hansson, Oscarius och Söderberg (2014).

behöver därför upprätta och förlita sig på överenskommelser sinsemellan. I det ligger naturligtvis en osäkerhet och risk jämfört med att själv stå för tillgången till den egna valutan. De jurisdiktioner som var systemviktiga för USA blev under den senaste krisen erbjudna så kallade swaplinor. Swaplinor är i detta fall avtal med andra centralbanker om att att låna dollar från Federal Reserve. Enligt Cecchetti (2014) kan man förvänta sig att sådana swaplinor kommer att behövas även framöver. De flesta swaplinor behölls fram till 2010[45] och några få även efter det.[46] Cecchetti (2014) menar att det ligger i USA:s intresse att återigen utöka listan med länder som lånar från Federal Reserve under en kris, om dollarn även fortsättningsvis ska ha status av världens reservvaluta.[47] Samtidigt ligger det en osäkerhet i hur stor den politiska beredskapen är i USA för att ta på sig rollen som global lender of last resort och med detta eventuellt också ett slags tillsynsansvar för andra länders finanssystem.

Samtidigt finns det problem med att låta finansiella institut världen över utgå ifrån en god tillgång till stora mängder dollar. Behovet av att begränsa risken för moral hazard, det vill säga spekulation i att andra får ta risken för det egna beteendet, gäller naturligtvis allt stöd. För att undvika ett sådant beteende måste det skapas incitament för de finansiella aktörerna att skydda sig själva inför en störning eller kris genom minskat risktagande och investering i tillgångar med låg risk och god omsättningsbarhet (hög likviditet). En tänkbar åtgärd för att begränsa behovet av lån från centralbanken i utländsk valuta är att införa nationella regler som begränsar obalanser mellan tillgångar och skulder i utländsk valuta. En annan tänkbar åtgärd är internationella begränsningsregler kombinerade med att Federal Reserve sätter ett högt pris på sina dollar i form av en hög straffränta, menar Cecchetti (2014).

Lender of last resort-uppgiften innebär även andra moral hazard-avvägningar. Det finns de som menar att många aktörer såg riskerna i marknaden inför krisen, men trots riskerna spekulerade och kallt räknade med att få hjälp av staten eller centralbanken. Det är ett vanligt argument att förutsättningarna för ett moral hazard-beteende hos bankerna ökar när centralbanker lånar ut under kriser, vilket i sin tur ökar risken för betalningssystemets instabilitet.[48] Om stödet dessutom ges mot säkerheter med hög risk och låg omsättningsbarhet ökar moral hazard-risken ytterligare.

För den finansiella krisens första fas 2007–2009 har forskare i efterhand kunnat konstatera att handlare och mäklare behöll lukrativa, riskfyllda tillgångar längre än de skulle gjort om de varit övertygade om att de i slutänden skulle behöva ta risken själva.[49] Det kan ligga en vinst i att faktiskt låta sådan misskötsamhet straffa sig, även om det innebär kostnader

45 De centralbanker som Fed upprättade swaplinor med var Reserve Bank of Australia, Central Bank of Brazil, Bank of Canada, Danmarks Nationalbank, Bank of England, ECB, Bank of Japan, the Bank of Korea, the Bank of Mexico, Reserve Bank of New Zealand, Norges Bank, the Monetary Authority of Singapore, Sveriges riksbank och den schweiziska nationalbanken.

46 Bank of Canada, Bank of England, ECB, Bank of Japan och den schweiziska nationalbanken.

47 Reservvaluta är en nationell valuta som även används för internationell handel och internationella transaktioner. Reservvalutor ingår ofta i ett lands valutareserv. Det finns flera valutor med status som reservvaluta för andra länder – t.ex. euron och rubeln – men US-dollar är sedan andra världskriget den största.

