

# Nytänkande kring centralbankers mandat

## En sammanfattning av en konferens med internationella experter

Jesper Lindé och Anders Vredin\*

Författarna är forskningschef respektive stabschef vid Sveriges riksbank

---

De senaste åren har diskussionerna om vad centralbankerna bör göra intensifierats världen över. Det gäller bland såväl experter på akademiska institutioner som i media, bland politiker och även i en bredare allmänhet. Det beror huvudsakligen på den kris i det finansiella systemet som många länder drabbades av 2007–2009 och de långvariga efterverkningarna av den, men även till viss del på mer långsiktiga utvecklingstendenser i världsekonomin, till exempel innovationer på de finansiella marknaderna och "globaliseringen". I den här artikeln sammanfattar vi de presentationer som gjordes av internationella experter på konferensen "Rethinking the central bank's mandate" som Sveriges riksbank arrangerade den 3–4 juni 2016.

---

## 1 Centralbanker från 1600-talet till i dag

"När en ny nationalstat börjar bildas, kommer upprättandet av en oberoende centralbank att vara en punkt högt upp på dagordningen, något nedanför utformningen av flaggan, men högre upp än inrättandet av ett nationellt flygbolag."<sup>1</sup> Detta citat är hämtat från en konferensvolym som gavs ut i samband med Bank of Englands 300-årsjubileum 1994. Det är förstas en blandning av skämt och allvar men det avspeglar att centralbanker genom åren har setts både som en förutsättning för ett väl fungerande ekonomiskt system och som en nyckelinstitution i det politiska systemet.

Sveriges riksbank brukar betraktas som världens äldsta centralbank. Den härstammar från 1668, och är alltså tjugosex år äldre än Bank of England. Men i ett historiskt perspektiv är centralbanker ändå en relativt ny företeelse.<sup>2</sup> Centralbanker blev vanliga i Europa först under 1800-talet, och beslutet om att skapa Federal Reserve i USA fattades först 1913. Vilka uppgifter centralbanker har haft, och deras koppling till det politiska systemet, har varierat över tiden och mellan länder. Något förenklat kan man dock säga att huvuduppgiften för en centralbank har varit att upprätthålla ett väl fungerande system för betalningar och krediter.<sup>3</sup> Under andra världskriget infördes många begränsningar i handeln och i kapitalflöden mellan länder. De finansiella marknaderna fortsatte att vara starkt reglerade ända fram till 1980-talet. Under den tiden var en viktig uppgift för centralbankerna att administrera den här regleringspolitiken. Det direkta politiska inflytandet över centralbankerna var i allmänhet starkt. Under 1980- och 1990-talen skedde en gradvis utveckling med avregleringar och innovationer på de finansiella marknaderna. Ökad rörlighet för arbetskraft, kapital, varor och tjänster mellan länder ledde till en "globalisering" som också gjorde att skillnaderna mellan centralbankerna i olika länder minskade. Centralbankernas självständighet i förhållande till det politiska systemet ökade i många länder. Samtidigt påverkades också deras handlingsfrihet av den allt större ekonomiska integrationen med omvärlden.

---

\* Vi vill tacka Claes Berg och Jessica Radeschnig för hjälp med att redigera denna konferensvolym.

1 Capie, Goodhart och Schnadt (1994), sid. 91.

2 Se Capie m.fl. (1994).

3 Loretta Mester påpekar i sitt bidrag att Federal Reserve grundades efter en följd av finansiella paniker för att främja ett mer stabilt finansiellt system och undvika uttagsanstormningar mot banker.

Centralbankernas verksamhet fokuserades efterhand på att hålla penningvärdet stabilt med en låg och stabil inflation genom att justera räntorna.

Detta, tillsammans med avregleringar, finansiella innovationer och globalisering bidrog till en hög och stabil ekonomisk tillväxt i flera länder under 1990-talet och början av 2000-talet. Det skedde också utan att inflationen sköt fart – till skillnad från erfarenheterna av "stagflationen" på 1970- och 1980-talen när tillväxten var låg men inflationen var hög, inte minst i Sverige och andra europeiska länder. Perioden med stabil och hög tillväxt och låg inflation, i stort sett världen över, från mitten av 1990-talet tills i början av 2000-talet kallades "The Great Moderation". Men den följdes av "The Great Financial Crisis". De reformer och innovationer som hade bidragit till den ekonomiska tillväxten visade sig också ha gett upphov till nya risker, både på de finansiella marknaderna och i ekonomierna i övrigt.<sup>4</sup> För att begränsa skadeverkningarna av den globala finanskrisen, undvika deflation och upprätthålla ett fungerande betalnings- och kreditsystem sänkte centralbankerna sina räntor kraftigt. Men de vidtog också en rad andra åtgärder som att låna ut pengar till banker och köpa statsobligationer och andra tillgångar. Det gjorde att centralbankernas balansräkningar svällde. Till en början sågs detta som nödvändiga åtgärder i ett akut läge, men världsekonomin har återhämtat sig långsamt efter den akuta krisen och de här "okonventionella" åtgärderna har därför ännu inte avvecklats.

Utvecklingen har väckt många frågor om hur centralbankernas mandat bör vara utformade. En lärdom av den finansiella krisen var att det inte räcker att hålla priserna stabila för att skapa stabilitet i ekonomin mer generellt. Det räcker inte att centralbanker försöker bidra till makroekonomisk stabilitet genom pristabilitet samtidigt som mikronivån i det finansiella systemet - det vill säga enskilda finansiella institut, övervakas genom traditionella tillsynsmetoder av antingen centralbanker eller separata finansinspektioner. Det behövs också att någon aktör övervakar och styr det finansiella systemet som helhet. Den här insikten har lett till att ett helt nytt politikområde har utvecklats, nämligen makrotillsyn. Makrotillsyn handlar delvis om att införa regler som påminner om de som gällde de första årtiondena efter andra världskriget – olika åtgärder för att begränsa tillväxten och fluktuationerna i krediter och skuldsättning. Det väcker i sin tur frågan om det bör vara centralbankerna som sköter de åtgärderna. Å ena sidan verkar de delvis via samma kanaler som räntepolitiken och anknyter till centralbankernas traditionella ansvar för betalnings- och kreditsystemet. Dessutom kan argumenten för att man ska hålla makrotillsynen på armlängds avstånd från det politiska systemet vara lika starka som de är för räntepolitiken. Å andra sidan är makrotillsyn också nära kopplad till mikrotillsyn och har även vissa likheter med finanspolitiska åtgärder. Att ge en stor verktygslåda till en centralbank som är väldigt självständig kan dessutom leda till problem när det gäller legitimiteten i det politiska systemet för centralbankens självständighet. På ekonomiska grunder kan man visserligen fråga sig om det är lämpligt att separera räntepolitiken från mikro- och makrotillsynen, men politiska argument kan tala för att man bör sprida ut ansvaret för finansiell stabilitet på olika myndigheter.<sup>5</sup> Centralbankernas självständighet är ju inte heller en fråga om svart eller vitt, utan en gradfråga. Graden av självständighet varierar mellan länder, och det är rimligt att tänka sig att vilka uppgifter en centralbank bör ha beror på hur självständig den är, och vice versa.

