

Behövs en ny makroekonomi efter finanskrisen?

Mycket av den kritik som förts fram mot den makroekonomiska forskningen bygger på missförstånd om hur forskningen ser ut och en för stor tilltro till vad forskningen kan leverera.

I spåren av finanskrisen och den efterföljande lågkonjunkturen har nationalekonomernas, och särskilt makroekonomernas, roll debatteras. Skulle vi tidigare ha sett krisen annalkas? Kunde vi ha förhindrat den? Kunde vi bättre ha hanterat dess verkningar? Vissa svarar jakande på samtliga dessa frågor. De menar att den makroekonomiska forskningen och undervisningen under de senaste decennierna har varit vilsen och således att en fullständig ändrad inriktning nu behövs.¹

En så dramatisk kursändring är dock inte motiverad. Före krisens utbrott avslutades de mest använda läroböckerna i makroekonomi med ungefär samma sammanfattning av de viktigaste makroekonomiska insikterna, nämligen: (i) På lång sikt bestäms ett lands levnadsstandard av dess tillgång på produktionsfaktorer och teknologi; (ii) På kort sikt påverkas ett lands produktion och sysselsättning av dess aggregerade efterfrågan och denna efterfrågan kan påverkas av finans- och penningpolitik; (iii) På lång sikt påverkar penningmängdens tillväxttakt inflationstakten men inte sysselsättningen; och (iv) På kort sikt finns ett samband mellan inflation och sysselsättning, vilket medför att finans- och penningpolitiken kan tvingas till avvägningar mellan att stabilisera den ena variabeln på den andras bekostnad.² Dessa insikter gäller i lika hög grad nu som tidigare. De makroekonomiska grunderna kommer alltså att bestå och krisen kommer knappast att föranleda någon större förändring av de inledande kurserna.³

Men även om krisen inte bör eller kommer att medföra en total förändring av makroekonomin finns det anledning att granska den makroekonomiska forskningen och dess ekonomisk-politiska tillämpning.⁴ I det följande diskuterar jag kritiken mot den makroekonomiska forskningen uppdelat på tre teman: att makroekonomer i för hög grad utgår från rationalitet och marknadseffektivitet, att analysen blivit för matematisk och verklighets-

MARTIN FLODÉN

är professor i nationalekonomi vid Stockholms universitet och ledamot i Finanspolitiska rådet. Han forskar och undervisar om makroekonomi. martin.floden@ne.su.se

¹ Se Krugman (2009), Gordon (2009) och *The Economist* (2009).

² Se Blanchard (2006, s 585-586) och Mankiw (2007, s 547-550).

³ Det pågår sedan tidigare en gradvis förändring av de grundläggande konjunkturcykelmodeller som presenteras i läroböckerna. Denna utveckling är dock inte relaterad till finanskrisen.

⁴ Det finns redan ett antal lättillgängliga texter på samma tema, t ex Spaventa (2009) och Calmfors (2009). Eichengreen (2010) är lite mer inriktad på forskningen inom finansiell ekonomi och mikroekonomi. Flodén (2009) diskuterar Krugmans kritik av makroekonomin.

Tack till Jesper Lindé för kommentarer på en tidigare version av texten.

främmande samt att makroekonomer har ignorerat tillgångspriser och finansmarknader. Jag kommer samtidigt att försöka diskutera vad vi kan lära av krisen och hur såväl forskningen som den ekonomiska politiken kan komma att förändras som en följd av denna.

1. Rationella förväntningar och effektiva marknader

Ett ofta upprepat påstående är att vi nationalekonomer har missat tecken på att krisen annalkats på grund av att vi i alltför hög utsträckning har utgått från att marknaderna är effektiva. Jag menar att den senare delen av påståendet huvudsakligen är felaktigt. Vid närmare eftertanke är påståendet nästan absurt. Nationalekonomiska studier skulle ju vara tämligen meningslösa om vi trodde att hushåll, företag och politiker per automatik förstår precis hur alla marknader fungerar och särskilt om marknadsutfallen dessutom är effektiva så att ekonomisk politik inte kan främja den ekonomiska utvecklingen.

