

Sir Andrew Crockett¹

Samspil peningalegs og fjármálalegs stöðugleika

Yfirlitserindi á ráðstefnu SUERF og Seðlabanka Íslands í Reykjavík, 3. júní 2004²

1 Inngangur

Gildi þess að viðhalda peningalegum og fjármálalegum stöðugleika er almennt hafið yfir allan vafa. Óstöðugleiki í fjármálalífínu hefur haft mikinn kostnað í för með sér á síðustu áratugum, hvort heldur í þróðum löndum eða nýmarkaðslöndum. Verðbólga var þrálátt vandamál á áttunda og níunda áratugnum og sigur á henni vannst með töluverðum tilkostnaði. Síðar hefur vandi fjármálastofnana og fjármálakerfisins í heild valdið þjóðarbúskap landa sem í hlut hafa átt ómældum búsifjum.

Að auki er ljóst að gagnkvæm tengsl eru á milli peningalegs og fjármálalegs óstöðugleika. Í fjölda rannsókna hefur verið greint frá sameiginlegum rótum gjaldmiðla- og bankakreppna og hvernig þær geta magnað hvor aðra. Samkvæmt einni rannsókn Alþjóðabankans hafa orðið meira en 120 fjármálakreppur í nýmarkaðsríkjum síðastliðna tvo áratugi. Dæmigerður kostnaður við að leysa þessar kreppur hefur að meðaltali numið 16% vergrar landsframleiðslu og kostnaður þeirra að samanlögðu numið þúsund milljörðum Bandaríkjadala.

Þótt viðtekið sé að gagnkvæm tengsl séu á milli peningalegs og fjármálalegs stöðugleika, hafa þau sérstök ferli sem eru að verki ekki verið skilgreind

með skýrum hætti. Þeir sem unnið hafa rannsóknir á þessum tengslum leggja áherslu á ólíka þætti. Mikil hækkun (og í sumum tilfellum lækkun) eignaverðs hefur beint áhyggjum manna að því með hvaða hætti sveiflur í eignaverði geta grafið undan stöðugleika. Hins vegar greinir menn á um hvort nokkur tengsl séu á milli þeirra og verðbólguviðmiða seðlabanka.

Í þessum fyrirlestri mun ég reyna að kafa dýpra í þessi mál og spyrja hvaða áhrif verðbólga hafi á fjármálalegan stöðugleika og öfugt. Til einföldunar mun ég einkum beina sjónum að gagnkvæmum áhrifum hvors þáttar á hinn og horfa fram hjá því sem augljóst er, að við skilyrði almenns jafnvægis sé hvort tveggja sameiginlega ákvarðað. Ég mun koma að þessu í lokin, áður en ég geri grein fyrir aðgerðum gegn óstöðugleika almennt. Önnur spurning sem ég mun fjalla um er stjórnsýsluleg skipan fjármálaeftirlits. Ef mikilvæg gagnkvæm tengsl eru á milli peningalegs og fjármálalegs stöðugleika, eins og ég mun halda fram, hvernig skal þá deila ábyrgð á eftirliti með fjármálakerfinu?

2 Skilgreiningar

Líkt og við alla fræðilega greiningu er við hæfi að byrja á að skilgreina hugtök. Ég mun fylgja viðteknunum venjum og skilgreina peningalegan stöðugleika sem stöðugleika kaupmáttar peninga, með öðrum orðum litla og stöðuga verðbólgu. Jafnframt fellst ég á að fylgja þeirri venju að skilgreina verðbólgu sem breytingu á meðalverði vöru og þjónustu í neyslukörfu sem endurspeglar neyklusamsetningu heimilanna. Þetta vekur þá spurningu hvort breytingar á

1. Sir Andrew Crockett er bankastjóri JP Morgan Chase International og fyrrverandi bankastjóri Alþjóðagreiðslubankans í Basel.