Utöver erfarenheterna från den finansiella krisen och vilka konsekvenser den borde ha för räntepolitiken, regleringen och tillsynen av det finansiella systemet och centralbankernas självständighet, väcker globaliseringen och olika finansiella innovationer en rad andra frågor om vilka mandat centralbankerna bör ha. Vad betyder det egentligen att centralbanken har ett monopol på att ge ut sedlar och mynt som enligt lagen är "lagliga betalningsmedel" (legal tender) när både utbudet av och efterfrågan på andra betalningsformer hela tiden ökar? Hur

4 Se Borio och Lowe (2002) och Rajan (2005).

5 Se Acharya (2015).

bör centralbankens uppgift att ge nödkrediter, det vill säga agera som så kallad lender of last resort, vara utformad när (a) banker i ökad utsträckning opererar över landsgränser, och (b) bankernas uppgifter i ökad utsträckning också utförs av andra finansiella institut (så kallade skuggbanker)? Vilket ansvar har centralbanken för finansiell stabilitet, och hur är det kopplat till penningpolitiken och det ansvar som andra myndigheter har (till exempel regleringar och finanspolitik)? Hur bör styrningen av centralbanken utformas – både den politiska och den interna – beroende på vilka mandat centralbanken får?

Det var mot den här bakgrunden som Sveriges riksbank den 3–4 juni 2016 arrangerade en konferens med internationella experter.<sup>6</sup> I resten av den här artikeln sammanfattar vi de presentationer som gjordes på konferensen. Drygt hälften av presentationerna finns också publicerade i det här numret av Penning- och Valutapolitik i form av specialskrivna uppsatser. Ibland innehåller de uppsatserna fler idéer och analyser än de ursprungliga presentationerna.

Konferensen organiserades i ett antal sessioner med olika teman samt en avslutande paneldiskussion. Vi sammanfattar alla presentationerna sessionsvis nedan, även de inlägg som publiceras i den här specialutgåvan. Vår sammanfattning är tänkt att vara lättillgänglig för icke-specialister i ämnet eller de som snabbt vill få en överblick. Om du vill gräva djupare rekommenderar vi att du läser de publicerade bidragen i det här numret eller så kan du hitta presentationerna på Riksbankens webbplats.<sup>7</sup>

## 2 Varför behövs centralbanker?

Alan Blinder är professor vid Princeton University och, bland annat, tidigare vice ordförande vid Board of Governors of the Federal Reserve System. Han började med att konstatera att *centralbanker med en viss grad av självständighet* är nödvändiga. Hans poäng med det är att centralbankernas uppgifter i princip skulle kunna skötas av till exempel ett finansdepartement, men att det inte vore lämpligt. Det behövs en centralbank med en viss grad av självständighet. Hur den självständigheten ska se ut beror på vilka funktioner centralbanken ges av sin uppdragsgivare (parlamentet eller regeringen).

Blinder beskriver fyra klassiska funktioner för en centralbank:

1. Att bedriva penningpolitik
2. Att ge nödkrediter
3. Att övervaka och skapa regler för finansiella institut
4. Att ansvara för betalningssystemet

Blinder betraktar 1) och 2) som definierande egenskaper, det vill säga funktioner där centralbanken har "naturliga monopol". Däremot kan centralbanken möta konkurrens kring uppgifterna 3) och 4).

När det gäller penningpolitiken menade Blinder att centralbankens uppgift är bredare än att bara upprätthålla prisstabilitet som "ett nominellt ankare" med hjälp av räntepolitiken. Det var just den synen som många hade före den finansiella krisen. Nu använder centralbanker istället flera olika instrument och kan även beakta andra mål, som finansiell stabilitet och sysselsättning. Ett ansvar för finansiell stabilitet är egentligen inte något nytt, eftersom centralbanker ursprungligen kom till i syfte att skapa just det. Men Blinder uttryckte förvåning över att inte fler centralbanker fått explicita mandat för att styra sysselsättningen, som till exempel Fed har.

<sup>6</sup> För en fylligare bakgrund, se artikeln av Georgsson, Vredin och Åsberg Sommar (2015), som skickades ut till de internationella experterna i samband med inbjudan. Konferensens program finns med i appendix till föreliggande uppsats.

<sup>7</sup> I inbjudan till konferensen ställdes inte krav på att leverera en uppsats, bara önskemål om att experterna delade med sig av sin kunskap i form av en presentation på konferensen. Bilderna från alla presentationerna finns på Riksbankens hemsida: <http://www.riksbank.se/sv/Riksbanken/Forskning/Konferenser/2016/Rethinking-the-Central-Banks-mandate--konferens-3-4-juni/>.

När det gäller att ge nödkrediter till finansiella institut noterade Blinder att detta är något som lätt kan politiseras. Men uppgiften måste ges till en (och bara en) institution som kan "trycka pengar". Den måste också hanteras försiktigt eftersom nödkrediter kan göra att instituten tar alltför höga risker eftersom de vet att de kan få stöd i en krissituation. Det brukar kallas "moral hazard".

Blinder påpekade att det har valts många olika lösningar internationellt när det gäller hur man ska fördela ansvaret för att övervaka och skapa regler för finansiella institut. Det är inte så konstigt eftersom det finns många sätt att kombinera ansvaret. En institution kan till exempel vara ansvarig för reglering, en annan för övervakning. Olika myndigheter vara ansvariga för banker respektive andra finansiella institut. Man kan också ge mikro- och makrotillsyn till en enda myndighet eller till flera olika. Fed "konkurrerar" med många andra myndigheter på dessa områden, men har efter den finansiella krisen fått huvudansvaret för alla systemviktiga institut i USA, både banker och andra. Ansvaret för makrotillsyn delar Fed däremot med finansdepartementet. Det innebär att Fed ska hålla koll på svagheter i systemet och blåsa i visselpipan, men saknar egna makrotillsynsverktyg.

När det gäller den fjärde uppgiften, betalningssystemet, underströk Blinder att centralbanker länge haft konkurrens på det området. Monopolet på att ge ut sedlar och mynt blir till exempel allt mindre viktigt. Centralbanker behöver däremot övervaka hur betalningssystemet fungerar och vara "rörmokare". Betalningssystemet får inte bryta ihop lika ofta som en kabel-TV!

I en finansiell kris förändras centralbankernas roller i de fyra klassiska funktionerna. I en krissituation agerar centralbankerna av naturliga skäl efter en kortsiktig plan. Huvuduppgiften blir då att upprätthålla finansiell stabilitet genom att ge nödkrediter och se till att betalningssystemet fungerar, medan den normala penningpolitiken hamnar i baksätet. I en sådan situation kan det vara kritiskt att centralbankerna har tillgång till liknande information som de myndigheter som utövar tillsyn över de finansiella instituten. Behovet av samordning med finansdepartementet blir också större. De förhållandena gör att de vanliga argumenten för centralbankers självständighet kan vara mindre relevanta i en kris. Men när krisen är över ska självständigheten återupprättas. Så hur gör man då om krisen drar ut på tiden och blir det normala tillståndet? Det är ett problem som euroområdet brottas med i dag, menade Blinder.

Alan Blinder avslutade med att konstatera att det kan finnas skäl för centralbanker att kliva utanför sina formella mandat i en krissituation, och även att vi accepterar att centralbankerna då agerar mindre självständigt. Men i ett normalt läge är det viktigt att centralbankerna håller sig inom sina mandat, oavsett om de är breda eller smala, för att de ska kunna fortsätta att fungera självständigt.

Jon Faust är professor vid Johns Hopkins University och tidigare rådgivare till Federal Reserves ordförande Ben Bernanke och Janet Yellen. Han pekade på att det är viktigt att nu titta på längre historiska spannen när man utformar centralbankernas mandat. Risken är att fokus annars enbart hamnar på den senaste krisen. Faust påminde om att det i allmänhet är en bra idé att hålla ett öga på backspegeln när vi funderar ut lösningarna på dagens problem.