Påståendet är ändå inte helt ogrundat. Det stämmer att nationalekonomer ofta använder modeller med rationella förväntningar och marknader som antas vara effektiva. Detta är en naturlig utgångspunkt, delvis för att antagandet ofta förenklar analysen avsevärt men främst för att det är viktigt att förstå vilka marknader som fungerar effektivt och vilka händelseförlopp som kan förklaras som effektiva utfall på marknader som inte alltid är fullständigt effektiva. Just genom att förstå vad som är effektivt får vi också förståelse för vad som inte är effektivt. Denna fokusering på rationalitet och effektiva marknader har nog tidvis drivits för långt inom forskningen och kanske har den även fått vissa forskare att felaktigt se modellerna som en beskrivning av verkligheten.⁵

Ofta nämns teorin om reala konjunkturcykler i detta sammanhang. Enligt denna teori kan en stor del av konjunktursvängningarna förklaras som marknadens effektiva respons på produktivitetsschocker. Vissa debattörer verkar felaktigt eller illvilligt försöka likställa modern makroekonomisk forskning med denna teori. Teorin genererade en betydande mängd makroekonomisk forskning under 1980-talet och 1990-talets inledning, men en bit in på 2000-talet skulle nog endast ett fåtal ekonomer instämma i påståendet att produktivitetsschocker i kombination med effektiva marknader förklarar *merparten* av konjunktursvängningarna. Däremot har den efterföljande forskningen ofta försökt undersöka i vilken utsträckning såväl produktivitetsschocker som olika marknadsineffektiviteter bidrar till konjunktursvängningar. En tydlig slutsats av den senaste tidens forskning är – föga förvånande – att konjunkturförlopp skiljer sig åt. I vissa fall verkar keynesianska efterfrågemekanismer ha varit viktiga medan mekanismer som bättre beskrivs med hjälp av neoklassisk teori har varit mer betydande i andra fall.⁶

⁵ Cassidy (2010) ger några exempel.

⁶ Se Mulligan (2009).

Men de flesta makroekonomer inser såväl nu som före krisen att det finns marknadsmisslyckanden, såsom prisstelheter, ofullständig konkurrens, ofullständig och asymmetrisk information samt begränsad rationalitet.⁷ I sin kritik av den makroekonomiska forskningen medger också Akerlof och Shiller (2009) att forskningen vanligen tillåter för olika marknadsmisslyckanden. De menar dock att avvikelserna från rationalitet och effektivitet är för små och att det alltså behövs mer drastiska förändringar av hur forskningen bedrivs. Kanske har de rätt. Ett uppenbart problem är i varje fall att vi inte har kommit särskilt långt i analysen av hur olika ineffektiviteter bör påverka ekonomiskt prognosarbete eller hur den ekonomiska politiken bedrivs. Akerlof och Shiller verkar mena att nuvarande modeller är för enkla och avskalade men samtidigt förespråka att vi i högre grad bör förlita oss på historieberättning ("occasionally we have used statistics, but for the most part we have relied on history and on stories").⁸ Deras angreppssätt illustrerar betydelsen av marknadsmisslyckanden, men ger tyvärr inte mycket vägledning om hur vi kan göra den makroekonomiska analysen mer användbar.

Det finns dock forskning som mer konkret visar på alternativa angreppssätt. En omfattande litteratur har lättat på rationalitetsantagandet genom att tillåta att hushåll och företag inte har fullständig förståelse för hur ekonomin fungerar.⁹ Att tillåta för sådan modellosäkerhet bör egentligen vara en självklarhet då varken forskaren eller ekonomins agenter vet hur världen fungerar. Vanligen antas agenterna ändå vara tämligen sofistikerade och dels ha kännedom om ekonomins övergripande struktur, dels förmåga att använda historiska data för att lära sig mer precis hur ekonomin fungerar. Med dessa antaganden blir analysen ofta komplicerad, vilket förmodligen förklarar varför de praktiska insikterna och tillämpningarna från denna litteratur ännu har varit begränsade.

En intressantare och mer framkomlig väg är kanske att ta ännu större steg bort från det traditionella rationalitetsantagandet antingen genom att anta att agenterna väljer att inte behandla viss information (eftersom det är jobbigt och tar tid) eller genom att använda en "botten-upp"-metod för hur information och beteenden aggregeras i ekonomin. Det första antagandet har på senare tid använts av Sims (2003), Mankiw och Reis (2002) och flera efterföljare, medan den senare metoden länge har förespråkats av Axel Leijonhufvud (se hans bidrag i denna volym, Leijonhufvud 2010).¹⁰ Inte heller

⁷ Även en marknadsliberal ekonom som Milton Friedman delade denna syn. Han har t ex sagt att "all economists – monetarists, Keynesians, or what-not – recognize that there is such a thing as market failure" (Snowdon och Vane 1999, s 138). Av Woodfords (2009) sammanfattning av den makroekonomiska standardanalysen före krisen framgår också tydligt att marknadsmisslyckanden spelar en viktig roll. Själv skulle jag t o m vilja säga att makroekonomi i hög grad syftar till, eller åtminstone bör syfta till, att studera och hantera de obalanser som uppstår på grund av marknadsmisslyckanden.