48 Bl.a. Achraya och Tuckman (2013) och Santomero, Viotti och Vredin (2000, s. 6).

49 Se Acharya och Tuckman (2013) och Grung Moe (2012). Goodfriend (2011) föreslår att Fed ska begränsa sitt likviditetsstöd till "occasionally, temporary, well-collateralized ordinary last resort lending…".

för samhället i det korta perspektivet. Det behöver nämligen inte vara så att den kortsiktigt mest effektiva lösningen på ett stabilitetsproblem också är den mest lämpliga för den finansiella stabiliteten i ett längre perspektiv. Ibland kan det till exempel vara bättre för den långsiktiga stabiliteten att neka nödkredit för att kunna stävja ett skadligt riskbeteende på längre sikt. Varje enskilt bankfallissemang eller varje större svängning i tillgångspriserna måste heller inte med nödvändighet ses som ett tecken på finansiell instabilitet. Efter en finansiell chock kan sådant snarare vara ett tecken på att systemet är stabilt och går igenom en rensning av sig självt.[50] Om huvudregeln istället är att bankernas misskötsamhet får kännbara effekter för bankerna och deras ägare tvingas ägarna agera preventivt och minska sitt risktagande.

En kompletterande idé är enligt Haltom och Lacker (2013) att begränsa centralbankens möjligheter att ge likviditetsstöd. Gör centralbanken det trovärdigt att även systemviktiga institut kan vägras stöd kan det skapa incitament för lägre risktagande på marknaden. Grung Moe (2012) efterfrågar en resolutionsordning som kan göra att banker kan stängas utan konsekvenser för det finansiella systemet som helhet. Inom EU genomförs just nu ett direktiv om rekonstruktion och resolution av kreditinstitut.[51] Enligt det kan ägandet av ett institut som till en del bedöms kunna överleva efter genomförd rekonstruktion under vissa förutsättningar övergå till dess fordringsägare. Det återstår att se om hotet om en sådan följd kan ge ägarna tillräckligt incitament att minska risktagandet i instituten.

Andra insatser Grung Moe nämner med syfte att minska förväntan att få stöd från centralbanken under en kris är till exempel att tvinga banker att upprätta ”living wills”, det vill säga rekonstruktionsplaner, och att separera (”ring-fencing”) bankernas handel med värdepapper (investeringsbankverksamhet) från bankernas övriga verksamhet. Grung Moe menar att initiativen är lovvärda men att det kommer att ta många år innan de är genomförda fullt ut och vi kan se någon effekt av dem.[52]

Men det är inte alla som menar att det i den senaste krisen, och då särskilt i USA, bara var en fråga om ett beräknande moral hazard-beteende. Istället menar man att bankerna helt enkelt inte insåg riskerna de tog, och att de alls inte spekulerade i möjligheten att bli räddade av skattebetalarna förrän möjligen mot slutet. Goodhart (2014) menar att bankerna följde ett vanligt mönster som innebar att de hamnade i en fastighetsbubbla med kraftig kreditexpansion och alldeles för hög upplåning i förhållande till det egna kapitalet. När de väl insåg sin situation var det för sent att sälja utan alltför stor förlust.

En sammanfattande bild av diskussionen är att centralbanker även bör tänka på effekten på institutens riskbeteende när de utformar sitt stöd mot störningar, inte minst för den långsiktiga finansiella stabiliteten. En förhoppning är att andra regleringar ska komma att

50 Se bl.a. Issing (2003) och Schinasi (2004).

51 Directive 2014/59/EU establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms.

52 Som ett i dagsläget kanske främst teoretiskt intressant alternativ lyfter Grung Moe fram ett förslag av James Tobin från 1987 som innebär ett statligt garanterat betalningssystem vid sidan om bankernas. Effekten skulle bli att banker aldrig kan hävda systemviktighet i en kris och att banker med problem kan stängas utan konsekvenser för betalningssystemet.

utgöra ett effektivt komplement till centralbankens uppdrag som lender of last resort vid störningar i betalningssystemet.