För närvarande har vi en särskilt god anledning att granska relevant historia. Faust menade nämligen att det tidiga 2000-talet kan komma att utmärka sig som en missriktad avvikelse i den långa historien av hur människor har tänkt om centralbankers verksamhet. Det var en period då många experter och beslutsfattare antingen glömde lärdomarna från finansiella kriser eller ansåg att de var passé. Enligt den syn som rådde då var centralbankens övergripande mål att "ge ett nominellt ankare". Många andra lärdomar från vår monetära historia förpassades istället till en mer undanskymd plats. Verkligheten har ett sätt att påminna dem som glömmar, påpekade Faust, och i det här fallet gjorde den det med en hisnande fart och grymhet, i form av en klassisk finanskris.

Enligt Faust behövs centralbanker – och andra privata och offentliga institutioner som på olika sätt övervakar och reglerar det finansiella systemet – eftersom moderna finansiella

ekonomier tenderar att drabbas av svårförutsägbara ”patologiska tillstånd”. Det kan till exempel innebära betalningsbalanskriser, en ohållbar finanspolitik som ger upphov till statsfinansiella kriser, en ohållbar upplåning i den privata sektorn som leder till finansiella kriser samt överhettade ekonomier med alltför snabb uppgång i den allmänna prisnivån.

Om vi ska omvärdera vilka uppgifter centralbankerna ska ha så är ett fokus på riskerna för sådana ”patologiska tillstånd” som Faust nämner en bra utgångspunkt. Centralbanker kommer enligt Faust alltid att vara de första som får hantera finansiella kriser när de väl uppstår, i stort sett oberoende av hur deras mandat ser ut. Om centralbankerna utöver ansvaret för prisstabilitet bör ha explicita mandat för att främja finansiell – och realekonomisk – stabilitet är likväl något som behöver diskuteras ytterligare, menade Faust. Det finns synergier mellan penningpolitik och reglering och övervakning av banker och betalningssystemet, vilket talar för att lägga alla dessa uppgifter hos en institution. Å andra sidan kan en centralbank få svårt att styra allt detta, och politikerna svårt att delegera ett så stort ansvar till en centralbank med hög självständighet, menade Faust. När det gäller betalningsbalanskriser, så har centralbanker skiftat från en strategi där de fokuserade på att undvika sådana, vilket innebar att målet om prisstabilitet kom i andra hand, till en omvänd strategi där man fokuserar på inhemsk inflation och lämnar externbalansen i marknads våld. Enligt Faust har ingen av dessa strategier varit helt lyckosam.

Faust avslutade med att konstatera att den ekonomiska depressionen på 1930-talet följdes av en lång tid av ekonomisk stabilitet. Detta kan ha berott på de lärdomar man drog av den krisen, vilket i så fall ger skäl till optimism om stabilitet även efter den senaste krisen. Men Faust påpekade att ekonomiska kriser också tenderar att leda till politiska missgrepp och att det i nuläget därför är oklart vilken av dessa hoppfulla eller olycksbådande tendenser som kommer att dominera.

### 3 Vilken roll har en centralbank i likviditetsförsörjningen?

Franklin Allen är professor vid Imperial College i London och University of Pennsylvania. Han påpekade att bristande tillgång på likviditet var en viktig del av den finansiella krisen 2007–2009 – det vill säga, både finansiella och andra företag hade bristande betalningsförmåga på kort sikt även om deras långsiktiga intjäningsmöjligheter var goda. När man arbetar med att ta fram Basel III, som är ett nytt internationellt regelverk för banker, har arbetet därför handlat om att precisera likviditetskrav i olika former (de så kallade LCR- och NSFR-måtten). Allen betonade att det är viktigt att fråga varför det kan uppstå bristande likviditet, vilka marknadsmisslyckanden som ger upphov till det och om reglerna är det bästa sättet att åtgärda problemen. I forskningslitteraturen har det hittills varit mer fokus på vilka kapitalkrav som ska ställas på bankerna än på likviditetskrav.

I ekonomisk teori kan man motivera att en centralbank ger nödkrediter för att motverka effekterna av att en bank, eller hela banksystemet, drabbas av en uttagsanstormning (en så kallad bank run). Men det är inte självklart, menade Allen, att det också behövs likviditetsreglering på grund av det. Exempel på marknadsmisslyckanden som skulle kunna motivera sådana regler har emellertid presenterats av Rochet (2004 och 2008) och av Perotti och Suarez (2011).

När man går från teori till praktik måste man också beakta att likviditetskrav och andra regler ger banker och andra företag motiv för att utveckla nya finansiella instrument som skapats främst i syfte att uppfylla de nya reglerna. Detta innebär ett problem både för att det kan göra att syftena med reglerna inte uppfylls, och för att de resurser som går åt för att kringgå reglerna kunde använts på ett bättre sätt. En annan svårighet som utvecklingen fört med sig är att centralbankerna behöver tillgång till finansiering i utländsk valuta för att kunna ge de nödkrediter bankerna behöver. Användningen av swap-avtal mellan centralbanker skulle kunna utökas för att öka centralbankernas tillgång till utländsk valuta.

Allens slutsatser var att forskningen om likviditetsproblem och likviditetskrav ännu befinner sig på ett relativt tidigt stadium jämfört med kapitalkravsproblematiken, och att det exempelvis inte alls är klart vad i en banks tillgångar som ska räknas som likviditet.

Linda Goldberg är Senior Vice President vid Federal Reserve Bank of New York. Hon påpekade att centralbanker ägnar sig åt att underlätta försörjning med betalningsmedel och krediter – det vill säga likviditetsförsörjning i bred bemärkelse – i flera olika former, som har med både penningpolitik och finansiell stabilitet att göra.<sup>8</sup> I den vanliga penningpolitiken begränsar centralbankerna ränteeffekterna av de normala svängningarna i efterfrågan på likviditet och de ger nödkrediter under speciella omständigheter. Goldberg beskrev Feds olika in- och utlåningsformer ("discount window basics") och deras olika villkor, som ränta, vem som får låna och säkerhetskrav. Faciliteterna är förknippade med olika risker för att bankerna ska vilja låna för lite (stigma) eller för mycket (moral hazard). Goldberg väckte frågan om det skulle vara möjligt att utforma de olika verktygen så att de mer tydligt blir anpassade för vissa specifika syften.

Goldberg lyfte också fram att icke-banker inte har tillgång till Feds likviditetsförsörjning och att det finns ett allmänt problem med oklarhet om vem som har ansvaret för likviditetsförsörjning till globala banker. Den ökade betydelsen av andra finansiella intermediärer än banker (till exempel "skuggbanker") väcker frågor, liksom det faktum att banker numera ofta är komplexa konstruktioner med en uppsättning av olika företag som utgör "banken", där det kan ingå delar som inte omfattas av likviditetsregleringen. Detta kräver att myndigheter ökar sin tillsyn.

Goldberg beskrev hur tillsynen går till i New York. Hon påpekade att stresstester av riskhanteringen ("risk management practices") är viktigt. Det gäller att bevaka hur den "organisatoriska likviditeten" ser ut, det vill säga hur banken har organiserat sig för att förebygga och kunna hantera likviditetsproblem, och inte bara hur tillgångarna i bankernas portföljer är fördelade. Förhoppningen är att mer tillsyn och tester ska minska bankernas behov av nödkrediter, oavsett om det beror på problem som i första hand drabbar bankerna själva eller en mer allmän marknadsstörning.