⁸ Akerlof och Shiller (2009, s 168).

⁹ Se Sargent (2008) och Evans och Honkapohja (2009) för nyare översikter och ytterligare referenser.

¹⁰ Exempel på tillämpningar baserade på den senare metoden är Ashraf och Howitt (2008) och De Grauwe (2009).

denna litteratur har ännu resulterat i några dramatiska insikter, men kanske beror detta på att för lite uppmärksamhet har ägnats dessa metoder.

Sammanfattningsvis menar jag att förväntningar och marknader som huvudsakligen är rationella och effektiva bör vara en naturlig utgångspunkt för mycket av vårt arbete även i framtiden. Men det är motiverat att ge mer utrymme för forskning som gör större avsteg från dessa antaganden, även om sådan forskning knappast kommer att resultera i dramatiskt nya slutsatser på kort sikt.

Innan jag lämnar denna fråga vill jag poängtera att konstaterandet att det finns marknadsimperfectioner inte medför några omedelbara insikter för hur den ekonomiska politiken ska bedrivas. I princip medför marknadsimperfectioner att ekonomisk-politiska åtgärder är motiverade, men därmed inte sagt att vi vet *vilken* politik som bör föras eller hur marknaderna bör regleras. De som vill begränsa den politiska inblandningen baserar vanligen inte sin ståndpunkt på att marknaderna är effektiva utan på att även den ekonomisk-politiska beslutsprocessen lider av ineffektiviteter. Även de politiker och ekonomer som ska utforma politiken och regleringarna är människor som har begränsad förståelse för hur ekonomin fungerar.

2. För matematiskt och verklighetsfrämmande

Ett annat vanligt påstående är att makroekonomin har blivit alltför matematisk. Det stämmer att större krav har ställts på formell analys under senare decennier. ”Lösö spekulationer” och resonemang baserade på sunt förnuft har pressats undan från den akademiska litteraturen. Sådana resonemang finns dock fortfarande i mer policyinriktade rapporter som publiceras av t ex centralbanker och internationella organisationer som OECD och IMF. Och dessa författas nuförtiden huvudsakligen av disputerade ekonomer. I huvudsak tycker jag att denna uppdelning är sund, men den medför också ett antal tänkbara problem som inte bör ignoreras, t ex att de akademiskt verksamma makroekonomerna (eller åtminstone en tillräcklig andel av dessa) måste utveckla sin förmåga att föra dessa förnufts- och verklighetsbaserade resonemang för att kunna undervisa.

Jag har dock svårt att se fokuseringen på formell analys som en stark begränsning för den makroekonomiska forskningen. Makroekonomins främsta problem är snarare en påtaglig brist på användbara data och fallstudier. En begränsad datamängd har utnyttjats till bristningsgränsen genom att allt mer sofistikerade och specialiserade modeller och ekonometriska metoder har använts.

Men det finns anledning att nu se mer optimistiskt på den makroekonomiska forskningens framtid. De dramatiska händelseförloppen under och efter finanskrisen kommer att ge upphov till en mängd nya data och intressanta fallstudier. Med mer data och fallstudier kommer vi att kunna förlita oss på mindre sofistikerade modeller och metoder. Makroekonomin kommer därför att röra sig mot mer ”verklighetsnära” frågeställningar

och behandla dessa med mer begripliga metoder, inte därför att den tidigare inriktningen nödvändigtvis var felaktig utan för att den senaste tidens utveckling möjliggör en sådan förändring.

Särskilt tror jag att denna förändring kommer att röra forskningen kring finanspolitiken. Under lång tid har såväl den akademiska forskningen som mycket av policydiskussionerna handlat om penningpolitiken. Även om vi fortfarande har begränsad kunskap om penningpolitikens transmissionsmekanismer finns det nu åtminstone ett välutvecklat tankesystem kring denna politik. Forskningen om tidsinkonsistensproblematiken, självständiga centralbanker och inflationsmålsstyrning har också fått stort genomslag i hur penningpolitiken bedrivs i praktiken.