5. Frågeställningar inför framtiden

År 2000 anordnades en konferens om centralbankens framtida mandat på Riksbanken[53]. Där ställdes bland annat följande frågor:[54]

1. Ska centralbanken föra en snäv inflationsmålspolitik utan att ta hänsyn till konsekvenser för makroekonomin i stort?
2. Ska centralbanken vara ansvarig för finansiell stabilitet, hur ska den i så fall mätas och hur ska relationen mellan finansiell stabilitet, prisstabilitet och makroekonomisk stabilitet generellt sett vara?
3. Hur ska ett regelverk se ut, som å ena sidan är flexibelt nog att följa marknadens utveckling men samtidigt tillräckligt detaljerat för att vara användbart för de myndigheter som har ansvar för den finansiella marknadens stabilitet och effektivitet?
4. Hur ska ett system som erbjuder systemkrediter (så kallad lender of last resort) och andra former av garantier mot finansiell instabilitet kunna stå emot problemen med att systemets aktörer tar för stora risker i förvissning om att de är garanterade stöd från centralbanken om riskerna skulle realiseras (moral hazard)?

I dag, snart femton år senare och i sviterna av en världsomspännande finanskris, befinner sig centralbankerna i en tid präglad av ökad reglering av betalningssystemet och dess aktörer och utökade centralbanksmandat. I dag finns ett annat riskmedvetande än under "The Great Moderation". Vi vet nu att risktagandet växte som ett resultat av utvecklingen på de finansiella marknaderna.[55] Som en följd agerar myndigheter världen över för att göra systemet så robust att det kan stå emot eller i alla fall mildra framtida störningar.

Utifrån den litteratur och akademiska diskussion vi gått igenom har vi identifierat ett antal frågor som vi tror kommer att diskuteras mycket bland centralbanker, forskare och politiker de närmaste åren och som kan ligga till grund för en ny konferens och fortsatta diskussioner om centralbankens mandat.

DET MINSKADE ANVÄNDANDET AV FYSISKA BETALNINGSMEDEL

I takt med att kontoförda pengar genom olika digitala betalningsformer ökar i betydelse kan allmänhetens efterfrågan på fysiska pengar skapade av centralbanken minska.[56] Förändringen verkar vara särskilt snabb i Skandinavien. Vad det kan innebära för samhäl-

53 Konferensen organiserades av Sveriges riksbank i samarbete med professor Anthony Santomero, Wharton School, University of Pennsylvania och professor Torsten Persson, Institute of International Economic Studies, Stockholms universitet.
54 Se Santomero, Viotti och Vredin (2000).
55 Se Rajan (2005) som tidigt uppmärksammade de risker som höll på att byggas upp.
56 Det finns en diskussion om det kontantfria samhället som har sitt ursprung i Wicksells föreläsningar, se Wicksell (1935). Detta diskuteras även i till exempel Jonung (1978).

lets beredskap att hantera de olika former av kriser som kan drabba betalningssystemet är en av de framtidsfrågor som bör utredas närmare. Men man bör också utreda hur det kan påverka centralbanken vars intäkter till stor del kommer från utgivningen av sedlar.

Om centralbanken tvingas täcka sina kostnader genom anslag i statsbudgeten kan dess finansiella oberoende hotas.

Om utvecklingen fortsätter åt samma håll, hur kommer det då i framtiden att vara möjligt att finansiera centralbankens kostnader och säkra dess finansiella oberoende?[57]

Är betalningssystemet mer sårbart som en följd av minskad användning av fysiska betalningsmedel, eller är det bara ett oundvikligt steg mot ett digitalt betalningssystem som väcker andra frågor om till exempel teknisk säkerhet?

Vilket ansvar ska centralbanken ha för att säkerställa eller främja säkerheten och effektiviteten i betalningssystemet när nya betalningstekniker införs?

LENDER OF LAST RESORT OCH MORAL HAZARD

Under de senaste åren har ett antal initiativ tagits för att minska risken för sådant risktagande som anses ha utgjort en av orsakerna till den senaste krisen. Vilken effekt kommer dessa krisförebyggande regler om makrotillsyn, resolution, living wills, ring fencing, separation av egenhandel, förstärkta kapitaltäckningsregler med mera ha på de finansiella institutens beteende och behovet av lån från centralbanken?

Finns det andra, mer effektiva sätt att minska risktagandet?