2. SUERF (Société Universitaire Européenne de Recherches Financières) eru samtök hagfræðinga við háskóla, viðskiptabanka og seðlabanka. Enskt heiti samtakanna er The European Money and Finance Forum. Erindið er þýtt úr ensku.

verði eigna, áþreifanlegra eða fjárhagslegra, hafi einhverja merkingu sem mælikvarði á verðbólgu. Sjálfur veit ég ekki svarið, en læt mér nægja að geta þess að æ fleiri sérfræðingar efast um að einvíður mælikvarði á verðbólgu lýsi nægilega vel fyrirbærinu sem við viljum rannsaka.

Ég skilgreini fjármálalegan stöðugleika sem hæfni fjármálakerfisins til að miðla fjármagni frá sparendum til fjárfesta án þess að valda miklum sveiflum á eignaverði. Takið eftir hvað þessi skilgreining felur í sér og hvað hún felur ekki í sér. Það að beina athyglinni að starfsemi kerfisins þýðir að erfiðleikar eða gjaldþrot einstakra fjármálastofnana eru ekki áhyggjuefni nema ef áhrifa gæti á miðlunargetu alls fjármálakerfisins, þ.e.a.s. ef smitleiðir eru til staðar. Skilyrðið um að ekki megi vera miklar sveiflur í eignaverði til þess að kerfi geti talist stöðugt kemur eignaverði að í skilgreiningunni.

Vera kann að þetta sé ekki almennt viðtekið, og því er gagnlegt að gera þessu skýr skil. Venjulegar sveiflur í verði fjárhagslegra og áþreifanlegra eigna eru eðlilegur og nauðsynlegur hluti virks fjármálakerfis. Verði sveiflurnar of miklar (sleppum því að skilgreina hér hvað eru „of“ miklar) fara menn að hafa áhyggjur af stöðugleikanum. Hvers vegna?

Við höfum áhyggjur af fjármálalegum óstöðugleika vegna þess að hann er kostnaðarsamur. Ósamræmi í eignaverði, sem gjarnan er undanfari og fylgiskur fjármálalegs óstöðugleika, getur haft viðtæk áhrif á neyslu og ákvarðanir um fjárfestingu og valdið óhagkvæmri ráðstöfun verðmæta milli geira og tímabila. Jafnvel þótt þessu fylgi ekki hrun fjármálastofnana, getur kostnaður þjóðfélagsins að lokum orðið verulegur.

3 Sögulegt yfirlit: Breytt sýn á peningalegan og fjármálalegan stöðugleika

Á tímum gullfótarins var peningalegur stöðugleiki skilgreindur sem það að viðhalda verðgildi viðkomandi gjaldmiðils í gulli. Talið var að breytingar á kaupmætti gjaldmiðils sem var innleysanlegur fyrir gull stöfuðu fyrst og fremst af breytingum á heildarframboði gulls og væru því ekki á valdi eða ábyrgð seðlabanka eða ríkisstjórna. Undir slíkri peningastefnu var litið svo á að ábyrgð peningamálastjórnvalda fælist í að tryggja að ávallt væri hægt að skipta pappírpeningum yfir í viðmiðunarmyntfót (gull).

Í framkvæmd þýddi þetta að viðhalda nægilegum gullforða til að mæta eðlilegum kröfum um skipti, og vera reiðubúin að nota vexti til að verja gullforðann þegar á hann gekk.

Í flestum löndum urðu til stofnanir sem öxluðu ábyrgð á að tryggja heilbrigði bankakerfisins. Oftast, en þó ekki alltaf, urðu þessar stofnanir með tímanum seðlabankar. Verkefni seðlabanka voru fyrst skilgreind í klassísku verki Bagehot, „Lombard Street“, sem er sigilt að því er varðar skilgreiningu á ábyrgð seðlabanka á fjármálalegum stöðugleika. Menn urðu almennt sammála um að seðlabankar ættu að vera lánveitendur til þrautavara fyrir bankakerfið, útvega traustum bönkum í fjárhagserfiðleikum reiðufé (fyrir ákveðið verð), en láta vera að lána gjaldþrota stofnunum.