Att finanspolitiken har ägnats mindre uppmärksamhet förklaras delvis av att erfarenheterna från 1970-talets misslyckade ekonomiska politik visade att finanspolitiken vanligen inte ska användas för konjunkturpolitik. Den förhållandevis passiva finanspolitiken har medfört att bristen på intressanta forskningsobservationer har varit påtaglig. Ytterligare bidragande faktorer kan vara att finanspolitiken är svårare att beskriva med hjälp av ett fåtal enskilda policyinstrument och att förändringar i finanspolitiken inte lätt har kunnat fångas med en enkel systematik. Den senaste tidens utveckling kommer säkerligen att påskynda utvecklingen inom detta område, dels på grund av ett allmänt ökat intresse, dels på grund av ökad tillgång på användbara data och fallstudier.

3. Kopplingen mellan finansmarknader, tillgångspriser och makroekonomin

Krisens kärna rör finans- och bolånemarknaderna och kritiker har menat att dessa marknader har ignorerats i den makroekonomiska analysen. Kritiken är åtminstone delvis berättigad. Det stämmer att de modeller som före krisen användes t ex på centralbanker för prognoser eller för att analysera effekterna av olika penningpolitiska strategier vanligen ignorerade dessa marknader, eller åtminstone att imperfektioner på dessa marknader spelade en undanskymd roll i analyserna. Men ignoransen berodde knappast på att dessa marknader ansågs oviktiga. I själva verket fanns det en omfattande litteratur som dokumenterade kopplingar mellan kreditillgången och reala utfall såsom hushållens konsumtion och företagens investeringar och produktion.¹¹ Inom den mer modellbaserade forskningen hade t ex Kiyotaki och Moore (1997) och Bernanke m fl (1999) visat hur konjunkturförloppen förstärks av ofullständiga kreditmarknader och svängningar i tillgångspriser. Det går knappast att hävda att den övriga makroekonomiska forskningen har bortsett från dessa studier; På *Google Scholar* hittar jag 1 829 respektive 1 574 citeringar av de två studierna. Även forskare på Sveriges riksbank har studerat hur tillgångspriser och finansmarknaderna påverkar analysen

¹¹ Några exempel är Gourinchas och Parker (2002), Gilchrist och Himmelberg (1995) och Bernanke och Gertler (1995).

av penningpolitiken och konjunkturutvecklingen. Till exempel arbetade Christiano m fl (2007) redan före krisen med att utveckla bankens modeller genom att analysera betydelsen av friktioner på finansmarknaderna i en liten öppen ekonomi som den svenska.¹²

Problemet är alltså inte att makroekonomer har trott att tillgångspriser och finansmarknader kan ignoreras. I själva verket har det funnits en konsensus såväl inom litteraturen som bland praktiker på centralbanker och finansdepartement att problem på dessa marknader kan ge allvarliga spridningseffekter på den övriga ekonomin.¹³ När finanskrisen väl bröt ut resulterade denna insikt som bekant i mycket snabba och kraftfulla åtgärder i syfte att förhindra att krisen resulterade i en kreditkollaps.

Enligt mig finns det två andra problem som i högre grad bidrog till att krisen kunde uppstå. För det första hade flertalet makroekonomer före krisens utbrott inte detaljkunskaper om utvecklingen på världens finansmarknader. Vi förstod därför inte omfattningen och betydelsen av de allt mer komplexa produkter som växt fram under senare tid. Vissa har antytt att mer tvärvetenskaplig forskning eller en breddad makroekonomisk utbildning skulle kunna förhindra att liknande problem uppstår i framtiden.¹⁴ Jag är dock skeptisk till den tanken. Visst behövs det mångfald och personer med bred och tvärvetenskaplig kompetens. Men det behövs också specialister som kan fokusera på snäva frågeställningar, inklusive på att utveckla formella kvantitativa modeller som kan användas för att simulera effekterna av olika policyalternativ. Doktorandutbildningen i nationalekonomi måste nog även fortsättningsvis inriktas på fördjupade metodkunskaper inom ämnets kärnområden. Den bredare kompetensen kan erhållas genom kurser på tidigare utbildningsnivåer, självstudier och erfarenheter senare i karriären.¹⁵ Myndigheter och organisationer med uppgift att övervaka marknader eller bedriva ekonomisk politik måste naturligtvis förse sig med både specialister och generalister inom relevanta områden.