LENDER OF LAST RESORT I LJUSET AV DEN ÖKANDE INTERNATIONALISERINGEN

Att kunna tillhandahålla den inhemska valutan har alltid varit en central funktion för centralbanken när det gäller att säkerställa betalningssystemets funktioner. Numera har vi en ständigt växande, globaliserad finansmarknad som kännetecknas av en ökande grad av gränsöverskridande verksamhet. Bankernas ökade exponering mot de stora internationella valutorna gör reservvalutor alltmer betydelsefulla för stabiliteten i de nationella betalningssystemen. Det gäller framför allt den amerikanska dollarn.

Hur påverkar en sådan utveckling uppgifterna för andra centralbanker med egna, mindre valutor? Kommer valutareserver och swaplinor med de stora centralbankerna bli ännu viktigare i framtida kriser? Skulle en sådan utveckling i praktiken ge de riktigt få stora centralbankerna ett nästan globalt ansvar för finansiell stabilitet, och kanske även för penningpolitik?

TILLSYNEN AV BANKER OCH ANDRA FINANSIELLA INSTITUT

Tillsyn över enskilda, systemviktiga finansiella institut är viktigt bland annat för att kunna identifiera och vidta åtgärder för att motverka farligt risktagande (moral hazard). Genom tillsynen kan centralbanken få tillgång till förstahandsinformation om sina presumtiva låntagares kreditvärdighet. I en del länder ligger redan det tillsynsansvaret hos centralbanken medan man i andra länder valt en lösning med separata myndigheter.

57 Se af Jochnik (2015).

Vilka är fördelarna respektive nackdelarna med att ge centralbanken ansvaret för mikrotillsynen av systemviktiga finansiella institut?

MAKROTILLSYN

Ett vanligt argument är att centralbanker inte bör ges ansvaret för makrotillsynsverktyg som kontracykliska kapitalbuffertar eftersom sådana instrument snarare är att likna vid finanspolitiska verktyg som skatt. Därför bör beslut om dem fattas av folkvalda istället för av en i hög grad oberoende myndighet. Effekterna på hushållens ekonomi kan dessutom skada centralbankens legitimitet. Det finns också argument för att ansvaret för makrotillsynen ligger på den myndighet som är ansvarig för mikrotillsynen. Ändå förekommer det att centralbankerna ges ansvaret för dessa verktyg, kanske delvis på grund av den nära kopplingen till penningpolitiken vad gäller de mekanismer som de olika instrumenten påverkar ekonomin genom.

Vilka överväganden behöver göras i frågan om var ansvaret över makrotillsynen ska ligga? Om inte centralbanken ska ha ansvaret, hur ska politiken bäst koordineras?

STRUKTURFÖRÄNDRINGAR

Bean (2009) har bland många andra lyft fram att den senaste krisen har lett till ett intresse i Minskys hypotes från 1982.[58] Den säger att goda tider leder till god tillgång på krediter vilket leder till överdriven kredittillväxt och högt uppdriven skuldsättning i den privata sektorn. Det utvecklas i sin tur till kreditbubblor som utlöser en finanskris när de spricker. Fallande tillgångsvärden bidrar till att de mest skuldsatta aktörerna ställer in sina betalningar, vilket späder på instabiliteten i hela det finansiella systemet. Tillgången på lån minskar då kraftigt för företag och hushåll vilket leder till en nedgång i realekonomin som i sin tur bidrar till fortsatt fallande tillgångspriser. Höga nominella skulder, fallande tillgångspriser, lägre vinster och sjunkande disponibla inkomster riskerar också leda till en nedåtgående deflationsspiral – ett resonemang som också Fisher (1933) fört. Även om lyckade stabilitetsinsatser leder till en mindre volatil marknad kan det tvinga finansiella aktörer till högre skuldsättning i sin jakt på än högre avkastning. De låga räntor som vi sett en tid nu världen över kan också bidra till en ökad jakt på ständigt högre avkastning med ökat risktagande som följd. Skärpta regleringar, stabilare marknader med mindre volatilitet och låga räntor kan också leda de finansiella aktörerna att i ökad utsträckning söka sig till den så kallade skuggbanksektorn.

Hur kan sådana strukturförändringar komma att påverka centralbankens mål och uppgifter?