## 4 När och hur ska centralbanker ge nödkrediter?

Finanskrisen 2007–2009 kännetecknades av att vissa banker var tvungna att ställa in sina betalningar på grund av att de saknade likviditet. Centralbanker spelar i sådana fall en viktig roll som någon som kan ge nödkrediter. När den krisande banken inte kan finna finansiering på något annat sätt kan den ansöka om nödkrediter hos centralbanken.

Charles Calomiris är professor vid Columbia Business School i New York. Han menade att en centralbank måste göra svåra avvägningar i och med sin uppgift att ge nödkrediter. Å ena sidan vill man undvika att hela det finansiella systemet kollapsar när någon storbank får betalningssvårigheter. Å andra sidan vill man inte heller ge krisande banker ett förbehållslöst stöd eftersom det skulle kunna göra att bankerna tar större risk. Det skulle kunna skapa stora statsfinansiella kostnader på längre sikt. Calomiris hävdade att finanskriser har blivit vanligare delvis på grund av att centralbanker och andra myndigheter har varit alltför generösa med att stödja banker och andra finansiella företag som hamnat i kris. De försiktighetsprinciper för hur staten bör agera som Walter Bagehot föreslog redan 1873 är till stor del fortfarande relevanta, menade Calomiris, även om de exakta reglerna måste anpassas till dagens mer komplicerade finansiella system.

Calomiris menade också att det krävs tydligare lagar och regler för att centralbanker på bästa möjliga sätt ska kunna ge nödkrediter. Han ansåg att det är nödvändigt att göra politiska överenskommelser om regelverket för att ge centralbankerna legitimitet. Ett explicit regelverk ger också bättre möjligheter för politikerna att utkräva ansvar från centralbanken

8 Se även Bertsch och Molin (2016).

för dess agerande. Vidare ansåg Calomiris att centralbanker inte bör ha ett ensamt ansvar för att ge nödkrediter. Vissa åtgärder bör en centralbank istället besluta om i samråd med myndigheter som står under mer direkt kontroll av parlament och regering för att få legitimitet. Han menade att Kanada är ett bra exempel på ett land där det på förhand är reglerat vilken händelse som ska mötas med vilken typ av åtgärd.

Charles Goodhart är senior professor vid London School of Economics och före detta medlem av Bank of Englands penningpolitiska kommitté. Han föreslog att när en centralbank överväger att ge nödkrediter ska den bedöma storleken på den förväntade förlusten som krediten kan medföra. Är den större än ett visst belopp så ska centralbanken kräva tillstånd från regeringen innan den ger en nödkredit. Goodharts motiv till det är att det inte på förhand går att specificera alla tänkbara händelser eller krisens karaktär.

Goodhart förkastade vidare en idé som ofta framförs om att centralbanker ska låna till marknaden generellt istället för till individuella institutioner vid en kris. På det sättet skulle bankerna som finns på marknaden istället kunna låna ut pengar till den bank som behöver det. Problemet är emellertid att bankerna på marknaden inte kommer att vilja låna ut pengar till en svag bank. Det kan till och med göra att en ond spiral uppstår. Först går den svagaste banken omkull, därefter den näst svagaste och så vidare.

Enlig Goodhart motverkas problemet med moral hazard, det vill säga att bankerna tar för stora risker för att de räknar med att bli räddade av centralbanken, bäst genom att behandla den första banken som ber om hjälp sämst eftersom den mest sannolikt har agerat mest riskfyllt. Därefter måste centralbanken vara beredd att rädda även andra banker. Ett annat sätt att motverka moral hazard är att involvera andra banker i räddningsaktionen. Det innebär att om andra banker vill undvika en systemrisk måste de själva vara med och betala.

Slutligen argumenterade Goodhart för att vi måste förändra incitamenten för de individer som arbetar på banker och andra finansiella företag, för att kunna minska risken att finansiella kriser uppstår. Beslutsfattare som kan påverka de risker en bank tar borde ha svårare att få ansvarsfrihet än vad som är fallet idag, och exempelvis lättare kunna krävas på skadestånd.

## 5 Vilket ansvar för prisstabilitet och konjunktursvängningar ska en centralbank ha?

Ricardo Reis är professor vid London School of Economics och Columbia University i New York. Enligt honom har centralbanker en unik roll att förse ett land med dess betalningsmedel och ett stabilt och fungerande betalningsväsende. Därför är det naturligt att de också är ansvariga för prisstabiliteten. Ansvar för prisstabilitet medför i sin tur att centralbankerna också har ett ansvar för att stabilisera konjunkturcykeln.

Den andre presentatören i den här sessionen, Michael Woodford, är även han professor vid Columbia University. Han hade en något annorlunda utgångspunkt. Woodford noterade att det sedan början på 1990-talet har rått stor samsyn om att det har fungerat väl att centralbankerna börjat använda ett flexibelt inflationsmål. Riksbanken var en av de första att med att följa en sådan strategi, som innebär att centralbanken uttrycker ett explicit mål för inflationen samtidigt som man medvetet tolererar vissa tillfälliga avvikelser från målet för att även kunna ta viss hänsyn till hur produktion och sysselsättning utvecklas. Men utvecklingen sedan finanskrisen har gjort att den här strategin har ifrågasatts. Under flera år har många centralbanker inte lyckats nå upp till sitt inflationsmål. Det har diskuterats om inflationsmålet borde kompletteras med andra explicita mål, framför allt för sysselsättningen. Men även mål som kopplas till tillväxten (BNP) i ekonomin har föreslagits och analyserats. Det har även diskuterats ifall centralbankerna borde få ett tydligare ansvar för finansiell stabilitet.

Reis påpekade att centralbankerna har använt sig av ett antal nya verktyg för att nå det flexibla inflationsmålet, däribland en ökad kommunikation om räntans riktning

(forward guidance) och kvantitativa lättnader, som att köpa obligationer på den öppna marknaden. Han menade dock att betydligt mer fortfarande kan göras. Reis menade också att inflationsmålet skulle kunna ersättas med ett mål för prisnivån i samhället i högre utsträckning än i dag samt att centralbankerna borde lägga större fokus på att stabilisera resursutnyttjandet (till exempel arbetslösheten runt sin naturliga nivå).

Woodford framhöll att även om centralbankerna inte alltid lyckats nå inflationsmålet så har det tjänat både centralbankerna och ekonomin väl i stort. Det flexibla inflationsmålet har stora fördelar eftersom det är lätt att förstå och väl förankrat i många länder. Det är också relevant för enskilda individer och underlättar deras beslutsfattande.

Woodford argumenterade för att det flexibla inflationsmålet har spelat stor roll som ankare för förväntningarna om den framtida inflationen. Därmed har det haft stor betydelse för att minska den makroekonomiska instabiliteten, dels i samband med den akuta finanskrisen 2007–2009, men även senare. Till skillnad från depressionsåren på 1930-talet sjönk inte inflationsförväntningarna under den senaste finanskrisen, men på 1930-talet orsakade förväntningar om låga prisökningar och till och med deflation stora problem. Inte heller de kraftiga svängningarna i oljepriset på senare år har fått samma negativa samhällsekonomiska effekter som under 1970-talet, när höjningar i oljepriset utlöste en destruktiv inflationsdrivande löneprisspiral.