Þessi viðhorf til ábyrgðar seðlabanka tóku að breytast þegar gullfóturinn var lagður af og gildi gjaldmiðils varð háð stefnu í hverju landi. Reyndar er ekki unnt að tímasetja þessa breytingu nákvæmlega. Flest lönd hurfu frá gullfæti árið 1914 en ríkisstjórnir höfðu það um nokkurt skeið að markmiði að taka upp einhvers konar gullfót á ný. Það var ekki fyrr en Bretton-Woods kerfið leið undir lok, snemma á áttunda áratugnum, að gull hætti að skipta máli í peningakerfum. Löngu áður en það átti sér stað hafði almenningi skilist að innlend verðbólga var afleiðing aðgerða seðlabanka og á ábyrgð þeirra.

Eftir seinni heimsstyrjöldina voru stjórnendur peningamála ekki eins uppteknir af fjármálalegum stöðugleika og áður og til þess lágu ýmsar ástæður. Einn þáttur arfleifðar kreppunnar miklu var net reglna og hafta sem umlukti innlent fjármálakerfi, virkaði sem öryggisnet og takmarkaði samkeppni í bankakerfinu. Þetta verndaða umhverfi varði banka fyrir tapi þegar áföll sem áhrif höfðu á hagnað þeirra dundu yfir.

Í mörgum löndum var peningastefnan heldur ekki talin mjög mikilvæg og lágu til þess tvær ástæður. Í fyrsta lagi dró fastgengisstefna úr möguleikum til sjálfstæðrar peningastefnu. Í öðru lagi voru ríkjandi fræðileg viðhorf þau, eins og fram kom til dæmis í Radcliffe skýrslunni (1958), að verðbólga stafaði af raunstærðum og að peningaleg skilyrði hefðu lítil áhrif á þær.

Þetta tók að breytast upp úr miðjum sjöunda áratugnum. Sterk rök peningamagnskennningarinnar og reynsla af sívaxandi verðbólgu urðu sameiginlega til

Þess að sannfæra hagfræðinga um að meginviðfangsefni seðlabanka ætti að vera að koma á peningalegum stöðugleika, í þeim skilningi að hafa hemil á verðbólgu. Nokkurn tíma tók að ná tökum á verðbólgunni og hafði það í för með sér umtalsverðan fórnarkostnað, en í upphafi tíunda áratugarins hafði því markmiði að mestu verið náð. Samfara þessu höfðu fræðilegar rannsóknir og athuganir lagt grunn að bættum skilningi á verðbólguferlinu. Stofnanatengdir þættir, til dæmis sjálfstæði seðlabanka gagnvart sitjandi ríkisstjórn og peningastjórn með verðbólgu-markmið, hjálpuðu til við að festa árangur verðstöðugleika í sessi.

Árangursríkri baráttu við verðbólgu fylgdi í flestum löndum aukið frelsi í fjármálakerfinu. Regluverk eins og vaxtaþök og takmarkanir á starfsemi fyrirtækja voru rýmkuð eða afnumin. Samkeppnisöflin fengu því aukið svigrúm.

Flestir töldu líklega að minni verðbólga og aukið frjálsræði fjármálakerfisins hefðu átt að efla stöðugleika þess. Þegar öllu var á botninn hvolft hefur óöryggið sem fylgir mikilli og breytilegri verðbólgu gjarnan í för með sér óhagkvæma ráðstöfun verðmæta sem oft leiðir til fjárhagslegra erfiðleika, og samkeppnisumhverfi er oftast talið stuðla að því að hæfustu fyrirtækin lifi af.

Þegar til kastanna kom hafði aukið frelsi á fjármálamörkuðum í för með sér tíðari tilvik fjármálalegs óstöðugleika. Því hefur baráttu gegn óstöðugleika komist ofar á verkefnalistann, bæði innan hvers ríkis og á alþjóðavettvangi. Umræðan hefur snúist um hvort tveggja, hvaða stefnu þurfi að taka til að fyrirbyggja og takast á við erfiðleika í fjármálakerfinu og hvaða stofnanir eigi að bera ábyrgð á að setja varúðarreglur og bregðast við kreppum.