58 Minsky (1982).

DET ÖMSESIDIGA SAMBANDET MELLAN PRISSTABILITET OCH FINANSIELL STABILITET

Den senaste krisen har stärkt uppfattningen att finansiell stabilitet är en förutsättning för prisstabilitet, men även gett upphov till diskussion om användning av penningpolitiska verktyg för att uppnå finansiell stabilitet. Oavsett om penningpolitiken och instrumenten för finansiell stabilitet hanteras av en och samma eller olika myndigheter, behövs någon form av koordinering. Allt detta väcker frågor bland annat om centralbankens grad av oberoende och trovärdighet. Oberoendet ses ibland som i första hand avsett för penningpolitiken. Men som framgår av den här artikeln finns det argument för att prisstabiliteten bara är en del av centralbankens uppdrag att främja ett säkert och effektivt betalningssystem.

Vilka är nackdelarna respektive fördelarna med att koppla ihop uppgifterna om prisstabilitet och finansiell stabilitet?

UTMANINGAR FÖR CENTRALBANKERS STYRNING OCH STRUKTUR

Styrning, transparens och ansvarsutkrävande är alla viktiga byggstenar bakom centralbankens legitimitet. I diskussioner om nya, bredare mandat finns övervägningar att göra för det samhälle som vill ha en självständig och trovärdig centralbank som samtidigt är transparent och föremål för effektiv uppföljning i den utsträckning som ett demokratiskt samhälle kräver. Utifrån den inbyggda ambivalensen i sådana krav uppstår följande frågor:

1. Vilken information ska centralbanken ge till allmänheten för att den ska kunna utkräva ansvar?
2. Hur ska parlamentet på ett effektivt sätt övervaka centralbankens strategi för att uppfylla sitt mål samtidigt som man upprätthåller centralbankens oberoende?
3. Hur ska strukturen för centralbankens ansvarsområden utformas? Ska till exempel ansvaret för penningpolitik och finansiella stabiliteten hanteras av särskilda kommittéer som hos Bank of England?
4. Hur ska kommittéerna i så fall utformas när det gäller storlek, sammansättning (till exempel interna respektive externa ledamöter), tillsättningsförfarande och mandatperiodens längd?[59]

CENTRALBANKENS OBEROENDE I LJUSET AV ETT BREDARE MANDAT

Det finns en pågående diskussion om hur centralbankens oberoende påverkas av ett utökat uppdrag. Frågan kan delas upp i tre delar:

1. Ett utökat mandat, som till exempel makrotillsyn, innebär ofta ytterligare operativa uppgifter inom ramen för det ansvar som delas med en eller flera andra myndigheter. En effekt är därmed ett ökat behov av samordning mellan dessa myndigheter.

59 Se Haldane (2014b) om vikten av att uppmärksamma risken för bl.a. konsensustänkande i en alltför homogen grupp.

2. Mandaten kan också utökas med ytterligare allmänpolitiska ekonomiska mål utöver mål om prisstabilitet och finansiell stabilitet, som till exempel sysselsättning.
3. Historiska erfarenheter, och ekonomisk teori, visar att det finns flera och starka samband mellan centralbanksverksamhet och finanspolitik. Ju bredare mandat centralbanken får, desto starkare blir dessa samband. Även detta innebär att breda mandat kan vara svårt att förena med en hög grad av självständighet för centralbanken.

Vilka är riskerna med bredare mandat dels för centralbankens oberoende, dels med att delegera uppgifter som är nära relaterade till finanspolitiken till en självständig myndighet?

FRÅGAN OM DE BÄSTA KRITERIERNA FÖR CENTRALBANKENS MANDAT OCH UPPGIFTER

Innan staten kommer till beslut om att införa en uppgift eller reglering bör frågan ställas om vilket marknadsmisslyckande man försöker råda bot på. Samtidigt bör inte det allmänna ingripa på ett sätt som gör själva ingripandet till ett större misslyckande än vad marknadsmisslyckandet stod för. Det finns till exempel en avvägning mellan ett säkert och effektivt betalningssystem, liksom mellan finansiell stabilitet och ekonomisk tillväxt. Blir slutsatsen att ett myndighetsingripande är motiverat kan lagstiftaren gå vidare till frågan om vilken myndighet som ska ha ansvaret för det.