För det andra visste (och vet) vi inte hur ekonomiska analyser och den ekonomiska politiken i ett normalt konjunkturläge ska påverkas av insikten att tillgångspriserna och finansmarknaderna är viktiga för den realekonomiska utvecklingen. Under senare decennier har penningpolitiken i de flesta länder kommit att styras av explicita eller implicita inflationsmål. Centralbankerna har då fokuserat på att stabilisera inflationen i närheten av den målsatta nivån samtidigt som de även har tagit hänsyn till den realekonomiska stabiliteten.¹⁶ Efter krisen har många menat att denna fokusering

¹² För ytterligare exempel, se Lorenzoni och Walentin (2007), Finocchiaro och Queijo von Heideken (2007) samt Queijo von Heideken (2008).

¹³ Jag misstänker att denna syn växte fram redan efter 1930-talsdepressionen, eller åtminstone efter att Friedman och Schwartz (1963) och Bernanke (1983) hade dokumenterat kreditkollapsens betydelse under den episoden. De nyare referenser jag gett visar således endast att betydelsen av kreditgivning inte har fallit i glömska under senare decennier.

¹⁴ Se t ex Skidelsky (2009) och Calmfors (2009).

¹⁵ Se Saint-Paul (2009) och Waldenström (2009) för ytterligare resonemang kring riskerna med en breddad utbildning.

¹⁶ Se t ex Svensson (1998).

har varit för snäv och att penningpolitiken borde ta mer direkt hänsyn till kreditvolymen och tillgångspriser.¹⁷ Kanske har kritikerna rätt. Men återigen är frågan varken ny eller lättbesvarad. Inom såväl forskningslitteraturen som centralbankskretsar har man sedan länge funderat på hur man ska hantera ”bubblor” på finans- och husmarknaderna.

Debatten har främst rört tre alternativa strategier. Enligt den första strategin ska penningpolitiken endast ta hänsyn till tillgångspriser om det bidrar till att uppfylla inflationsmålet och en stabil konjunkturutveckling. I en alternativ strategi (som ofta kallas *leaning against the wind*) ska penningpolitiken försöka dämpa stora svängningar i tillgångspriserna. Exempelvis ska då centralbanken föra en lite mer restriktiv penningpolitik om huspriserna eller kreditgivningen växer ovanligt snabbt. Enligt den tredje strategin ska penningpolitiken mer direkt försöka påverka tillgångspriserna, antingen genom att ha ett separat mål för hur dessa utvecklas, eller mer informellt genom att försöka spräcka bubblor när centralbanken tycker sig se sådana.

Den tredje strategin har såvitt jag vet inte haft någon egentlig förespråkare i centralbankskretsar eller bland akademiskt verksamma ekonomer. Det främsta argumentet mot strategin är, som jag tidigare påpekat, att ekonomisk-politiska beslutsfattare också är människor med en begränsad förståelse för hur ekonomin fungerar och därmed även en begränsad förmåga att upptäcka när bubblor uppstår.¹⁸ Deras försök att spräcka bubblor riskerar då att göra mer skada än nytta.

Diskussionen kring de två andra strategierna har varit intressantare och verkar före krisen ha gett en övertikt åt den första – mer passiva – strategin. Denna övertikt beror förmodligen åtminstone till viss del på direkt forskningsstöd. I modellsimuleringar fann t ex Bernanke och Gertler (2001) att penningpolitiken inte förbättrar de samhällsekonomiska utfallen genom att ta särskild hänsyn till tillgångspriserna även om dessa drivs av spekulativa bubblor. I en liknande studie fann Gruen m fl (2005) att det i vissa fall kan vara motiverat att reagera på tillgångspriser men att detta beror på hur bubblorna ser ut och att en normal inflationsmålspolitik ofta fungerar bra. Många centralbanksföreträdare har därför menat att penningpolitiken bäst hanterar bubblorna genom krishantering när de väl har spruckit.¹⁹ Särskilt ekonomer vid Bank for International Settlements har argumenterat för att

¹⁷ Se t ex Wolf (2009). Taylor (2007, 2009) menar att den amerikanska penningpolitiken under 2003 och 2004 var alltför expansiv givet konjunktur- och inflationsutvecklingen och att den expansiva penningpolitiken bidrog till för snabbt stigande huspriser. Det är dock oklart om han skulle förespråka en bredare målformulering för centralbankerna.

¹⁸ ECB (2005) listar dessutom ett antal problem med direkta mål för tillgångspriser. Det är värt att notera att Akerlof och Shillers (2009, s 11–13) bok inleds med ett exempel på höga huspriser i Trondheim vilket enligt författarna påvisade förekomsten av en global fastighetsprisbubbla. Just Norge tillhör de länder som inte har drabbats av tydliga prisfall efter kraschen. Enligt Statistisk centralbyrå sjönk visserligen småhuspriserna i Trondheim under hösten 2008, men vid slutet av 2009 var priserna högre än någonsin tidigare. Möjligen beror de fortsatt höga priserna på att den norska ”bubblan” lever vidare, men att det verkligen rör sig om en bubbla är knappast uppenbart.