Även om andra delmål som sysselsättning och finansiell stabilitet är viktiga och relevanta har dagens flexibla inflationsmål fördelar som gör att dess speciella status bör behållas, enligt Michael Woodford. Han menade dock att centralbankerna bör överväga att komplettera det flexibla inflationsmålet med ett mål för nominell BNP-utveckling för att stärka sambandet mellan inflationsmålet och hur den allmänna ekonomin utvecklas.

## 6 Hur ska en centralbank hantera kopplingar mellan makro-stabilitet och finansiell stabilitet?

Loretta Mester är chef för Federal Reserve Bank of Cleveland och medlem av Feds penningpolitiska kommitté (Federal Open Market Committee, FOMC). Hon lyfte fem punkter som visar på samband mellan graden av finansiell stabilitet i ekonomin och den makroekonomiska utvecklingen.

Den första punkten är att målen för penningpolitik och finansiell stabilitet är sammankopplade. Prisstabilitet främjar ett effektivt finansiellt system och ett stabilt finansiellt system möjliggör en effektiv penningpolitik. Ibland kan det finnas en konflikt mellan målen, som när expansiv penningpolitik som ska stimulera ekonomin kan leda till högt risktagande, eller när åtgärder för att förbättra den finansiella stabiliteten kan leda till lägre ekonomisk tillväxt. Men Mester menade att det inte finns någon sådan motsättning nu. Den finansiella krisen har visat att det behövs bättre regler och tillsyn av det finansiella systemet, och det står inte i motsats till ekonomisk tillväxt.

Den andra punkten som Mester lyfte är att centralbanker och andra myndigheter håller på att utveckla makrotillsynsverktyg som kan minska risken för, och konsekvenserna av, finansiell instabilitet. Mester ansåg att de strukturella verktygen, som minimikrav på bankernas kapital och likviditet och stresstester, är mer lovande än de verktyg som är tänkta att varieras över konjunkturcykeln. Hon påpekade, med utgångspunkt från situationen i USA, att det kan vara komplicerat att variera verktygen över konjunkturcykeln, bland annat på grund av att många olika myndigheter är med och delar på ansvaret för regelverket.

Mesters tredje punkt var att beslutsfattarna bör agera systematiskt i den finansiella stabilitetspolitiken snarare än att laga efter läge ("discretion"). Inom penningpolitiken är det ett väl etablerat synsätt. Systematisk penningpolitik kan påverka allmänhetens förväntningar på ett önskvärt sätt och bidra till långsiktighet i den ekonomiska politiken. Mester menade att sådana argument är minst lika viktiga på det finansiella stabilitetsområdet eftersom



regelverket syftar till att påverka hur aktörer på de finansiella marknaderna beter sig. Det är till exempel viktigt att i förväg göra klart hur en centralbank tänker sätta ett kontracykliskt kapitalkrav och under vilka omständigheter finansiella institut som har problem kommer att få stöd eller läggas ner.

Den fjärde punkten som Mester lyfte är att makrotillsyn i likhet med penningpolitiken – men till skillnad från den vanliga tillsynen av banker (mikrotillsyn) – bör vara transparent. Det är viktigt både för att påverka förväntningarna och beteendet hos aktörer på de finansiella marknaderna, och för att det ska vara möjligt att utkräva ansvar av de som fattar besluten om de ekonomisk-politiska åtgärderna. Samtidigt menade Mester att det är svårare att kommunicera tydligt om finansiell stabilitet än om penningpolitik. Det beror på att verktygen för finansiell stabilitet är relativt nya, att åtgärderna måste vidtas innan man ser några tydliga tecken på finansiell instabilitet och att regelverket är komplicerat. Mester menade att det kunde vara värt att pröva om regelverket för makro- och mikrotillsyn skulle kunna göras enklare.

Mesters femte och sista punkt var att finansiell stabilitet inte bör vara ett ytterligare mål för penningpolitiken, men att de som fattar beslut om penningpolitiken hela tiden måste beakta kopplingarna mellan finansiell stabilitet och målen för penningpolitiken. Den första försvarslinjen mot finansiell instabilitet är, enligt Mester, de strukturella verktygen, som kapitalkrav och likviditetskrav. Eftersom det är osäkert hur effektiva de kontra-cykliska verktygen kan bli, bör de strukturella kraven sättas något högre än man annars skulle ha gjort, menade Mester. Men om makrotillsynsverktygen visar sig vara otillräckliga och riskerna för finansiell instabilitet fortsätter att öka, då bör även penningpolitiska åtgärder kunna bli aktuella.

Isabel Schnabel är professor vid universitetet i Bonn. Hon började med att konstatera att centralbanker, oberoende av hur deras mandat ser ut, måste ta hänsyn till den finansiella stabiliteten. Det beror bland annat på att graden av finansiell stabilitet påverkar hur stort genomslag penningpolitiken får på ekonomin (transmissionsmekanismen). Frågan är därför inte om centralbanker ska ta sådan hänsyn, utan hur de ska göra det.

Schnabel gick igenom tre områden där centralbanker kan bidra till finansiell stabilitet. Det första är att man kan behöva ge nödkrediter i en finansiell kris, något som är i stort sett okontroversiellt. Det finns dock en diskussion om vilka principer som bör gälla för det, och under vissa omständigheter kan den rollen komma i konflikt med penningpolitiska mål. Det andra området gäller om finansiell stabilitet ska vara ett mål för penningpolitiken. Det tredje området gäller vilken roll centralbanker ska ha i den förebyggande finanstillsynen. De senare områdena är mer kontroversiella, enligt Schnabel.

När det gäller penningpolitiken redovisade Schnabel kortfattat diskussionen om "lean versus clean", det vill säga om centralbanker ska nöja sig med att städa upp efter att en bubbla i något tillgångspris har brustit, eller om de ska försöka förebygga att sådana bubblor uppstår genom att använda penningpolitiken för att "luta sig mot vinden". Det finns vanligt förekommande argument för båda synsätten. Schnabel sammanfattade en empirisk studie av 23 bubbel-episoder de senaste fyrahundra åren som hon gjort med Marcus Brunnermeier, och vad den säger om detta. Hon menade att de historiska erfarenheterna talar för att det inte är optimalt att bara städa upp efteråt. Makrotillsynsåtgärder kan användas för att förebygga bubbler, men penningpolitiska åtgärder behövs som komplement.

Schnabel gjorde också en översikt av vad empirisk forskning har att säga om centralbankers roll i det förebyggande tillsynsarbetet. Det har länge funnits en debatt om huruvida penningpolitik och banktillsyn bör skötas av en och samma myndighet eller olika. Men frågan kan inte avgöras utan empirisk forskning på området, menade Schnabel. Hennes slutsatser är att erfarenheterna talar för att det är bra med ett nära samarbete och informationsutbyte mellan centralbanken och tillsynsmyndigheten. Enligt henne förbättrar det både penningpolitiken och den finansiella stabiliteten. Effekterna av att ge

centralbanken ansvaret för tillsyn är mindre gynnsamma. Det kan leda till att centralbanken får svårare att nå sina mål i penningpolitiken. Samtidigt kan konsekvenserna för den finansiella stabiliteten vara både positiva och negativa.

Charles Goodhart gjorde två presentationer på Riksbankens konferens, dels om centralbankens ansvar för att ge nödkrediter (se ovan), dels i paneldiskussionen (se nedan). Men hans bidrag till den här konferensvolymen utgörs av en tredje uppsats, som han skrivit tillsammans med Elga Bartsch och Jonathan Ashworth från Morgan Stanley. (Goodhart arbetar bland annat som konsult åt Morgan Stanley.) Goodhart, Bartsch och Ashworth (GBA) tar upp en fråga som berörs i både Mesters och Schnabels bidrag, liksom i flera andra: den penningpolitiska transmissionsmekanismen, det vill säga de kanaler som gör att penningpolitiska åtgärder påverkar inflation, sysselsättning med mera.

