

## Perspektiv på modern makropolitik

GÖRAN HJELM

### RECENSION

Olivier J Blanchard och Lawrence H Summers (red): *Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession*, MIT Press, 2019, 392 sidor, 978-0-262-03936-9.

Göran Hjelm

Chef vid enheten för offentliga finanser, prisbildning och arbetsmarknad på Konjunkturinstitutet. Tidigare bl a utredningssekreterare i Riksbankskommittén.

Jag är tacksam för kommentarer från Erik Höglin på en tidigare version.

Decenniet efter finanskrisen har präglats av omprövning inom flera makroekonomiska områden. En återkommande konferens är ”Rethinking Macroeconomic Policy”, vars fjärde möte i oktober 2017 resulterade i en bok som publicerades i april 2019. Boken innehåller längre uppsatser och kortare kommentarer tillsammans med en fylig inledning av redaktörerna Olivier Blanchard och Lawrence Summers. Fem makroekonomiska områden behandlas: *penningpolitik, finanspolitik, finansiell politik, ojämlikhet och politisk ekonomi* samt *internationell makroekonomisk politik*.<sup>1</sup> Det låga globala ränteläget utgör en röd tråd i bokens framställningar.

Boken utgör ett intressant tidsdokument som fångar upp såväl framsteg, motsättningar som kvarstående frågeställningar. Några av dessa tas upp nedan, tillsammans med ytterligare perspektiv som vore tänkbara för kommande konferenser.

I inledningen beskriver Blanchard och Summers att den makroekonomiska

analysen innan krisen dominerades av linjära modeller. Därutöver rädde konsensus om att penningpolitiken skulle bortse från utvecklingen på finansmarknaderna, vilka dessutom betraktades som effektiva och därmed i begränsat behov av regleringar. Med finanskrisen kom linjära modellers begränsning att belysas av flera fenomen: styrräntornas nedre gräns, långvariga effekter av kriser, plötsliga stopp i likviditetsförsörjningen och ömsesidigt beroende mellan stater och dess banksystem. Sammantaget visade finanskrisen att den finansiella ekonomin och makroekonomin hänger intimt samman och därför behöver behandlas i en gemensam analysram.

Den tidigare Fed-chefen Ben Bernanke står bakom huvuduppsatsen på området *penningpolitik*. Temat är att jämviktsrealräntor tros förbli mycket låga även kommande decennier. Styrräntans nedre gräns kan därför även framöver förhindra önskvärd penningpolitisk stimulans. Bernanke diskuterar tre vägar för att kompensera för detta: alternativa penningpolitiska *instrument, regimer* samt *koordinering med finanspolitik*.

När det gäller *instrument* menar Bernanke att tillgångsköp och kommunikation om framtida styrräntor inte kan

<sup>1</sup> Av utrymmesskäl kommenteras ej området *ojämlikhet och politisk ekonomi*, vars vinkling inte direkt relaterar till finanskrisens lärdomar. Den femte konferensen i serien ägnades helt till ojämlikhet och hölls den 17–18 oktober 2019.

våga upp för den begränsning som den nedre gränsen för styrräntan innebär. I sin kommentar på Bernankes uppsats noterar Philipp Hildebrand att vad som då återstår är valutainterventioner, som dels är finansiellt riskfyllda, dels inte är en global lösning om flera valutaområden möter samma problematik.

När det gäller *regimförändringar* skulle höjda inflationsmål minska sannolikheten för att styrräntans nedre gräns begränsar penningpolitiken. Bernanke är dock skeptisk till detta och lyfter bl a fram att övergången till ett högre mål kan bli kostsam om inflationsförväntningarna är trögrörliga. Bernankes föredragna *regimförändring* är att vid behov tillämpa ett *tillfälligt prisnivåmål*. Det innebär att centralbanken, i situationer när styrräntan inte längre kan sänkas och inflationen är lägre än målet, lovar att inte höja styrräntan förrän den genomsnittliga inflationen sedan denna tidpunkt uppgår till målsatt inflation. Centralbanken förbinder sig därmed att tillfälligt uppnå en högre inflationstakt än målsatt nivå. Givet att detta upplevs som trovärdigt lyfter ekonomin och inflationen eftersom högre inflationsförväntningar minskar realräntan.