Tilgangur þessa nokkuð langa sögulega útdrúrs er að sýna fram á að það er frekar nýtt af nálinni að huga að hvoru tveggja samtímis, peningalegum og fjármálalegum stöðugleika. Hingað til hafa yfirvöld peningamála yfirleitt aðeins fengist við annað hvort en ekki bæði í einu, og þau hafa ekki af alvöru reynt að svara spurningunni um hvernig þessi markmið fara saman.

4 Áhrif peningalegs stöðugleika á fjármálalegan stöðugleika

Ég mun nú snúa mér að aðalviðfangsefni þessa erindis, samspili peningalegs og fjármálalegs stöðug-

leika. Eins og ef til vill mátti vænta mun ég aðallega fjalla um hvernig *óstöðugleiki* breiðist út. Til að einfalda málið, byrja ég á að skoða hvernig peningalegur óstöðugleiki getur haft áhrif á fjármálalegan óstöðugleika, og síðan athuga hvað gerist ef orsakatengslin eru í hina áttina. Því næst mun ég reyna að meta hvernig þetta tvennt getur farið saman.

Peningalegur óstöðugleiki kemur venjulega fram í mikilli verðbólgu (þótt nýleg reynsla Japana minni okkur á að verðhjóðnun getur verið álika alvarlegt vandamál og að færa megi fyrir því rök að færri úrræði séu tiltæk til að bregðast við þeim vanda). Mikil verðbólga getur stuðlað að óstöðugleika í fjármálakerfinu á marga vegu. Í fyrsta lagi er óstöðug verðbólga nánast undantekningalaust fylgifiskur mikillar verðbólgu. Óstöðug verðbólga skapar óöryggi við langtímasamninga sem erfitt er, ef ekki ómögulegt, að verja sig fyrir svo að viðunandi sé.

Um langt skeið hafa bankar tekið skammtímalán til að lána út til langs tíma. Þegar skammtíma vextir hækka, sem viðbrögð við aukinni verðbólgu, geta þeir verið læstir í stöðu með eignir sem bera fasta ávöxtun á sama tíma og kostnaður við fjármögnunina eykst. Hægt er að fela tapið ef bókhaldsvenjur endurspeglar verðbreytingar ekki nægilega vel. Ef lán miðast t.d. við upphaflega bókfært virði, getur virst sem fjármálastofnunin sé nægilega vel fjármögnuð þótt fjármálaleg staða hennar hafi í raun veikt verulega. Þegar þannig er háttað gætu innherjar nýtt sér aðgang að fjármagni til æ áhættumeira braks til að bæta annars vonlausu stöðu sína. Með nokkurri einföldun er þetta sagan um sparisjóði á níunda áratugnum í Bandaríkjunum og sami vandi liggur að baki ýmsum erfiðleikum sem önnur fjármálakerfi eiga við að glíma.

Í öðru lagi getur verðbólga skapað fjármálavanda vegna rangra hvata sem verða til þegar saman fara mikil verðbólga og sveigjanleg fastgengisstefna. Það sem slíkt kerfi gerir í raun, er að blanda samfelldri innlendri verðbólgu saman við óreglulega aðlögun verðs erlendra gjaldmiðla. Við þannig aðstæður hlýtur hlutfallslegt verðlag að bjagast, og þeir sem byggja ákvarðanir sínar á væntingum um áframhaldandi fast gengi verða berskjaldaðir fyrir gengistapi sem gæti orðið mikið. Slíkt hefur oft gerst. Skýrustu dæmin eru kreppurnar í Austur-Asíu 1997-1998 og í Argentínu 2001-2002 þar sem fjármálalegt ójafnvægi byggðist upp í skjóli fastgengisstefnu og síðan hafði

skörp gengisfelling í för með sér eða jök á fjármálakreppu innanlands.