GBA menar att mycket analys av penningpolitiken utgår från ett förenklande antagande om att det finns ett direkt samband mellan centralbankens räntebeslut och den reala ekonomin. Man beaktar då inte att penningpolitiken verkar via banksystemet. Det kan verka förvånande att de mycket låga styrräntorna och den expansion av centralbankernas balansräkningar, som skett när de till exempel köpt stats- och bostadsobligationer, inte haft mer positiva effekter på ekonomin. Men situationen i banksystemet kan förklara detta, menar GBA. Allmänt lågt ränteläge, små avvikelser mellan korta och långa räntor (flack avkastningskurva) och stor osäkerhet har lett till att banksystemet gärna håller stora likviditetsreserver hos centralbanken. Den traditionella multiplikatoreffekt på penningmängd och kreditutbud av centralbankernas värdepappersköp som man skulle kunnat förvänta sig har därför minskat.

GBA hänvisar till åtgärder som Bank of England (Funding for Lending) och Banco d'España (Dynamic Pre-Provisioning) vidtagit för att få mer positiva effekter på bankernas utlåning. De ser samtidigt en risk i att bankernas utlåning i så hög grad kanaliseras till hushåll och bostäder snarare än till företag. Kopplingen mellan bankernas kreditexpansion, den finansiella cykeln och uppgången i huspriser behöver brytas, menar GBA.

För att den penningpolitiska transmissionen ska fungera behövs kapital och goda vinster i banksektorn, menar GBA. Om transmissionsmekanism inte riktigt fungerar riskerar penningpolitiken att stå utan ammunition och det blir istället finanspolitiken som får stå för mer stimulans om så skulle behövas.

## 7 Hur ser samspelet mellan penningpolitik och finanspolitik ut?

Finanskrisen har, enligt Isabel Correia, chef för ekonomiska avdelningen vid Banco de Portugal och professor vid Católica Lisbon SBE, inneburit att vi nu hamnat i ett läge där det inte finns mycket utrymme kvar för att stimulera ekonomin med traditionell penning- och finanspolitik. Räntan är nära noll eller negativ och statsskulderna har ökat. Därför har fokus skiftat till mer okonventionella penningpolitiska åtgärder, som kvantitativa lättnader, det vill säga att centralbanken köper upp värdepapper. Ett problem med dem är att de kan skapa balansräkningar med riskfyllda tillgångar hos centralbankerna.

Correia menade att penningpolitiken fått bära en alltför stor börda för att stabilisera ekonomierna efter finanskrisen, och att okonventionell finanspolitik borde ta ett större ansvar.<sup>9</sup> Skatter kan användas för att stimulera ekonomin på liknande sätt som räntor normalt används. Hon argumenterade för att en annorlunda mix av finanspolitikens inriktning kan stimulera aktiviteten i ekonomier som kämpar med att få upp tillväxten, utan att det behöver

<sup>9</sup> Eric Leeper argumenterar också för att finanspolitiken behöver understödja penningpolitiken för att stabilisera inflationen och prisnivån runt önskade mål. Se sammanfattningen av hans inlägg i paneldiskussionen nedan samt hans artikel "Why central banks should care about fiscal rules".

orsaka större budgetunderskott och därmed behöva finansieras av högre skatter eller minskade utgifter längre fram i tiden.

Isabel Correia ställde också frågan vilket kriterium som bör användas för att utvärdera okonventionell penning- och finanspolitik. Ett sätt mäta effekterna av politiken är att införa välfärd som ett kriterium. Det kan låta självklart, men det innebär att politiken inte enbart handlar om stabiliseringspolitik, det vill säga att minska svängningarna i produktion och sysselsättning. Man kan till och med tänka sig att acceptera ökad volatilitet under vissa omständigheter om det är bra för utvecklingen av invånarnas välfärd över tiden. Det kan med andra ord vara tid för att ompröva hur den ekonomiska politiken bedrivs och utvärderas, och inte bara på penningpolitikens område.

Pierpaolo Benigno är professor vid LUISS Guido Carli and EIEF. Han analyserade kopplingarna mellan finanspolitik och att många centralbanker har köpt statsobligationer efter finanskrisen, så kallade kvantitativa lättnader (hädanefter QE). En av hans poänger var att effekterna av QE kan överskattas om man inte tar hänsyn till de finanspolitiska implikationerna.

Benigno argumenterade för att QE kan ha en negativ förmögenhetseffekt för den privata sektorn om centralbanken gör förluster som täcks av statskassan genom högre skatter. För att QE ska få önskad effekt behöver åtgärderna därför backas upp av en finanspolitik som inte innebär skattechöjningar. Det kräver en viss samordning mellan penning- och finanspolitiken.

Det har även uppstått en internationell debatt om huruvida QE bör användas även när de finansiella förhållandena i världsekonomin normaliserats. Benigno argumenterade för att QE, trots de möjliga begränsningar som han har påvisat att sådan politik har, kan vara ett användbart verktyg under de nuvarande speciella konjunkturella omständigheterna. Han menar däremot att det inte räcker för att motivera QE som ett penningpolitiskt verktyg även efter att situationen har normaliserats.

## 8 Hur ska en centralbank styras?

David Archer är ekonom vid Bank for International Settlements. Han menade att många centralbanker kan vara på väg in i en legitimitetskris eftersom deras mål blivit otydligare. En anledning till det är att centralbankernas makt och befogenheter har utökats, särskilt vad gäller finansiell stabilitet.

Enligt Archer är det oundvikligt att centralbankers mandat förändras över tiden. Det kan dock vara svårt att utöka mandatet för närvarande eftersom tilltron till politik och myndigheter just nu faller i många länder.

Dessutom gör de låga räntorna att centralbankernas vinster kommer att minska drastiskt i många länder och de blir därför allt mindre ekonomiskt oberoende.

Att mandatet ändras innebär, enligt Archer, emellertid inte att centralbankerna nödvändigtvis är på väg in i områden där de inte hör hemma. Ända sedan centralbanker först skapades har de haft en nyckelroll i stabila och pålitliga betalningssystem.

Fyra femtedelar av världens centralbanker har också mål som handlar om finansiell stabilitet. Men de handlar ofta om just betalningssystem och bankövervakning. De är följaktligen mer begränsade än vad man i dag talar om. Målen är dessutom ofta formulerade så att de framstår som underordnade målet om ett stabilt penningvärde.

Enligt Archer är problemet med de nya mål om finansiell stabilitet som nu diskuteras att de är otydliga. Det är svårt att definiera vad som menas med finansiell stabilitet, vad som är bra eller dålig kredittillväxt och hur mycket stabilitet som ska eftersträvas. Om man lägger till sådana mål för centralbankerna finns en risk att det kommer att uppfattas som att centralbankerna misslyckas med att nå sina mål. Då förlorar de också i legitimitet.

John B Taylor, professor vid Stanford University, menade också att målen har stor betydelse om centralbankerna ska kunna fortsätta ha en hög grad av självständighet. Dagens begränsade prisstabilitetsmål, och i vissa fall även mål för sysselsättning, har ett mycket stort

värde på så sätt att om centralbankernas uppgift breddas så kan stödet för att de ska vara självständiga försvagas.