Lagstiftaren ska göra sin bedömning utifrån tre kriterier:

1. En tillkommande uppgift ska utgöra ett komplement till någon av myndighetens grundläggande uppgifter.
2. Det ska finnas fördelar med att ge myndigheten den nya uppgiften utifrån dess styrning, struktur och organisation.
3. Myndigheten ska ha bäst förutsättningar att hantera de avvägningar som kan uppstå på grund av konflikter mellan målet med den nya uppgiften och myndighetens övriga mål.

Om den myndigheten ska vara centralbanken, vilka är centralbankens grundläggande uppgifter och vilka fördelar har den att utföra ytterligare uppgifter? Vilka mål med centralbanksverksamheten är viktigast? Är kriterierna ovan praktiskt användbara för en diskussion om vilka uppgifter en centralbank eller annan myndighet bör ha?

Referenser

Acharya, Viral V och Bruce Tuckman (2013), "Unintended Consequences of LOLR Facilities: The Case of Illiquid Leverage", *CEPR Discussion Paper No. DP9784*.

Adrian, Tobias och Nellie Liang (2014), "Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability", *Staff Report No 690,* Federal Reserve Bank of New York.

Allen, William och Geoffrey Wood (2006), "Defining and achieving financial stability", *Journal of Financial Stability,* Volume 2, Issue 2, June 2006, s. 152–172.

Amtenbrink, Fabian (1999), *The Democratic Accountability of Central Banks*, *Hart Publishing.*

Bean, Charles (2009), "The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction", BIS Review 101/2009.

Berg, Claes (2012), *Global ekonomi*, SNS Förlag, andra upplagan.

Berg, Claes och Lars Jonung (1999), "Pioneering price level targeting: The Swedish experience 1931–1937", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43, No. 3, June 1999, s. 525–551.

Billi, Roberto och Anders Vredin (2014) "Monetary policy and financial stability – a simple story" , *Penning och valutapolitik*, 2, Sveriges riksbank, s. 7–22.

Bank for International Settlements (2009), "Issues in the governance of central banks", A report from the central bank governance group, Bank for International Settlements.

Blinder, Alan (2010), "How Central should a Central Bank be?" *CEPS Working Paper* No. 198, January 2010.

Bordo, Michael D. (2014), "Rules for a lender of last resort: An historical perspective", *Journal of Economic Dynamics & control, Volume 49,* s. 126–134.

Borio, Claudio (2014) "Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery?" BIS Working Papers No 440.

Bryant, Ralph, Dale Henderson och Torbjörn Becker (2012), *Maintaining Financial Stability in an Open Economy: Sweden in the Global Crisis and Beyond*, SNS Förlag.

Capie, Forrest, Charles Goodhart och Norbert Schnadt (2012), "The development of central banking", *LSE research online*.

Carney, Mark (2014), "Putting the right ideas into practice", *Speech At the Institute and Faculty of Actuaries General Insurance Conference, Wales 25 September 2014,* Bank of England.

Caruana, Jaime (2014), "Redesigning the central bank for financial stability responsibilities", *Speech, Sofia, 6 June 2014,* Bank for International Settlements.

Cecchetti, Stephen G (2014), "Towards an international lender of last resort", BIS Papers No 79.

Cobham, David (2012) "The past, present and future of central banking", *Oxford Review of Economic Policy,* Volume 28, No 4, 2012, s. 729–749.

De Soto, Jesus Huerta (2009), *Money, Bank Credit and Economic Cycles*, 2nd edition, Ludwig von Mises Institute.

European Central Bank (2010), *Recent Development in Supervisory Structures in the EU Member States* (2007–10).

Eichengreen, Barry et al. (2011), *Rethinking Central Banking*, Committee on International Economic Policy and Reform, September 2011.