Í þriðja lagi og á almennari nótum hefur verðbólga í för með sér óhagkvæma ráðstöfun fjármuna og gerir erfiðara að meta undirliggjandi arðsemi verkefna. Erfiðara verður að meta útlánaáhættu, sérstaklega þegar áframhaldandi geta lántakenda til að standa í skilum er háð því að ákveðnu sambandi milli hækkunar kostnaðar og tekna sé viðhaldið.

Að lokum má ekki líta fram hjá því að þegar miklar verðbólguvæntingar hafa náð að festast í sessi, getur það verið álika mikið áfall að það dragi úr verðbólguhraðanum og að hann aukist. Þetta hefur einmitt verið vandi líftryggingageirans á undan-gengnum árum.

5 Áhrif fjármálalegs stöðugleika á peningalegan stöðugleika

Snúum okkur nú að því hvernig fjármálalegur óstöðugleiki getur haft áhrif á peningalegan stöðugleika. Getur óstöðugt eignaverð og spenna í fjármálakerfinu heft seðlabanka í viðleitni hans til að viðhalda lítilli og stöðugri verðbólgu?

Til er hugmyndafræði sem telur að þróun fjármálamarkaða og stofnana hafi lítill áhrif á getu seðlabanka til að stuðla að verðstöðugleika. Þessi rökfræði gengur út á að peningastefna hafi áhrif á verðlag gegnum áhrif vaxta á eftirspurn. Ekki sé ástæða til að ætla að aðstæður á fjármálamörkuðum geti skert getu seðlabanka til að stýra vöxtum. Á sama hátt sé ekki líklegt að sú staða geti komið upp að vaxtabreytingar dugi ekki til að hafa áhrif á eftirspurn.

En það sem gildir við eðlilegar markaðsaðstæður í þróuðum hagkerfum á ekki endilega við þegar truflun hefur átt sér stað, sérstaklega í nýiðnvæddum ríkjum. Á síðarnefndu mörkuðunum ýttu greiðsluþrot banka greinilega undir lækkun gengis og gerðu seðlabönkum nánast ógerlegt að ná markmiði sínu um verðstöðugleika.

Fjármálalegir erfiðleikar í iðnvæddum ríkjum geta einnig gert það að verkum að erfiðara er að halda verðbólgu á æskilegu stigi og vexti eftirspurnar stöðugum. Japan er líklega besta dæmið um land sem, eftir að eignaverðbólga sprakk, hafnaði í verðhjöðnunargildru um langt skeið þar sem hefðbundin stjórnþæki peningamála gerðu lítið gagn. Þó að Japan sé jaðardæmi er það sannarlega ekki einstakt.

Í Bandaríkjunum, til dæmis, hefur seðlabankinn þurft að beita óvenju eftirlátssamri peningastefnu vegna veiks efnahags fjármálastofnana, og til eru önnur álika dæmi.

Önnur vandamál verða til þegar eignaverð hækkar hratt. Ekki er ágreiningur um að eignaverð skipti máli fyrir ákvarðanir í peningamálum sakir áhrifa þess á auðsæld í einkageiranum og þar með á neysluhneigð. En ætti að taka fleiri þætti með í reikninginn? Mun hugsanlega ósjálfbær hækkun eignaverðs hafa önnur áhrif á útgjöld, til dæmis þegar undið er ofan af henni? Ef þetta gerist einhvern tíma í óvissri framtíð, t.d. handan við tveggja ára sjóndeildarhring verðbólgu markmiðs, ætti þá að horfa fram hjá því eða taka það með í reikninginn? Ef þetta er nokkuð sem veldur stjórnvöldum peningamála áhyggjum, ættu þau þá að nota peningastefnuna eða önnur tæki til að vega á móti þessu uppsafnaða ójafnvægi, eða ættu þau að bíða eftir aðlögunarfasanum og grípa þá til aðgerða? Þetta eru flóknar spurningar og við þeim eru ekki til nein einföld svör.