De fyra kommentatorerna är relativt skeptiska till Bernankes förslag. Adam Posen föreslår internationell koordinering för högre inflationsmål. Blanchard och Summers, Lael Brainard, och Hildebrand ifrågasätter att centralbanker kan påverka inflationsförväntningar i tillräcklig utsträckning. Blanchard och Summers, liksom Posen, argumenterar i stället för ett högre inflationsmål. Brainard är kritisk till Bernankes strategi eftersom högre inflation riskerar att leda till permanent högre förväntningar, som då kan komma att kräva mer drastiska styrräntehöjningar. Sammantaget belyser bidragen bristen på konsensus, som är en orsak till att några *regimförändringar* ännu inte har skett.

Då den stabiliseringspolitiska ut-

maningen för penningpolitiken visat sig oväntat svår, på grund av den nedre gränsen för styrräntan, finns en samstämmighet att finanspolitiken behöver ta en mer aktiv roll. Enligt Blanchard och Summers förstärks denna slutsats av att låga jämviktsrealräntor både gör det relativt billigt att finansiera underskott och lättare att samhällsekonomiskt räkna hem offentliga investeringar.

Alan Auerbach betonar i huvuduppsatsen inom området *finanspolitik* att det inte går att utforma finanspolitiska regler som täcker in alla komplexa frågeställningar. Finanspolitiska råd behövs därför för att analysera logik och konsistens i såväl ramverk som politiska beslut. Marco Buti och Jay Shambaugh lyfter fram att finanspolitiska regler måste vara flexibla nog att inte förhindra att finanspolitiken, vid behov, kan axla en del av den stabiliseringspolitiska bördan. Hildebrand menar att det inte är rimligt att finanspolitiken är åtstramande och därmed motverkar centralbanken när den har svårt att nå sina mål.

Bernanke anser att koordination mellan finans- och penningpolitiken kan vara nödvändig. För att det ska vara konsistent med centralbankens oberoende menar Bernanke att koordination endast bör ske om den är (i) konsistent med och (ii) nödvändig för den penningpolitiska måluppfyllelsen samt (iii) om centralbanken kan avsluta koordineringen när den vill.

Det hade varit önskvärt om Bernanke diskuterat närmare *hur* koordinering bör ske. Det kan noteras att oberoendet inte förhindrar att centralbanker kommunicerar med de folkvalda i syfte att koordinera besluten. Centralbanken kan t ex signalera när finanspolitiskt stöd vore lämpligt och, om så sker, att centralbanken då kommer att hålla räntan oförändrad och/eller köpa statsskuldobligationer. Det förändrar den finanspolitiska kalkylen både vad gäller upplåningskostnad och makroekonomiska

effekter. Därutöver står det finanspolitiken fritt att agera i syfte att bistå penningpolitiken. Om t ex endast valutainerventioner står till buds kan de folkvalda välja en, i deras ögon, mer effektiv stabiliseringspolitisk mix genom att föra en expansiv finanspolitik. Folkvalda kan även, som Buti lyfter fram, signalera vid vilka omständigheter regelverken är töjbara och i vilken utsträckning de avser att medverka till konjunkturstabilisering.

Slutligen betonar i stort sett samtliga författare att de finanspolitiska multiplikatorerna är högre när penningpolitiken ackommoderar en expansiv finanspolitik. Fortfarande finns dock stora skillnader i uppskattningar i hur stora multiplikatorerna är. Huvudproblemet är dock att få finanspolitiska åtgärder sjösatta tillräckligt snabbt. Auerbach noterar att forskningen efter finanskrisen (med något undantag) inte har levererat några resultat kring hur (semi-) automatiska stabilisatorer bör utformas. Behovet att tänka vidare inom detta område är således stort.