¹⁹ Se Bäckström (2000), Greenspan (2002), Trichet (2005) och Kohn (2006).

centralbankerna mer aktivt bör försöka motverka snabba ökningarna i huspriser och kreditvolymerna.²⁰ Riksbankschefen Stefan Ingves (2006, 2007) har i vissa tal gett stöd åt liknande tankegångar, även om det har varit svårt att se att orden har omsatts i praktik.²¹

Efter finanskrisens utbrott har stödet för den lite aktivare strategin stärkts, men många menar fortfarande att det inte är den traditionella penningpolitiken som i första hand bör försöka motverka bubblor eller andra excesser på marknaderna.²² Jag misstänker att det finns en poäng med en lite mer aktivistisk penningpolitik, men makroekonomer kommer säkert under lång tid framöver att analysera i vilken utsträckning låga räntor bidrog till krisens uppbyggnad och om penningpolitiken genom räntesättning eller på annat sätt kan bidra till att motverka framtida kriser.

4. Avslutande kommentarer

Den viktigaste insikten efter 1930-talsdepressionen var att det behövs en aktiv stimulanspolitik för att förhindra att en konjunkturedgång resulterar i en kreditkollaps som övergår i en djup och utdragen lågkonjunktur. Den aktivistiska stimulanspolitiken under 1970-talet illustrerade dock konjunkturpolitikens svagheter och behovet av regelverk som begränsar det ekonomisk-politiska handlingsutrymmet eller ramverk som ger längre planeringshorisonter och bättre incitament att föra en effektiv ekonomisk politik.

Dessa insikter har varit viktiga under den nuvarande krisen. För att undvika en upprepning av 1930-talets djupa och utdragna lågkonjunktur reagerade både penning- och finanspolitiken i flertalet länder snabbt och kraftigt efter finanskrisen under hösten 2008. Mycket tyder för närvarande på att en djupare lågkonjunktur förhindrades på grund av denna politik. Framtida forskning lär dock få utreda vilka komponenter av stimulanserna som var mest effektiva och vilka komponenter som eventuellt gjorde mer skada än nytta.

Särskilt tror jag att det finns aspekter av de finanspolitiska stimulanserna som i vissa länder har varit ogenomtänkta. Det är främst inom penningpolitiken som man före krisen hade lyckats utforma välfungerande regel- och ramverk. Även om penningpolitiken under de senaste åren har rört sig på okänd mark och resulterat i dramatiska stimulansåtgärder finns det tydliga – om än osäkra – planer på hur denna politik ska normaliseras i framtiden. I många länder hade däremot finanspolitiken redan före krisen byggt upp obalanser som har gjort att man i den nuvarande krissituationen inte kan se

²⁰ Se Borio (2005) och White (2006).

²¹ I sin utvärdering av Riksbanken avrådde Giavazzi och Mishkin (2006) från att banken skulle ta hänsyn till tillgångspriser utöver vad som motiveras av normal inflationsmålspolitik. Riksbanken (2007) tog dock ganska tydligt avstånd från utvärderingens rekommendation. Riksbanken menade att stigande tillgångspriser och skuldsättning kan innebära risker som bör beaktas vid de penningpolitiska besluten trots att de inte kan fångas i konventionella prognoser.

²² Se t ex Kohn (2008) och Svensson (2009). IMF (2009) finner dock visst stöd för att en aktiv politik kan bidra till ökad stabilitet.

en enkel väg tillbaka till ett normalläge. En viktig insikt efter den nuvarande krisen kommer därför förmodligen att röra vikten av välutformade finanspolitiska ramverk och särskilt att sådana ramverk framöver i högre utsträckning måste inriktas på hur finanspolitiken bedrivs i goda och normala tider. Denna lärdom verkar vi ha gjort i Sverige redan efter 1990-talskrisen, men många andra länder har stort utrymme att reformera ramverken.²³

I min genomgång ovan har jag menat att mycket av kritiken mot den makroekonomiska forskningen har varit missriktad. Min avsikt är dock inte att försvara all tidigare forskning eller att lyfta fram makroekonomins förträfflighet. Jag menar snarare att den makroekonomiska forskningen har tydliga problem, men att dessa problem saknar enkla lösningar. Problemen har varit kända sedan tidigare, men har belysts av finanskrisen.