6 Stefna sem miðar að peningalegum og fjármálalegum stöðugleika

Næst skal ég reyna að svara þeirri spurningu hvort hægt sé að reka stefnu peningalegs og fjármálalegs stöðugleika hvors í sínu lagi, eða hvort nauðsynlegt sé að samræma þessi stefnumið og ef svo er, hvernig. Í næsta hluta erindisins mun ég fjalla um hvernig ætti að skipta verkum.

Flestir telja að peningalegur og fjármálalegur stöðugleiki, eins og hugtökin eru skilgreind í þessu erindi, séu aðskilin markmið sem áhrifaríkast sé að ná með aðskildum stjórnþækjum. Að því er peningastefnuna áhrærir er helsta stjórnþækið skammtíma-vextir sem stjórnað er af seðlabanka og millimarkmiðið er verðbólga, u.þ.b. til næstu tveggja ára. Sumum seðlabönkum hefur þótt gagnlegt að miða við formlegt verðbólgu markmið. Þeir sem hafa ekki slíka umgjörð láta jafnan eitthvað svipað í ljós í opinberum yfirlýsingum.

Unnið hefur verið að því að treysta fjármála-stöðugleika með því að efla fjármálaeftirlit, ásamt sérstökum ráðstöfunum („öryggisneti“) til að verja kerfið ef óvenjuleg áföll dynja yfir. Að undanförmu hefur athyglin beinst í auknum mæli að aðgerðum til að auka áhættunæmi eftirlits og draga úr freistnivanda.

Lítill vafi er á því að þetta muni áfram verða hornsteinn stefnu er miðar að stöðugleika. Eigi að síður, eins og fólst í því sem sagt var í kaflanum hér á undan, kann að vera þörf á að taka sérstakt tillit til samspilsins þarna á milli. Peningastefna virkar í gegnum fjármálakerfið. Því er nauðsynlegt fyrir stjórnvöld peningamála að vita hvaða áhrif umgjörð fjármálaeftirlits hefur á fjármálakerfið. Með svipuðum hætti ræðst ástand og viðkvæmni ákveðinna stofnana af peningalegu aðhaldi í nútíð og framtíð. Varfærnisleg hegðun einstakra stofnana (t.d. með því að draga úr útlánum þegar lægð er í efnahagslífinu) getur teft stöðugleika í hættu frá þjóðhagslegu sjónarmiði.

Þessi sjónarmið tel ég að feli í sér að nauðsynlegt sé að leita leiða til þess að taka með skýrari hætti en áður mið af samspili þátta peninga- og fjármálakerfis við mótun stöðugleikastefnu. T.d. gæti verið gagnlegt að skoða afleiðingar útlánavaxtar sem til skamms tíma virðist í samræmi við stöðugleika verðlags, en gerir eignaverði kleift að hækka mun hraðar. Þegar slíkt gerist getur það bent til fjármálalegs óstöðugleika síðar og e.t.v. vandkvæða við að ná verðbólgu-markmiði.

Þegar litið er til fjármálaeftirlits gæti verið æskilegt að endurskoða beitingu reglna sem ósjálfrátt ýta undir sveiflur í eignaverði. Þar á meðal eru reglur sem eru mælikvarði á áhættu er tengist stöðu hagsveiflunnar. Með því að breyta aðferðum við að ákveða framlag í afskriftareikning og hvetja til mats á útlánnum með hliðsjón af hagsveiflunni í heild sinni myndi draga úr sveiflum í útlánnum. Aukin notkun álagsprófa myndi hjálpa við að takmarka óhóflegan útlánavöxt í uppsveiflu.

7 Stjórnunarhættir: Hverjum á að fela ábyrgð á að ná peningalegum og fjármálalegum stöðugleika?

Hér að framan hef ég haldið því fram að peningalegur og fjármálalegur stöðugleiki séu aðskilin en tengd fyrirbæri, og að bæði séu mikilvæg fyrir heilbrigði efnahagslífsins. Ég hef einnig bent á aðferðir sem gætu tekið mið af gagnvirkninni við mótun aðgerða sem stuðla að báðum markmiðum. Til viðbótar þessu mikilvæga atriði eru stjórnunarhættir einnig mikilvægt úrlausnarefni. Hverjum skal fela ábyrgð á hvoru markmiði og hvernig ætti samvinnu þeirra að vera háttáð?