Taylor pekade också på de stora skiften till och från regelbaserad utformning av centralbankernas politik som skett historiskt. Han menade att centralbankernas mål inte ska breddas utan fördjupas. Centralbankerna behöver kommunicera en strategi för hur de ska nå de befintliga målen, och göra tydligare vilka handlingsregler de använder för att uppnå målen. Om det görs i många länder kan det i sin tur leda till internationella överenskommelser om hur det internationella monetära systemet med stor rörlighet i kapital och valutor ska fungera.

Med tanke på att det nu förekommer så många krav på att centralbankerna ska reformeras menade Taylor också att det är en bra tid att börja införa en mer regelbaserad utformning av de åtgärder som centralbankerna vidtar. Han ansåg att en del av den ökade osäkerheten i ekonomin kommer från osäkerhet om hur centralbankerna ska agera.

## 9 Paneldiskussion: Hur bör centralbanker utformas?

Patricia Mosser<sup>10</sup> gav ett antal rekommendationer om hur centralbankernas politik kan förbättras, mot bakgrund av sin syn på USA:s erfarenheter av den finansiella krisen – ”Do’s and Don’ts in Central Bank Design”. Mosser började med att konstatera att centralbankernas ansvar för finansiell stabilitet är en komplicerad fråga, eftersom det har kopplingar till såväl penning- och finanspolitik som regleringar.

Mosser’s första rekommendation var att centralbankens uppgift att ge nödkrediter inte bör begränsas till ett fåtal motparter. Det fungerar inte när penningpolitikens kanaler för att påverka ekonomin (transmissionsmekanismen) är allvarligt störd. Exempelvis bör centralbanker vara beredda att ge likviditetsstöd även till utländska banker. Å andra sidan, menade Mosser, bör centralbanken inte sätta upp nya regler för likviditetsstödet eller andra ut- och inlåningsmöjligheter de erbjuder, till exempel inte ändra kraven på säkerheter för de lån den ger mitt under en bankpanik. Det kan nämligen bidra till ökad osäkerhet och finansiell instabilitet.

Mosser menade också att centralbanker inte i förväg bör utesluta några verktyg som de har laglig rätt att använda, till exempel swap-avtal med andra centralbanker. Det är också viktigt att vara medveten om att gränsen mellan centralbankspolitik och finanspolitik inte är helt klar. Ett exempel på det är att det är svårt att avgöra om en bank behöver nödkrediter bara för att den har problem med likviditeten eller om det också handlar om ett solvensproblem som innebär att staten kan behöva skjuta till skattemedel. För att bedöma det måste centralbankerna göra antaganden om vilka effekterna blir av den samlade ekonomiska politiken, eftersom den kan påverka bankens situation.

Liksom Alan Blinder poängterade Mosser vikten av att centralbanker håller koll på vilka risker som finns i betalningssystemet – centralbankernas roll som ”rörmokare” (”the plumbing”). Bland annat av detta skäl behöver centralbanker, enligt Mosser, tillgång till mer och bättre data än de har i dag, till exempel över skuggbanker och hur beroende bankerna är av kortsiktig marknadsfinansiering och vilka risker det medför. Mosser menade att det behövs en upprustning och ökat internationellt samarbete inom datainsamling. Löpande övervakning och riskanalys är, enligt Mosser, lika viktigt för centralbankerna som det mer standardmässiga arbete de utför inom makromodellering och makroanalys.

<sup>10</sup> Patricia Mosser är Senior Research Scholar vid School of International and Public Affairs, Columbia University. Hon har tidigare arbetat bland annat på finansdepartementet i Washington och vid Federal Reserve Bank of New York.

Svein Gjedrem tog sin utgångspunkt i fyra kriterier för vad som utgör ett bra institutionellt ramverk och som Mervyn King tidigare presenterat:<sup>11</sup>

1. Tydliga mål
2. Verktyg och kompetens som behövs för att nå dessa mål
3. Mekanismer för ansvarsutkrävande
4. Ett regelverk som avspeglar den historiska utvecklingen och tidigare erfarenheter

Gjedrem började med att ge exempel på betydelsen av historia och erfarenheter. Norges Bank har haft en mer ojämn väg mot ökad självständighet än Sveriges riksbank, eftersom Norges Bank lyder under regeringen och inte direkt under parlamentet som Riksbanken gör i Sverige. I Norge har också ministrar rätt att ge direkta instruktioner till sina myndigheter, till skillnad från hur reglerna ser ut i Sverige. Gjedrem menade att det troligen inte finns någon enda bästa lösning för hur reglerna kring centralbanker bör utformas.

När det gäller centralbankernas mål, konstaterade Gjedrem att centralbanker genom tiderna haft till uppgift att upprätthålla ett välfungerande penningssystem och finansiellt system. Penningpolitiken ska även stabilisera produktionen och sysselsättningen. Men exakt hur dessa mål ska preciseras och rangordnas är inte klart. Medan målen för penningpolitiken utvecklats över tiden har det varit svårare att specificera målen för det finansiella systemets stabilitet. Liksom Loretta Mester betonade Gjedrem att centralbankernas olika mål hör intimt samman. Han menade också att centralbankerna inte kan komma undan sitt ansvar om det uppstår en skuld- och fastighetsbubbla som leder till en finansiell kris. Det är ett skäl till att centralbankerna bör ha ett explicit ansvar för finansiell stabilitet enligt lagen.

När det gäller centralbankernas verktyg och kompetens, menade Gjedrem att i ett läge när räntorna är låga eller till och med negativa, så räcker det inte nödvändigtvis med penningpolitik för att uppnå prisstabilitet. Stabilitet och förtroende för offentliga finanser och det finansiella systemet behövs också. Gjedrem nämnde som ett exempel att kapitalkraven på banker enligt hans mening inte är tillräckligt höga för att skapa sådan stabilitet. Det bör falla inom centralbankers ansvar, menade Gjedrem, att påpeka sådana brister, även när andra myndigheter har ansvaret och verktygen för att åtgärda dem.

När det gäller det politiska systemets former för ansvarsutkrävande på centralbankerna så menade Gjedrem slutligen att det kan finnas en avvägning i förhållande till självständigheten som måste beaktas. Samtidigt som mekanismer för ansvarsutkrävande behövs för att upprätthålla en centralbanks självständighet, begränsar självständigheten också möjligheterna till ansvarsutkrävande. Transparens från centralbankens sida kan underlätta den här avvägningen, liksom om det politiska systemet utser centralbankens mål. Centralbanken kan då ha en hög grad av självständighet att utföra sina uppgifter även om den inte själv satt målen (oberoende när det gäller sina instrument men inte sina mål). Gjedrems allmänna slutsats var att det behövs ett gott institutionellt och politiskt ramverk för centralbankerna för att de ska kunna utföra sina uppgifter på bästa sätt.