Jag skrev inledningsvis att makroekonomins grundläggande insikter inte behöver omprövas som en följd av krisen. De insikter jag nämnde är dock mycket begränsade – det finns en uppsjö viktiga frågor som vi makroekonomer på grund av bristande tillgång på data och fallstudier inte har kunnat besvara. Krisen kommer att generera underlag för makroekonomisk forskning under lång tid framöver. Förhoppningsvis kommer denna forskning att resultera i svar på flera av dessa frågor och att makroekonomin därmed blir en mer användbar disciplin. Men vi kommer fortsatt att ha en begränsad förståelse av hur ekonomin fungerar och vi ska därför inte ha för stora förväntningar på vad den makroekonomiska forskningen kan åstadkomma. I en föränderlig värld kommer nya kriser att uppstå och inte heller dessa kommer vi att kunna förutse.

Akerlof, A A och R J Shiller (2009), *Animal Spirits*, Princeton University Press, Princeton.

Ashraf, Q och P Howitt (2008), "How Inflation Affects Macroeconomic Performance: An Agent-Based Computational Investigation", manuskript, Brown University.

Bernanke, B (1983), "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, vol 73, s 257-276.

Bernanke, B och M Gertler (1995), "Inside the Black Box", *Journal of Economic Perspectives*, vol 9, s 27-48.

Bernanke, B och M Gertler (2001), "Should Central Banks Respond to Movements in As-

set Prices?", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol 91, s 253-257.

Bernanke, B, M Gertler och S Gilchrist (1999), "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", i Taylor, J B och M Woodford (red), *Handbook of Macroeconomics*, vol 1, kap 21, Elsevier, Amsterdam.

Blanchard, O (2006), *Macroeconomics*, Pearson Prentice Hall, Upper Saddle River.

Borio, C (2005), "Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far", *National Institute Economic Review*, nr 192, s 84-101.

Bäckström, U (2000), "Asset Markets and Monetary Policy", anförande, 16 juni 2000.

REFERENSER

²³ Till exempel anger EUs stabilitets- och tillväxtpakt att den offentliga sektorns budgetunderskott förutom i vissa undantagsfall inte får överstiga 3 procent av BNP och att skulden inte får överstiga 60 procent av BNP. Visserligen säger paktens att länderna ska ha marginaler till dessa gränser och att den ekonomiska politiken ska vara förenlig med långsiktig hållbarhet, men fokus hamnar ändå på de siffersatta gränserna. Exempelvis är det vid underskott större än 3 procent av BNP som paktens "bestraffningsprocedur" dras igång. Vi har vid flera tillfällen sett att det varken är trovärdigt eller önskvärt att länderna ska strama åt finanspolitiken under en lågkonjunktur. Därför måste regelverk eller andra mekanismer fokusera på hur politiken bedrivs i goda och normala tider.