Inom området *finansiell politik* står det klart att en *revolution* skett efter finanskrisen. David Aikman m fl beskriver i huvuduppsatsen hur kapital- och likviditetskrav på banker i princip har fördubblats, resolutionprocesser för banker i syfte att skydda skattebetalarnas intressen har införts m m. Dessutom har, som påpekas av Markus Brunnermeier, konsensus flyttats när det gäller betydelsen av kopplingar mellan penningpolitik, makroekonomisk utveckling och finansiell stabilitet.

Aikman m fl och Brunnermeier lyfter fram den avvägning som finns mellan att regleringar å ena sidan ökar motståndskraften mot kriser och å andra sidan kan hämma ekonomins funktionsätt. Aikman m fl poängterar att det ännu inte finns någon vedertagen tankeram inom finansiell politik. Bokens bidrag visar också på betydande

åsiiktsskillnader. Exempelvis menar Brunnermeier och Jeremy Stein att s k riskviktade kapitalkrav är att föredra framför s k bruttosoliditetskrav, då de senare kan öka risktagandet, medan Aikman m fl menar att de sistnämnda i viss mån ändå kan behövas. Åsiiktsskillnader finns även beträffande det samtidiga bruket av flera regleringar för att åtgärda liknande symtom. Benoît Cuoré försvarar denna approach med att "vi kommer sannolikt att skjuta i mörkret, vilket betyder att skjuta många pilar på samma mål" (s 205). Stein är kritisk till denna strategi, då multipla regleringar snedvrider företagets beslut.

Det är naturligt att det finns betydande åsiiktsskillnader inom ett, i stora delar, nytt forskningsområde. En orsak är avsaknaden av en vedertagen tankeram. En annan orsak är den – i stora delar normativa – bedömningen av vad som är en lämplig avvägning mellan motståndskraft och effektivitet. En ytterligare orsak är bristande empiriskt underlag, till följd av att många åtgärder nyss har sjösatts. Till detta ska läggas svårigheter att överföra forskningsresultat mellan länder som skiljer sig åt i flera, för sammanhanget viktiga, dimensioner. Sammantaget innebär detta att institutioner som är inblandade i dessa frågor dels behöver verka för att analys- och beslutsunderlag ska vara allsidiga och transparenta, dels vara beredda att ompröva sina ståndpunkter när ny kunskap växer fram. Slutligen bör noteras att det inte nödvändigtvis är ett bra tecken om alla åsiiktsskillnader raderas ut. Den likriktning som förelåg inom flera områden innan finanskrisen bidrog sannolikt till att problem inte uppmärksammades i tid.

Huvuduppsatsen inom *internationell makroekonomisk politik* är skriven av IMF:s nya chefsekonom Gita Gopinath och behandlar tio forskningsområden som berör växelkurser, kapitalflöden, protektionism och globala samarbeten.

En betydande del av analysen fokuserar på forskningen kring s k tillväxtekonomier. Bland annat noteras empiriskt stöd för att handel bidrar (men inte är huvudförklaringen) till ökade inkomstskillnader inom länder och att ”för-lorarna” endast i begränsad omfattning kompenseras av ”vinnarna”. Detta utgör sannolikt en grogrund för protektionistiska strömningar. Vidare noteras att forskningen inte visar något samband mellan protektionism och tillväxt i tillväxtekonomier, medan sambandet är negativt i utvecklade länder.

Gopinath, och flera av kommentatorerna, kommer även in på bokens röda tråd – orsaker till, och konsekvenser av, det låga globala ränteläget. Olivier Gourinchas lyfter fram sin forskning kring bristen på säkra tillgångar. Efterfrågan på säkra tillgångar har trendmässigt vuxit snabbt medan utbudet utvecklats klart långsammare. Det har inneburit att globala riskfria räntor pressats nedåt. Om räntan inte kan falla så lågt att jämvikt mellan utbud och efterfrågan på dessa tillgångar uppnås kan efterfrågan på säkra tillgångar komma att minska via lägre tillväxt, vilket i sig skapar lågkonjunkturer (Caballero m fl 2017). I en sådan situation kvarstår endast att länder med hjälp av växelkursen försöker kapa åt sig en bit av den världsefterfrågan som finns (s k *beggar-thy-neighbor*-politik). Sammantaget förefaller detta som en adekvat delförklaring till det världsekonomiska läget.