Edvinsson, Rodney och Johan Söderberg (2010), *Historical Monetary and Financial Statistics for Sweden: Exchange Rates, Prices, and Wages*, 1277–2008, Sveriges riksbank i samarbete med Ekerlids Förlag.

Federal Reserve (2012), Pressmeddelande av den 25 januari 2012.

Finansinspektionen (2013), FI Dnr 13-2721, remissvar på delbetänkandet Att förebygga och hantera finansiella kriser (SOU 2013:6).

Finanspolitiska Rådets rapport 2011.

Fischer, Stanley (1996), "Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?", i *Achieving Price Stability*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1996, s. 7–34.

Fisher, Irving (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica* 1 (4), s. 337–57.

Goodfriend, Marvin (2011), "Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice", *Journal of Monetary Economics* 58 (1), s. 75–81.

Goodhart, Charles (2010),"The changing role of central banks", BIS Working Paper 326.

Goodhart, Charles och Jean-Charles Rochet (2011), *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010*, 2010/11:RFR5.

Goodhart, Charles (2014), "Central Bank Evolution: Lessons learnt from the Sub-prime Crisis". Opublicerad artikel presenterad på Norges Banks konferens "Of the Uses of Central Banks: Lessons from History".

Green, Edward J (2003), "What tasks should central banks be asked to perform?", artikel presenterad vid Sveriges riksbanks workshop "Central Bank Efficiency", 23–24 maj 2003.

Grung Moe, T. (2012), "Shadow Banking and the Limits of Central Bank Liquidity Support: How to Achieve Balance between Global and Official Liquidity", Levy Economic Institute Working Paper No. 265.

Haldane, Andrew (2014a), "Halfway up the stairs", *Central Banking*, Volume XXV, No 1, August 2014.

Haldane, Andrew (2014b), "Central bank psychology", Speech given at the Royal Society of Medicine, London, 17 November, 2014.

Haldane, Andrew och Jan Qvigstad (2014), "The Evolution of Central Banks – a Practitioners Perspective" Opublicerad artikel presenterad på Norges Banks konferens "Of the Uses of Central Banks: Lessons from History".

Haltom, Renee och Jeffrey M. Lacker (2013), "Should the Fed Have a Financial Stability Mandate?", Federal Reserve Bank of Richmond 2013 Annual Report.

Hansson, Daniel, Louise Oscarius och Jonas Söderberg (2014), "Skuggbanker ur ett svenskt perspektiv", *Penning och valutapolitik*, 3, 2014, Sveriges riksbank, s. 23–59.

Internationella Valutafonden IMF (2014) "Shadow Banking around the globe: How large, and how risky?"

Ingves, Stefan (2013), "Centralbankens roll efter den finansiella krisen – utmaningar framöver" Tal på Nationalekonomiska föreningen, Stockholm, 12 juni 2013.

Ingves, Stefan och Göran Lind (2007), "Finns det ett optimalt sätt att strukturera tillsyn?", *Penning och valutapolitik*, 3, 2007, Sveriges riksbank, s. 31–44.

Issing, Otmar (2003), "Monetary and Financial Stability: Is there a trade-off?", Speech at Bank for International Settlements, Basel, 28-29 March 2003.

af Jochnik, Kerstin (2015), "Måste Riksbanken gå med vinst? Utmaningar för Riksbankens finansiering." Anförande 23 januari 2015 vid Swedish House of Finance (SHoF), Stockholm.

Jonsson, Magnus och Kevin Moran (2014), "Kopplingarna mellan penningpolitik och makrotillsyn", *Penning och valutapolitik*, 1, 2014, Sveriges riksbank, s. 1–21.

Jonung, Lars (1978), "The long run demand for money – a Wicksellian approach", Scandinavian Journal of Economics, 2, pp. 216-230.

King, Mervyn (2013), "Monetary policy – many targets, many instruments. Where do we stand?", Speech at the IMF Conference on 'Rethinking Macro Policy II: First Steps and Early Lessons',Washington DC,16 April 2013.

Koetter, Michael, Kasper Roszbach och Giancarlo Spagnolo (2014), "Financial Stability and Central Bank Governance", *International Journal of Central Banking,* December 2014. Vol. 10 No. 4, s. 31–67.