- Calmfors, L (2009), "Ekonomer bör bredda sin bildning", *Axess*, nr 7.
- Cassidy, J (2010), "After the Blowup", *The New Yorker*, 11 januari 2010.
- Christiano, L, M Trabandt och K Walentin (2007), "Introducing Financial Frictions and Unemployment into a Small Open Economy Model", Sveriges Riksbank Working Papers 214, Stockholm.
- De Grauwe, P (2009), "Top-Down versus Bottom-Up Macroeconomics", manuskript, University of Leuven.
- ECB (2005), "Asset Price Bubbles and Monetary Policy", *ECB Monthly Bulletin*, april 2005.
- Eichengreen, B (2010), "The Last Temptation of Risk", *National Interest*, 26 mars 2010.
- Evans, G W och S Honkapohja (2009), "Learning and Macroeconomics", *Annual Review of Economics*, vol 1, s 421-451.
- Finocchiaro, D och V Queijo von Heideken (2007), "Do Central Banks React to House Prices?", Sveriges Riksbank Working Paper Series 217, Stockholm.
- Flodén, M (2009), "Makroekonomi – en disciplin i kris?", *Ekonomistas*, 21 september 2009, ekonomistas.se/2009/09/21/makroekonomi-en-disciplin-i-kris/.
- Friedman, M och A Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton.
- Giavazzi, F och F S Mishkin (2006), "En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995-2005", Rapport från Riksdagen, 2006/07:RFR1.
- Gilchrist S och C P Himmelberg (1995), "Evidence on the Role of Cash Flow for Investment", *Journal of Monetary Economics*, vol 36, s 541-572.
- Gordon, R J (2009), "Is Modern Macro or 1978-era Macro more Relevant to the Understanding of the Current Economic Crisis?", manuskript, Northwestern University.
- Gourinchas P-O och J A Parker (2002), "Consumption over the Life-Cycle", *Econometrica*, vol 70, s 47-89.
- Greenspan, A (2002), "Economic Volatility", anförande, 30 augusti 2002.
- Gruen, D, M Plumb och A Stone (2005), "How Should Monetary Policy Respond to Asset-Price Bubbles?", *International Journal of Central Banking*, vol 1, nr 3, s 1-31.
- IMF (2009), "Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations", *World Economic Outlook*, oktober 2009.
- Ingves, S (2006), "Riksbankens roll i samhällsekonomin", anförande, 6 februari 2006.
- Ingves, S (2007), "Housing and Monetary Policy – a View from an Inflation Targeting Central Bank", anförande, 1 september 2007.
- Kiyotaki, N och J Moore (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, vol 105, s 211-248.
- Kohn, D L (2006), "Monetary Policy and Asset Prices", anförande, 16 mars 2006.
- Kohn, D L (2008), "Monetary Policy and Asset Prices Revisited", anförande, 19 november 2008.
- Krugman, P (2009), "How Did Economists Get It So Wrong?", *New York Times*, 2 september 2009.
- Leijonhufvud, A (2010), "Makroekonomi och krisen: en personlig tolkning", *Ekonomisk Debatt*, årg 38, nr 4, s 40-51.
- Lorenzoni, G och K Walentin (2007), "Financial Frictions, Investment and Tobin's q", Sveriges Riksbank Working Paper Series 208, Stockholm.
- Mankiw, N G (2007), *Macroeconomics*, Worth Publishers, New York.
- Mankiw, N G och R Reis (2002), "Sticky Information versus Sticky Prices: A Proposal to Replace the New Keynesian Phillips Curve", *Quarterly Journal of Economics*, vol 117, s 1295-1328.
- Mulligan, C (2009), "Is Macroeconomics Off Track?", *The Economists' Voice*, vol 6, nr 10.
- Queijo von Heideken, V (2008), "How Important are Financial Frictions in the U.S. and the Euro Area?", Sveriges Riksbank Working Paper Series 223, Stockholm.
- Riksbanken (2007), "Inflationsmålet ligger fast, men metoderna kan utvecklas – Remissvar på Giavazzi/Mishkins utredning", *Pening- och Valutapolitik* 2007:1, s 97-108.
- Saint-Paul, G (2009), "A 'Modest' Intellectual Discipline", *Vox*, 19 september 2009, voxeu.org/index.php?q=node/3996.
- Sargent, T J (2008), "Evolution and Intelligent Design", *American Economic Review*, vol 98, s 5-37.
- Sims, C A (2003), "Implications of Rational Inattention", *Journal of Monetary Economics*, vol 50, s 665-690.
- Skidelsky, K (2009), "How to Rebuild a Shamed Subject", *Financial Times*, 5 augusti 2009.
- Snowdon, B och H R Vane (1999), *Conversations with Leading Economists: Interpreting Modern Macroeconomics*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK.
- Spaventa, L (2009), "Economists and Economics: What Does the Crisis Tell Us?", *CEPR Policy Insight* 38.

Svensson, L E O (1998), "Inflationsmål i en öppen ekonomi: Strikt eller flexibelt?", *Ekonomisk Debatt*, årg 26, nr 6, s 431-439.

Svensson, L E O (2009), "Flexibel inflationsmålspolitik: vilka lärdomar kan dras av finanskrisen?", anförande, 21 september 2009.

Taylor, J (2007), "Housing and Monetary Policy", *Housing, Housing Finance, and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas.

Taylor, J (2009), *Getting Off Track*, Hoover Institution Press, Stanford.

The Economist (2009), "The Other-Worldly Philosophers", 16 juli 2009.

Trichet, J-C (2005), "Asset Price Bubbles and Monetary Policy", anförande, 8 juni 2005.

Waldenström, D (2009), "Smal och djup eller bred och ytlig?", *Ekonomistas*, 1 oktober 2009, ekonomistas.se/2009/10/01/smal-och-djup-eller-bred-och-ytlig/.

White, W R (2006), "Is Price Stability Enough?", *Bank for International Settlements Working Papers* 205.

Wolf, M (2009), "Central Banks Must Target More than Just Inflation", *Financial Times*, 5 maj 2009.

Woodford, M (2009), "Convergence in Macroeconomics", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol 1, s 267-279.