Vidare lyfter Gopinath fram forskning som visar andra sidoeffekter av det låga ränteläget. Situationen gynnar en viss typ av företag, som inte med nödvändighet är de som är mest produktiva, vilket kan innebära missallokering. Raghuram Rajan menar å sin sida att makrotillsynsåtgärder inte är tillräckliga för

till en för hög skuldsättning. Han anser att penningpolitiken därför bidrar till en riskabel finansiell cykel och att centralbankerna bör begränsa den i stället för att försöka nå sina inflationsmål (se Borio 2014).

Sammanfattningsvis ger huvuduppsatserna i denna bok en bra överblick, medan kommentatorerna breddar perspektiven och visar på ömsom konsensus, ömsom åsiktskillnader. I maj 2019, när boken introducerades i en *VoxEU*-artikel (Blanchard och Summers 2019), såg redaktörerna ännu större behov av ”revolution” relativt ”evolution” inom makroekonomisk politik jämfört med vad som var fallet när konferensuppsatserna presenterades hösten 2017.<sup>2</sup> Världsekonomin står inför en konjunktur nedgång samtidigt som det förväntade framtida globala ränteläget är än lägre. Centralbankernas möjligheter att bemöta en lågkonjunktur är därför begränsade, samtidigt som inga institutionella förändringar skett vare sig när det gäller penningpolitik, finanspolitik eller former för dess koordinering. Detta är ett av flera skäl att tänka vidare och det skulle inte förvåna om flera av följande frågor skulle komma upp vid en potentiell sjätte konferens:

Vilka principer bör gälla för koordination mellan penning- och finanspolitik och var går gränsen mellan dessa politikområden (Bartsch m fl 2019)?

Finns behov av justering av finanspolitiska ramverk då penningpolitikens begränsningar förefaller vara bestående? Hur kan finanspolitiska åtgärder förberedas och skyndsamt genomföras?

Vilka samband finns mellan penningpolitik och makrotillsyn – är de komplement eller substitut och bör åtgärder koordineras (Aikman m fl 2018)?

Åtgärder för att påverka det globala

<sup>2</sup> Författarna har också nyligen publicerat inflytelserika artiklar om fortsatt lågt ränteläge (Rachel och Summers 2019) och hur detta förändrar offentligfinansiella kalkyler (Blanchard 2019).

ränteläget: hur öka utbud av ”säkra” tillgångar såsom statsobligationer (bl a Eurobonds)? Spelar centralbankernas styrräntor en större roll för det persistent låga ränteläget än vad som vanligen antas (Borio m fl 2017)?

#### REFERENSER

Aikman, D, J Giese, S Kapadia och M McLeay (2018), ”Targeting Financial Stability: Macroeconomic or Monetary Policy”, Working Paper 734, Bank of England, London.

Bartsch, E, J Boivin, S Fischer och P Hildebrand (2019), ”Dealing with the Next Downturn: From Unconventional Monetary Policy to Unprecedented Policy Coordination”, BlackRock Investment Institute, augusti 2019.

Blanchard, O (2019), ”Public Debt and Low

Interest Rates”, *American Economic Review*, vol 109, nr 4, s 1197–1229.

Blanchard, O J och L H Summers (2019), ”Evolution or Revolution: Afterword”, *VOX-eu-kolumn*, 13 maj 2019.

Borio, C (2014), ”The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?”, *Journal of Banking & Finance*, vol 45, s 182–198.

Borio, C, P Disyatat, M Juselius och P Rungcharoenkitkul (2017), ”Why so Low for so Long? A Long-term View of Real Interest Rates”, BIS Working Paper 685, Bank of International Settlements, Basel.

Caballero, R J, E Fahri och P Gourinchas (2017), ”The Safe Asset Shortage Conundrum”, *Journal of Economic Perspectives*, vol 31, nr 3, s 29–46.

Rachel, L och L Summers (2019), ”On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation”, under utgivning i *Brookings Papers on Economic Activity*.