Auðveldara er að svara þessari spurningu með til-liti til peningalegs stöðugleika en fjármálalegs. Nú-orðið er lítil ágreiningur um að peningastefnan eigi að vera í höndum seðlabanka sem býr yfir nægu sjálfstæði til að framfylgja stefnu verðstöðugleika.

Að því er fjármálalegan stöðugleika varðar liggur þetta ekki jafn ljóst fyrir. Venja var að seðlabankar gegndu þessu hlutverki. Bagehot lýsti fyrstur manna hlutverki Englandsbanka í þessum efnum með skýrum hætti, en þeirri fyrirmynd var fylgt í mörgum löndum.

Nýlega hefur það hins vegar gerst í sífellt fleiri löndum að bankaeftirlit hefur verið skilið frá peningastefnunni og vistað hjá óháðri stofnun.

Þetta vekur þá spurningu hvaða stjórnsýsluleg uppbygging sé best fallin til að stuðla að fjármálastöðugleika, og hafi verið ákveðið að koma eftirlitinu fyrir hjá sérstakri stofnun, hvernig skal lýsa og framfylgja þeimskyldum seðlabanka sem eftir standa?

Rökin fyrir því að skilja setningu reglna og eftirlit með bönkum frá mótun peningastefnunnar eru að þessi tvö hlutverk séu í eðli sínu ólík. Annað þeirra gæti jafnvel þvælst fyrir hinu að því leyti að áherslur stjórnenda dreifast og framkvæmd annars þeirra gæti leitt til hagsmunaárekstra gagnvart hinu. Þessi staða gæti komið upp t.d. ef seðlabanki sem er ábyrgur fyrir fjármálaeftirliti hneigist til að slaka á aðhaldi peningastefnunnar til þess að ná öðrum markmiðum, svo sem að verja greiðsluhæfi bankastofnana.

Því er einnig stundum haldið fram að hnökror á framkvæmd fjármálaeftirlits seðlabanka gætu skaðað starfsemi bankans þannig að torveldaði framkvæmd peningastefnunnar. Sterkari eru þau rök að nauðsynlegt sé að samhæfa starf trygginga-, verðbréfa- og bankaftirlits og að aukið hlutverk á því sviði myndi færa seðlabanka of langt frá peninga- og bankamálum sem þeir hafa sérþekkingu á. Af þeim sökum kann að vera best að sameina hlutverk fjármálaeftirlits í samþættri stofnun, sem hefur burði til að taka með sambærilegum hætti á fjármálastofnunum af ýmsu tagi.

Á móti þessum rökum, eru einnig sterk rök fyrir því að halda bankaftirliti innan seðlabanka. Seðlabanki á dagleg samskipti við fjármálamarkaðina sem erfitt er að kalla fram í eftirlitsstofnun og jafnvel þótt það tækist fæli það í sér soun á opinberri sérþekkingu. Til þess að gera sér grein fyrir miðlunarferli

peningastefnunnar þurfa seðlabankar að hafa skýra mynd af efnahagsreikningi bankakerfisins. Þegar fjármálakerfið er undir álagi er samhæfing yfirvalda á sviði fjármálaeftirlits og peningamála óhjákvæmileg, sem er auðveldara að koma við undir einu þaki.

Önnur rök fyrir því að halda fjármálaeftirliti innan seðlabanka er sjálfstæði gagnvart pólitískum þrýstingi. Í flestum löndum njóta seðlabankar umtalsverðs sjálfstæðis og virðingar, sem þeir hafa áunnið sér með ærnum tilkostnaði á löngum tíma. Það hefur gert þeim kleift að ráða til sín vel hæft starfsfólk. Að færa eftirlit til stofnunar sem í upphafi yrði veikari myndi stefna þessum ávinningi í hættu. Charles Goodhart hefur haldið því fram að þessi rök eigi sérstaklega við í nýmarkaðsríkjum.