Koshie, Grace (2013), "Has the global financial crisis dented central bank independence?", *Quarterly Journal of Central Banking*, Volume XXIV, No. 2, November 2013, s. 37–48.

Lacker, Jeffrey M. (2014), "Fed Credit Policy: What is a Lender of Last Resort?", *Journal of Economic Dynamics & Control*, Volume 49, s. 135–138.

Lees, David och John Footman (2014), "The Court of the Bank of England", *Quarterly Bulletin*, 2014 Q1, Vol. 54, No. 1, Bank of England.

Minsky, Hyman (1982), "The financial-instability hypothesis: Capitalist processes and the behavior of the economy", *Hyman P. Minsky Archive*. Paper 282.

Oosterloo, Sander och Jakob de Haan (2003), "A Survey of Institutional Frameworks for Financial Stability", *DNB Occasional Studies* Vol. 1/No. 4.

Rajan, Raghuram G (2005), "Has financial development made the world riskier?" Working paper 11728 National Bureau of Economic Research.

Reis, Ricardo (2013), "Central Bank Design", *Journal of Economic Perspectives*, 27(4), s. 17–44.

Roberds, William och Francois R. Velde (2014 a), "The Descent of central banks (1400–1815)", Opublicerad artikel presenterad på Norges Banks konferens "Of the Uses of Central Banks: Lessons from History".

Roberds, William och Francois R. Velde (2014 b), "Early Public banks", WP 2014-03, Federal Reserve Bank of Chicago.

Rogoff, Kenneth (1985), "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, No. 4 (Nov., 1985), s. 1169–1189.

Rosengren, Eric S. (2009), "Bank supervision and central banking: understanding credit during a time of financial turmoil", BIS papers No. 46.

Santomero, Anthony M., Staffan Viotti, and Anders Vredin, (2001), "Challenges for central banking: an introduction", in Santomero, Viotti, Vredin, eds. *Challenges for Central Banking*, Kluwer Academic Publishers, Boston/Dordrecht/London.

Schinasi, Garry J. (2004) "Defining Financial Stability", IMF Working Paper WP/04/187.

Shakir, Tamara och Matthew Tong (2014) "The Interaction of the FPC and the MPC", *Bank of England Quarterly Bulletin* 2014 Q4, s. 396–408.

Smets, Frank (2013), "Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?" *Penning och valutapolitik*, 2, 2013, Sveriges riksbank, s. 121–160.

SNS Konjunkturrådet (2012). "Enkla regler, svåra tider – behöver stabiliseringspolitiken förändras?" (2012:177).

Stella, Peter och Åke Lönnberg (2008), "Issues in Central Bank Finance and Independence" IMF Working Paper WP/08/37.

Svensson, Lars E.O. (1997), "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review* 41, s. 1111–1146.

Sveriges riksbank (2010), *Penningpolitiken i Sverige.*

Sveriges riksbank (2013), *Riksbanken och finansiell stabilitet.*

Tucker, Paul (2014) "The lender of last resort and modern central banking: principles and reconstruction", BIS Paper No. 79.

Ugolini, Stefano (2011), "What do we really know about the long-term evolution of central banking? Evidence from the past, insights for the present", (2011) WP 2011/15, Working paper for Norges Bank's bicentenary project, Norges Bank.

Verständig, Aron (2013), "Kontanternas värde som lagligt betalningsmedel", *Juridisk Tidskrift* Nr 3 2013/14, s. 620–637.

Walsh, Carl E. (2005), University of California, for the New Palgrave Dictionary, "Central bank independence" December 2005.

Weinberg, John (2013), "Federal Reserve Credit Programs During the Meltdown 2007-2010", Federal Reserve Bank of Richmond.

Wetterberg, Gunnar (2009), *Pengarna och makten, Riksbankens historia*, Bokförlaget Atlantis.

Wicksell, Knut (1935), "Lectures on political economy II", London.

Woodford, Michael (2012), "Inflation targeting and financial stability", *Penning och valutapolitik*, 1, 2012, Sveriges riksbank, s. 33–39.