Charles Goodharts inlägg i paneldiskussionen byggde på en uppsats han tidigare presenterat på en annan konferens (Goodhart, 2016) och publiceras därför inte i den här konferensvolymen. Liksom Jon Faust gjorde Goodhart en översikt över centralbankers utveckling genom historien och konstaterade att perioder av enighet om deras roller har följts av kriser och ökad osäkerhet, varpå det uppstått en ny period av ganska stor enighet. Före den senaste finansiella krisen rådde det till exempel enighet om att prisstabilitet och kapitalkrav skulle kunna garantera att bankerna förblev solventa. Tanken var att de därmed inte skulle få några problem med likviditeten. Skillnaden i löptider mellan bankernas tillgångar och skulder trodde man inte skulle vara något problem. Efter krisen råder större

<sup>11</sup> Svein Gjedrem var centralbankschef i Norge 1999–2010. Han arbetar för närvarande deltid (Professor II) vid Norges Handelshögskola i Bergen, och är ordförande för en utredning som ska ta fram ett nytt förslag till lag för Norges Bank. Mervyn King var centralbankschef i Storbritannien 2003–2013 och är för närvarande professor vid London School of Economics och New York University.

osäkerhet om hur banksystemet bör regleras. Ett skäl till det är den tekniska utvecklingen, som gör att karaktären på bankernas tjänster och verksamhet hela tiden ändras. Goodhart menade, liksom Loretta Mester, att makrotillsyn bör vara första försvarslinjen mot systemrisk, innan man överväger penningpolitiska åtgärder. Samtidigt innebär bristerna i banksystemet att penningpolitiken blivit mindre effektiv och fått svårt att uppnå sina mål (se uppsatsen av Goodhart, Bartsch och Ashworth). Den finansiella krisen har också medfört att fokus för centralbankernas verksamhet har breddats till att omfatta inte bara prisstabilitet utan även finansiell stabilitet. De har också utnyttjat fler instrument ur sin verktygslåda än vanligt. Förändringarna har, enligt Goodhart, påverkat förtroendet för centralbankerna och riskerar att få konsekvenser för deras självständighet.

Eric Leepers inlägg i panelen fokuserade på samspelet mellan penning- och finanspolitiken. Leeper började med att notera att finansiella kriser ofta får omfattande konsekvenser. Efter den finansiella krisen i början av 1990-talet antog Sverige bredare finanspolitiska reformer med början 1993 och lade även fast principen om att Riksbanken skulle ha en hög grad av självständighet och ett inflationsmål. Det fanns ett brett politiskt stöd för att komma ur en regim med hög och volatil inflation och bristande finanspolitisk disciplin. Även om detaljer kring den svenska finanspolitiken har utvecklats ligger de grundläggande principerna fast sedan dess. Sverige har ett nettouplåningsmål och planerar att sikta på ett "skuldankare" från och med 2019.

De finanspolitiska reformerna fokuserar på att säkerställa att finanspolitiken är "hållbar". Även om hållbarhet är nödvändigt, beklagar Leeper att de finanspolitiska reglerna verkar ha medfört att "hållbarhet" i praktiken kommit att innebära en långsiktig finanspolitisk åtstramning. Reglerna återspeglar principen att en låg statsskuld är en bra skuld, med liten hänsyn till hur finanspolitiken måste fungera för att penningpolitiken framgångsrikt ska kunna stabilisera inflationen eller vilken roll en säker statsskuld spelar i det finansiella systemet.

Leeper argumenterade för att finanspolitiska regler är utformade för att lösa ett politiskt problem, som tendenser till för stora budgetunderskott. Men istället riskerar de att skapa ett ekonomiskt problem och botemedlet kan vara värre än sjukdomen om det undergräver möjligheten för penningpolitiken att kontrollera inflationen. De regler som sattes upp i början av 1990-talet är inte designade för dagens situation med goda statsfinanser och låg inflation. De var framtagna för att hantera en helt annan situation med budgetunderskott och hög inflation. Det behövs därför en översyn av målen för finans- och penningpolitiken för att säkerställa att båda politikområdena kan nå sina mål.

## Referenser

Acharya, Viral (2015), "Financial Stability in the Broader Mandate for Central Banks: A Political Economy Perspective", *Working Paper No. 11*, Hutchins Center.

Bertsch, Christoph och Johan Molin (2016), "Revisiting the role of central banks as liquidity providers: old and new challenges", *Penning- och valutapolitik*, Nr. 2, s. 89–158.

Borio, Claudio och Philip Lowe (2002), "Asset prices, financial and monetary policy: exploring the nexus", *Working Paper No. 114*, Bank for International Settlements.

Georgsson, Magnus, Anders Vredin och Per Åsberg Sommar (2015), "Den moderna centralbankens mandat och diskussionen efter krisen", *Penning- och valutapolitik*, Nr. 1, s. 7–40.

Goodhart, Charles (2016), "Whither Central Banking", uppsats presenterad vid Österrikes centralbanks 200-årsjubileum, 2 juni: Wien.

Perotti, Enrico C. och Javier Suarez (2011), "A Pigovian Approach to Liquidity Regulation", *International Journal of Central Banking*, Dec., s. 3–41.

Rajan, Raghuram G. (2005), "Has Financial Development Made the World Riskier?" i *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City: Jackson Hole, WY.

Rochet, Jean-Charles (2004), "Macroeconomic Shocks and Banking Supervision", *Journal of Financial Stability*, Vol.1, No. 1, s. 93–110.

Rochet, Jean-Charles (2008), "Liquidity Regulation and the Lender of Last Resort", *Financial Stability Review*, No. 11, s. 45–52.

## Appendix – Program for the Riksbank’s conference on “Rethinking the central bank’s mandate” Stockholm, June 3-4, 2016

---

### Friday, June 3:

- 9.00–9.15      Opening remarks: Stefan Ingves (Sveriges Riksbank)
- 9.15–10.45    **Session 1. (Why) Are central banks necessary?**  
Alan Blinder (Princeton University)  
Jon Faust (Johns Hopkins University)  
Chair: Cecilia Skingsley (Sveriges Riksbank)
- 11.15-12.45    **Session 2. The central bank’s role as a provider of liquidity**  
Franklin Allen (Imperial College London)  
Linda Goldberg (Federal Reserve Bank of New York)  
Chair: Meredith Beechey (Sveriges Riksbank)
- 13.45-15.15    **Session 3. The role as a lender of last resort**  
Charles Calomiris (Columbia Business School)  
Charles Goodhart (London School of Economics)  
Chair: Tore Ellingsen (Stockholm School of Economics)
- 15.45-17.15    **Session 4: The central bank’s responsibility for price and macro stability**  
Ricardo Reis (Columbia University)  
Michael Woodford (Columbia University)  
Chair: Jon Faust (Johns Hopkins University)

### Saturday, June 4:

- 9.00-10.30    **Session 5: Links between macro stability and financial stability**  
Loretta Mester (Federal Reserve Bank of Cleveland)  
Isabel Schnabel (University of Bonn)  
Chair: Eric Leeper (Indiana University)
- 11.00-12.30    **Session 6: Links between central banking and fiscal policy**  
Isabel Correia (Banco de Portugal)  
Pierpaolo Benigno (LUISS Guido Carli)  
Chair: Peter Englund (Stockholm School of Economics)
- 13.30-15.00    **Session 7: Governance issues**  
David Archer (Bank for International Settlements)  
John Taylor (Stanford University)  
Chair: Torsten Persson (IIES, Stockholm University)
- 15.30-17.00    **Panel discussion: How should central banks be designed?**  
Svein Gjedrem (Ministry of Finance, Norway; Norwegian School of Economics)  
Charles Goodhart (London School of Economics)  
Eric Leeper (Indiana University)  
Patricia Mosser (Columbia University)  
Chair: Anders Vredin (Sveriges Riksbank)



**Organizing committee:**

Cecilia Skingsley, Deputy Governor, Sveriges Riksbank

Magnus Georgsson, Legal Counsel, Sveriges Riksbank

Eric Leeper, Professor, Indiana University

Jesper Lindé, Head of Research, Sveriges Riksbank

David Vestin, Senior Adviser, Sveriges Riksbank

Anders Vredin, Head of General Secretariat, Sveriges Riksbank