Framangreint vekur upp þá spurningu hvort líta beri á hlutverk bankaftirlits sem jafngilt eftirliti með fjármálastöðugleika. Ég held að svo sé ekki, og ekki aðeins vegna þess að bankakerfið sé aðeins einn þáttur fjármálakerfisins. Að stuðla að fjármálastöðugleika felur í sér meira en einfaldlega ábyrgja stjórn einstakra fjármálastofnana. Að auki felur það í sér að forðast þjóðhagslegt misvægi, sem gæti ef ekkert er aðhafst skapað fjármálalega spennu og brotist fram í skörpum sveiflum í eignaverði og þar með hugsanlega skapað áraun á fjármálastofnanir. Það felur einnig í sér að gefa gaum markaðsöflum sem miðla erfiðleikum í gegnum kerfið þegar það verður fyrir ytri áföllum.

Draga má í efa að eftirlitsaðilar með fjármálakerfinu, sem bera ábyrgð á að tryggja ábyrgja stjórn fjármálastofnana á sínu sviði, séu nægilega vel í stakk búnir til að fást við fjármálalegan óstöðugleika í svo víðum skilningi. Reyndar er þetta sennilega ástæða þess að flestir seðlabankar sem hafa ekki lengur bankaftirlit með höndum í orðsins fyllstu merkingu hafa haldið áfram að líta á fjármálastöðugleika í víðari skilningi þess orðs sem eina af skyldum sínum.

Ekki er auðvelt að skilgreina hvað felst í þessum skyldum sem eftir standa. Nokkra hugmynd um það gefur tilurð og innihald fjármálastöðugleikaskýrslna sem rutt hafa sér braut ásamt verðbóluskýrslum sífellt fleiri seðlabanka. Eftirlit með fjármálastöðugleika í þessum skilningi virðist fela í sér þá skyldu að rýna í framvindu á fjármálamörkuðum sem hugsanlega gæti reynst ósjálfbær, að skoða áhrif kerfisbreytinga á fjármálamarkaði og nýrra fjármálaafurða á framvindu markaða og skoða þróun efnahagsreikninga einstakra geira og stofnana.

Ýmsir seðlabankar hafa jafnframt lagt sig fram um að skilgreina skyldur sínar ef svo bæri undir að kerfislæg hættu stafaði að fjármálakerfinu. Í hópi helstu landa heims virðist nálgun Bretla vera heildstæðust. Þar hittast með skipulegum hætti fjármálaeftirlitið (FSA), Englandsbanki og fjármálaráðuneytið á ýmsum stigum stjórnáráðuneytis. Í sérstökum samningi er samskiptaháttunum lýst og skyldum þegar kreppu ber að höndum. Fjárhagslega aðstoð yrði að veita fyrir tilstuðlan Englandsbanka, mat á stöðu einstakra stofnana kæmi einkum frá fjármálaeftirlitinu og ákvörðun um opinberar fjárveitingar frá fjármálaráðuneytinu.

Á evrusvæðinu og í Bandaríkjunum eru skyldurnar ekki skilgreindar jafn skýrt. Í tilfelli þessara hagstjórnarsvæða er raunar eðlilegt að spyrja hvort unnt yrði að finna lausn tímanlega ef svo bæri við að fjármálastöðugleika væri ógnað vegna stórrar fjármálastofnunar sem komin væri í þrot. Að skýra nánar skyldur einstakra opinberra aðila er mikilvægt verkefni sem ólukið er á sviði fjármálastöðugleika. Erfitt er að fá kastljósinu beint að slíkum úrlausnarefnum þegar horfur á óstöðugleika fjármálakerfisins virðast fjarlægjar. Þegar slíkur óstöðugleiki kemur upp gæti það hins vegar verið orðið of seint.